

Авторы: Косорукова И.В. (разделы 10.1. – 10.7., 10.10.)
Бакалов А.С. (разделы 10.8, 10.9.)
Катышков А.Ю. (10.11.)

Оглавление

10. 1. Понятие, цели, задачи и значение оценки стоимости предприятия (бизнеса).	2
10.2. Система информации в оценке стоимости предприятия (бизнеса)	3
10.3. Этапы подготовки отчетности к оценке стоимости предприятия (бизнеса)	5
10. 4. Доходный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса).....	23
10.5. Сравнительный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса).....	38
10. 6. Затратный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса).....	53
10. 7. Определение итоговой величины стоимости. Применение премий и скидок.....	61
10.8. Опционный метод оценки бизнеса	68
10.9. Модель Эдвардса- Белла-Ольсона (ЕВО)	79
10.10. Создание стоимости компании.	82
10.10.1. Показатели стоимости, используемые в рамках концепции управления стоимостью компании.....	84
10.10.2.Современные стратегии управления стоимостью компании	89
10.11. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) в рамках слияний и поглощений.....	100
Список литературы.....	119

10. 1. Понятие, цели, задачи и значение оценки стоимости предприятия (бизнеса).

Объект оценки

Основу методологии оценки стоимости предприятия составляет представление о предприятии как объекте гражданских прав. В 132 статье Гражданского кодекса раскрывается содержание понятия «предприятие, как имущественный комплекс». Предприятие, как имущественный комплекс, включает все виды имущества, предназначенного для его деятельности: земельные участки, здания и сооружения, машины и оборудование, сырье и продукцию, нематериальные активы, имущественные обязательства».

Оценка рыночной стоимости предприятия означает определение в денежном выражении стоимости, которая наиболее правильно отражает свойства предприятия как товара, то есть его полезность для потенциального покупателя и затраты, необходимые для получения этой полезности.

На наш взгляд, понимание предприятия, как имущественного комплекса, не совпадает с понятием «бизнес». Принято считать, что бизнес – это действующее предприятие и его стоимость превосходит стоимость имущественного комплекса на величину так называемых неосязаемых активов, неотделимых от кадрового потенциала предприятия (налаженные связи и взаимоотношения с клиентами, связи в государственных органах и другие нерегистрируемые (внебалансовые) активы, включая ценность доброго имени (гудвилл)).

Бизнес – это предпринимательская деятельность, направленная на производство и реализацию товаров, услуг, ценных бумаг, денег или других видов разрешенной законом деятельности с целью получения прибыли¹. Для достижения такой цели должно быть создано предприятие.

Предприятие – имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности².

Именно наличием неосязаемых активов определяется рыночная привлекательность фирм с отрицательным балансовым собственным капиталом.

Но ведь бизнес не является объектом гражданских прав (см. Раздел 1 настоящего пособия и ст. 128 ГК РФ). Что же будет объектом оценки в случае необходимости оценки бизнеса? На наш взгляд, в случае оценки стоимости бизнеса для собственников или менеджеров в качестве объекта оценки стоит использовать вещное право (право собственности или какое-либо другое) на пакет акций (в случае оценки ОАО или ЗАО), на долю учредителя (при оценке ООО), на пай (при оценке кооператива).

¹ В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, В.В. Терехова. Оценка бизнеса. – СПб.: Питер, 2002. Стр. 34.

² Лозовский Л.Ш., Райзберг Б.А. Словарь бизнесмена. – М.: ОАО «Издательство «Экономика», 1999.

Исходя из вышеизложенного, суть методологии, применяемой при оценке рыночной стоимости предприятий, может быть сформулирована следующим образом: стоимость предприятий в условиях рыночной экономики определяется его активами (включая неосязаемые) с учетом привлекательности предприятия для инвестиций. Данная методология реализует системный подход к определению стоимости, когда предприятие рассматривается как сложно организованный объект – система, а его стоимость определяется исходя из системного представления его функционирования, то есть, стоимость предприятия больше суммы стоимостей его элементов на величину так называемого системного эффекта. Реализация данной методологии состоит в анализе данного предприятия как объекта для инвестиций и определении комплекса стоимостных показателей, адекватно отражающих стоимость предприятия.

Целью оценки любого объекта оценки является определение конкретного вида стоимости. Виды стоимости, определяемые в ходе оценки, перечислены в стандартах оценки, обязательных к применению на территории РФ (утверждены Постановлением Правительства РФ № 519 от 6.07.2001г., см. раздел 2 настоящего пособия).

Задачами оценки стоимости предприятия являются:

- купля-продажа;
- оценка имущества должника при осуществлении процедуры банкротства;
- кредитование под залог;
- передача имущества организации в аренду;
- определение арендных платежей исходя из стоимости имущества;
- проведение организациями переоценки объектов основных средств;
- страхование;
- реструктуризация деятельности;
- налогообложение;
- оценка качества работы менеджмента;
- подготовка планов развития бизнеса и т.д.

Хотелось бы отметить, что существуют и обязательные случаи оценки, связанные с оценкой бизнеса (внесение вклада в уставный капитал неденежными средствами свыше 200 МРОТ, дополнительная эмиссия акций, банкротство предприятия и т.д.).

10.2. Система информации в оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Оценка стоимости предприятия (бизнеса) осуществляется в рамках трех подходов. Их реализация предполагает предварительный анализ объекта оценки, его количественных и качественных характеристик. В этой связи и

проводится анализ внешней и внутренней среды оцениваемого объекта, результаты которого отражаются на формировании величины его стоимости.

В рамках внешнего блока рассматривается состояние:

- макроэкономики (динамика основных макроэкономических показателей и их прогноз, демография, социальная политика, фондовый рынок, рынки сбыта и т.п.);
- региона;
- отрасли, в которой функционирует предприятие (рынки сбыта, конкуренция и т.д.).

Внутренняя информация включает следующие блоки:

- юридический (правоустанавливающие, уставные и регистрационные документы, проспекты эмиссии, договоры с контрагентами, трудовые договоры и др.);
- финансово-экономический (внешняя бухгалтерская отчетность за последние 3-5 лет; приказы об учетной политике; ценовая политика; калькуляция себестоимости выпускаемых товаров, работ, услуг; система налогообложения; кредитная история; бизнес-планы; перечень основных средств и нематериальных активов с указанием норм амортизации и величиной первоначальной и остаточной стоимости; состав финансовых вложений; дебиторской и кредиторской задолженности предприятия; состав товарно-материальных запасов; план капитальных вложений; график погашения обязательств и т.д.);
- технический (мощности предприятия, уровень технологий, техническое состояние оборудования, качество и номенклатура выпускаемой продукции, описание технологического процесса, степень соответствия технологий и продуктов мировому уровню, экологическое состояние, динамика произведенной продукции, работ, услуг в натуральном выражении за последние 3-5 лет, местоположение, близость источников сырья или других стратегических ресурсов и т.д.);
- общих вопросов (история развития предприятия, менеджмент и кадровый потенциал, организационная структура и др.).

Изучение информации в разрезе внутренняя – внешняя соответствует необходимости определения двух категорий риска в оценке стоимости предприятия: систематического (обусловленного факторами внешней среды) и несистематического (обусловленного факторами внутренней среды), которые затем используются при формировании ставки дисконтирования.

Одним из самых информативных источников информации в ходе оценки стоимости предприятия (бизнеса) является внешняя бухгалтерская отчетность организации. Она является обобщающим источником

информации об имуществе организации и источниках его формирования, доходах и расходах организации. Однако, ее применение для целей оценки в том виде, в котором она представляется внешним пользователям, не совсем корректно. Данное обстоятельство связано с тем, что, оценивая динамику показателей отчетности, аналитик задумывается о влиянии инфляции на формирование показателей; при использовании показателей отчетности для прогноза данных в доходном и сравнительном подходе о влиянии случайных явлений (доходов, расходов) на формирование финансовых результатов деятельности и величины активов организации; при использовании в сравнительном подходе предприятий-аналогов из других стран о сопоставимости показателей отчетности, составленной в разных стандартах и т.д.

В этой связи возникает необходимость проведения ряда процедур с отчетностью оцениваемой организации с целью устранения этих и других проблем.

10.3. Этапы подготовки отчетности к оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Можно выделить несколько этапов подготовки бухгалтерской отчетности к оценке:

1. Нормализация отчетности.
2. Трансформация отчетности.
3. Финансовый анализ отчетности.

Проблема «реалистичности» данных тесно связана с проблемой использования данных бухгалтерского учета для составления и расчета показателей денежного потока. Прогнозы объемов производства, капитальных вложений, величин износа базируются на ретроинформации бухгалтерского учета, его первичных документов.

Таким образом, как для западного, так и для российского специалиста крайне актуальной следует считать проблему проведения корректировок данных бухгалтерского учета, вследствие которой их можно было бы использовать для целей оценки.

На западе внесение таких корректировок называется процедурой нормализации. Нормализация бухгалтерской отчетности проводится с целью определения доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса.

Нормализующие корректировки проводятся по следующим направлениям:

- корректировка разовых, нетипичных и неоперационных доходов и расходов, нефункционирующих активов;
- корректировка методов учета операций при начислении амортизации и списании на себестоимость сырья и материалов;

- корректировка, связанная с наличием непроеизводственных (социальных) активов.

Отчетность, составленная в соответствии с принципами бухгалтерского учета, не определяет реальную рыночную стоимость имущества. Это связано с возможностью использования различных вариантов учета операций, списания товарно-материальных ценностей, а также возможным учетом части активов не по рыночной стоимости.

Нормализация отчетности в процессе оценки проводится всегда. В отчете должны разъясняться корректировки, проводимые в ходе нормализации отчетности.

В зависимости от цели проведения нормализации отчетность может корректироваться для определения рыночной стоимости активов.

Нужно помнить, что нормализованная отчетность может использоваться только в целях оценки, так как проводится для упрощения работы оценщика при подготовке отчетного заключения.

На качество оценки большое влияние оказывает рассчитанный показатель прибыли, так как он является основой расчета денежного потока. Поэтому при нормализации отчетности оценщик должен проверить доходы и расходы предприятия на предмет включения в них случайных доходов и расходов, которые искажают результат деятельности относительно нормально действующего бизнеса. Кроме случайных (нетипичных) доходов и расходов следует исключить доходы и расходы не связанные с основной производственной деятельностью предприятия. Иногда корректировке могут подвергнуться расходы, превышающие средние значения по аналогам.

Кроме того, на величину прибыли существенное влияние могут оказать выбранные методы учета списания запасов (ЛИФО, ФИФО, по средней себестоимости, по стоимости единицы) и начисления амортизации (ускоренный метод и т. д.). Нормализовать нужно отчетность, если применяются методы списания запасов ЛИФО, ФИФО и по стоимости единицы, а также если существует отклонение от линейного метода начисления амортизации основных средств и нематериальных активов.

В современной российской практике не существует официально признанной методики проведения необходимых корректировок данных бухгалтерского учета, используемых для составления расчета денежного потока, т.е. на сегодняшний момент отсутствуют методические рекомендации по проведению нормализации исходной информации.

Для успешного решения проблемы проведения нормализации баланса, т.е. внесения необходимых корректировок с целью использования данных бухгалтерского учета для оценки требуется ответить на следующие вопросы (данная методика нормализации отчетности была разработана в диссертационной работе Кругловой И.Ю. на соискание звания кандидата экономических наук):

Во-первых, при исключении разовых, неоперационных и нетипичных доходов и расходов следует принять во внимание тот факт, что не все счета

бухгалтерского учета вне зависимости от деятельности, осуществляемой оцениваемым предприятием, содержат вышеуказанные доходы и расходы. Перечень счетов, которые могут содержать такую информацию, представлен в таблице 10.1.

Таблица 10.1.

**Анализ счетов бухгалтерского учета для целей нормализации
отчетности**

Счета бухгалтерского учета	Возможные разовые, неоперационные и нетипичные доходы и расходы
01 «Основные средства»	Основные средства непроизводственного назначения, объекты социальной сферы, нефункционирующие фонды
02 «Амортизация основных средств»	Амортизация основных средств непроизводственного назначения, объектов социальной сферы, нефункционирующих активов
03 «Доходные вложения в материальные ценности»	Материальные ценности (имущество, здания, оборудование и др.) имеют характер, не связанный с основной деятельностью
11 «Животные на выращивании и откорме»	В случае наличия у предприятия подсобного хозяйства, не связанного с основной деятельностью
19 «Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям»	Материальные ценности (имущество, здания, оборудование и др.) имеют характер, не связанный с основной деятельностью
46 «Выполненные этапы по незавершенным работам»	Выполняемые строительные и проектные работы не связаны с основной деятельностью
60 «Расчеты с поставщиками и подрядчиками»	Расчеты не связаны с основной деятельностью
62 «Расчеты с покупателями и заказчиками»	
63 «Резервы по сомнительным долгам»	Если долги возникли в результате неосновной деятельности предприятия
70 «Расчеты с персоналом по оплате труда»	Вычитанию подлежат суммы оплаты труда, причитающаяся работникам, занятым не в основной деятельности
76 «Расчеты с разными дебиторами и кредиторами»	Расчеты не связаны с основной деятельностью

После определения источников-счетов, требующих корректировки, оценщику необходимо уменьшить (или увеличить) на искомые суммы расходов (или доходов) счета - корреспонденты счетов-источников информации или, другими словами, необходимо при проведении нормализации соблюдать принцип двойной записи на счетах бухгалтерского учета (операция, отражаемая на счетах актива, должна найти свое отражение и на соответствующих счетах пассива).

Во-вторых, ключевым моментом западной методики нормализации является проведение корректировок методов учета операций, оказывающих

влияние на структуру себестоимости и, в конечном итоге, на получаемую прибыль. Возникает вопрос: какие методы учета следует считать нормализованными? Для решения этого вопроса рассмотрим предусмотренные действующим российским законодательством варианты учетной политики.

Таблица 10.2.

**Варианты учетной политики в соответствии с действующим
законодательством**

Показатель, по которому предусмотрены различные способы учета	Нормативный акт, предусматривающий различные способы учета	Варианты учета, предусмотренные нормативными актами	Варианты учета, влияющие на конечный финансовый результат
1	2	3	4
Себестоимость	ПБУ 14/2000	1.способы оценки нематериальных активов, приобретенных не за денежные средства, 2.амортизация нематериальных активов, 3.сроки полезного использования нематериальных активов, 4.способ отражения в бухгалтерском учете амортизационных отчислений по нематериальным активам	2.амортизация нематериальных активов
	ПБУ 6/01	1.о первоначальной стоимости и сумме начисленной амортизации по основным группам основных средств на начало и конец отчетного года; 2.о движении основных средств в течение отчетного года по основным группам (поступление, выбытие и т.п.); 3.о способах оценки объектов основных средств, полученных по договорам, предусматривающим исполнение обязательств (оплату) неденежными средствами; 4.об изменениях стоимости основных средств, в которой они приняты к бухгалтерскому	8.о способах начисления амортизационных отчислений по отдельным группам объектов основных средств

Показатель, по которому предусмотрены различные способы учета	Нормативный акт, предусматривающий различные способы учета	Варианты учета, предусмотренные нормативными актами	Варианты учета, влияющие на конечный финансовый результат
1	2	3	4
		учету (достройка, дооборудование, реконструкция, частичная ликвидация и переоценка объектов); 5.о принятых организацией сроках полезного использования объектов основных средств (по основным группам); 6.об объектах основных средств, стоимость которых не погашается; 7.об объектах основных средств, предоставленных и полученных по договору аренды; 8.о способах начисления амортизационных отчислений по отдельным группам объектов основных средств; 9.об объектах недвижимости, принятых в эксплуатацию и фактически используемых, находящихся в процессе государственной регистрации.	
	ПБУ 5/01	1.о способах оценки материально – производственных запасов по их группам (видам); 2.о последствиях изменений способов оценки материально – производственных запасов; 3.о стоимости материально – производственных запасов, переданных в залог; 4.о величине и движении резервов под снижение стоимости материальных ценностей.	1.о способах оценки материально– производственных запасов по их группам (видам);

Рассмотрим выбранные варианты учета, влияющие на конечный финансовый результат.

Таблица 10.3.

Отбор нормализованных вариантов учетной политики

Варианты учета, влияющие на конечный финансовый результат	Варианты учетной политики, предусмотренные законодательством	Вариант учетной политики, который следует считать нормализованным	Причины, по которым, избранный вариант следует считать нормализованным
Способы начисления амортизации нематериальных активов	1.линейный способ, 2.способ уменьшаемого остатка, 3.способ списания стоимости пропорционально объему продукции	Линейный способ	Данный способ предусматривает равномерную амортизацию актива в течение срока полезного использования
Способы начисления амортизации объектов основных средств	1.линейный способ, 2.способ уменьшаемого остатка, 3.способ списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования	Линейный способ	Данный способ предусматривает равномерную амортизацию актива в течение срока полезного использования
Способы оценки материально-производственных запасов (способы отпуска МПЗ в производство или иного выбытия)	1.по себестоимости каждой единицы, 2.по средней себестоимости, 3.по себестоимости первых по времени приобретения МПЗ (метод ФИФО), 4.по себестоимости последних по времени приобретения МПЗ (метод ЛИФО)	По средней себестоимости	Принцип аналогичен отбору способа амортизации

Таким образом, данные вышеприведенных таблиц позволят оценщику значительно упростить проведение процедуры нормализации, сократить временные затраты и вероятностную погрешность расчетов, что является очень важным при проведении оценки.

Трансформация бухгалтерской отчетности проводится с целью приведения к единой основе (например, международным стандартам отчетности) финансовой отчетности оцениваемой компании и компаний-аналогов. Иными словами, трансформация – это корректировка отчетности для приведения к единым стандартам бухгалтерского учета. Трансформация отчетности не является обязательной, и проводится оценщиком в случае необходимости. Необходимость трансформации бухгалтерской отчетности в соответствии с международными стандартами обусловлена требованием сопоставимости информации.

Бухгалтерская отчетность в трансформированном виде – более достоверная и надежная база для сравнения оцениваемого предприятия с

предприятиями-аналогами и среднеотраслевыми параметрами различных стран.

Финансовый анализ применяется для исследования экономических процессов и экономических отношений, показывает сильные и слабые стороны предприятия и используется для принятия оптимального управленческого решения.

В оценке проводится анализ внешней финансовой (бухгалтерской) отчетности за последние 3-5 лет с целью определения будущего потенциала бизнеса на основе его текущей и прошлой деятельности.

Оценка финансового состояния может быть выполнена с различной степенью детализации в зависимости от цели анализа (цели оценки), а также различных факторов информационного, временного, методического, кадрового и технического обеспечения.

Возможности финансового анализа в значительной степени определяются качеством и количеством информационного обеспечения.

В состав внешней бухгалтерской отчетности в соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета традиционно включаются бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках. В российских условиях, безусловно, необходимо использовать информацию, содержащуюся в приложениях к вышеуказанным первым двум формам: Отчет об изменениях капитала (форма № 3), Отчет о движении денежных средств (форма № 4), Приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5), пояснительная записка.

Проведение финансового анализа в оценке стоимости предприятия имеет свои цели.

Для доходного подхода финансовый анализ определяет:

- доходность бизнеса;
- взаимозависимости и тенденции показателей отчетности прошлых лет для их прогноза;
- соотношение постоянных и переменных затрат в общей их величине (если имеется дополнительная информация);
- величину показателей (финансовых коэффициентов), на основе которых делаются выводы о рискованности вложения средств в данное предприятие, и определяется величина премий за риск при расчете ставки дисконтирования;
- нормативную величину чистого оборотного капитала для расчета его избытка или недостатка при проведении итоговых корректировок.

Для сравнительного подхода финансовый анализ определяет место оцениваемого предприятия среди аналогов по результатам рейтинговой оценки.

Для затратного подхода финансовый анализ служит дополнительным источником информации для принятия решения о выборе метода оценки, а также может быть использован для оценки величины отдельных активов организации.

Практика финансового анализа выработала основные правила чтения (методику анализа) финансовых отчетов. Среди них можно выделить следующие³:

Горизонтальный анализ (временной) - сравнение каждой позиции отчетности с предыдущим периодом.

Вертикальный анализ (структурный) - определение структуры итоговых финансовых показателей, с выявлением влияния каждой позиции отчетности на результат в целом.

Трендовый анализ - сравнение каждой позиции отчетности с рядом предшествующих периодов и определение тренда, т. е. основной тенденции динамики показателя. С помощью тренда ведется перспективный прогнозный анализ.

Анализ относительных показателей (коэффициентов) - расчет отношений между отдельными позициями отчета или позициями разных форм отчетности, определение взаимосвязи показателей.

Сравнительный анализ (пространственный) - это как внутрихозяйственное сравнение по отдельным показателям фирмы, дочерних фирм, подразделений, цехов, так и межхозяйственное сравнение показателей данной фирмы с показателями конкурентов, со среднеотраслевыми и средними общеэкономическими данными.

Логика аналитической работы предполагает ее организацию в виде двухмодульной структуры⁴:

- Экспресс-анализ финансового состояния.
- Детализированный анализ финансового состояния.

Экспресс-анализ финансового состояния.

Его целью является наглядная и простая оценка финансового благополучия и динамики развития хозяйствующего субъекта. В процессе анализа рассчитываются различные показатели, дополняемые оценками, основанными на опыте и квалификации специалиста.

Экспресс-анализ целесообразно выполнять в три этапа: подготовительный этап, предварительный обзор финансовой отчетности, экономическое чтение и анализ отчетности.

Цель первого этапа - принять решение о целесообразности анализа финансовой отчетности и убедиться в ее готовности к чтению. Здесь проводится визуальная и простейшая счетная проверка отчетности по формальным признакам и по существу: определяется наличие всех необходимых форм и приложений, реквизитов и подписей, проверяется

³ Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа.-М.: ИНФРА-М, 2000

⁴ Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент.- М.: ФиС, 2000

правильность и ясность всех отчетных форм; проверяются валюта баланса и все промежуточные итоги.

Цель второго этапа - ознакомление с пояснительной запиской к балансу. Это необходимо для того, чтобы оценить условия работы в отчетном периоде, определить тенденции основных показателей деятельности, а также качественные изменения в имущественном и финансовом положении хозяйствующего субъекта.

Третий этап - основной в экспресс-анализе. Его цель - обобщенная оценка результатов хозяйственной деятельности и финансового состояния объекта. Такой анализ проводится с той или иной степенью детализации в интересах различных пользователей.

Детализированный анализ финансового состояния.

Его цель - более подробная характеристика имущественного и финансового положения хозяйствующего субъекта, результатов его деятельности в отчетном периоде, а также возможностей развития субъекта на перспективу. Он конкретизирует, дополняет и расширяет отдельные процедуры экспресс-анализа. При этом степень детализации зависит от желания аналитика.

Наиболее часто программа углубленного анализа состоит из следующих разделов:

1. Оценка имущественного положения.
2. Оценка ликвидности и платежеспособности.
3. Оценка финансовой устойчивости.
4. Анализ рентабельности и деловой активности.
5. Оценка положения на рынке ценных бумаг.

Однако, прежде чем проводить углубленный анализ деятельности организации необходимо проанализировать степень влияния на формирование показателей отчетности инфляционной составляющей. С этой целью проводится инфляционная корректировка отчетности.

Инфляционная корректировка проводится с целью приведения в сопоставимые цены показателей бухгалтерской отчетности и формирования выводов о динамике этих показателей на основе скорректированных данных.

Инфляционная корректировка может осуществляться двумя способами: 1) по колебанию курса валют; 2) по колебанию уровней цен.

Первый метод наиболее простой, однако, дает неточные результаты, так как курсовые соотношения рубля и какой-либо твердой валюты не совпадают с их реальной покупательной способностью.

Второй метод можно применять по активу баланса в целом (метод учета изменения общего уровня) или по каждой позиции (статье) актива.

$$\begin{array}{l} \text{Скорректированное} \\ \text{значение статьи} \\ \text{реальное, в руб.} \end{array} = \frac{\text{Номинальное значение статьи, в руб.}}{I \text{ инфляции}}$$

$$I_{\text{инфляции}} = \frac{I_1}{I_0}, \text{ где}$$

I_1 - индекс инфляции за период анализа (на конечный момент);

I_0 - индекс инфляции в базисном периоде (на начальную дату отслеживания).

В методе учета изменения общего уровня статьи пересчитываются без учета структуры активов, т. е. применяется общий индекс для всего имущества (корректировке в этой ситуации подлежат не только «неденежные» статьи отчетности (как это происходит в случае индивидуального пересчета цен), но и «денежные» (деньги, дебиторская и кредиторская задолженности). В методе пересчета статей учитывается разный уровень роста цен на различные товарно-материальные ценности (корректировке подвергаются только «неденежные» статьи).

Анализ имущественного положения.

Анализируя имущественное состояние предприятия, оценивают общую величину активов, их структуру и состояние. Рост активов свидетельствует о наращивании имущественного потенциала предприятия. Для оценки имущественного состояния предприятия часто используют такой прием анализа как построение аналитического баланса-нетто. Термин «баланс-нетто» означает, что в балансе устраняется влияние регулирующих статей (убытки, расходы будущих периодов и др.). Для построения аналитического баланса статьи баланса-нетто уплотняются (агрегируются) и по этим данным проводится вертикальный и горизонтальный анализ для выявления тенденций по основным составляющим имущества и источников его формирования, представленным в активе и пассиве баланса. В практической части отчета аналитический баланс представлен в виде баланса финансовой устойчивости, так как аналитический баланс позволяет оценить основные соотношения статей баланса – между иммобилизационными и мобильными активами, собственными и заемными источниками финансирования. Последнее соотношение обобщенно характеризует финансовую устойчивость предприятия.

Анализ ликвидности и платежеспособности.

В условиях массовой неплатежеспособности одним из главных критериев оценки финансово-экономического состояния предприятия является показатель платежеспособности и степень ликвидности предприятия.

Платежеспособность предприятия определяется его возможностью и способностью своевременно и полностью выполнять платежные обязательства, вытекающие из коммерческих операций.

Ликвидность предприятия определяется наличием ликвидных средств, к которым относятся наличные деньги, денежные средства на счетах в банках, легкореализуемые элементы оборотных ресурсов. Ликвидность отражает способность предприятия в любой момент совершать необходимые расходы.

Улучшение платежеспособности предприятия неразрывно связано с политикой управления оборотным капиталом, которая нацелена на минимизацию финансовых обязательств.

Для оценки платежеспособности и ликвидности используют следующие основные приемы:

- анализ ликвидности баланса;
- расчет финансовых коэффициентов ликвидности.

Анализ ликвидности баланса.

Ликвидность баланса определяется как степень покрытия обязательств организации ее активами, срок превращения которых в деньги соответствует сроку погашения обязательств.

Анализ ликвидности баланса заключается в сравнении средств по активу, сгруппированных по степени их ликвидности и расположенных в порядке убывания ликвидности, с обязательствами по пассиву, сгруппированными по срокам их погашения и расположенными в порядке возрастания сроков.

В анализе ликвидности баланса активы и пассивы классифицируют следующим образом:

- 1) по степени ликвидности
 - наиболее ликвидные - денежные средства и краткосрочные ценные бумаги (A_1);
 - быстро реализуемые активы - краткосрочная дебиторская задолженность и прочие активы (A_2);
 - медленно реализуемые активы - запасы и затраты за минусом «Расходов будущих периодов» (A_3). В эту группу можно включить долгосрочную дебиторскую задолженность;
 - труднореализуемые активы - основные средства и прочие внеоборотные активы (A_4);
- 2) по степени срочности пассивы делятся на следующие группы
 - наиболее срочные обязательства - расчеты и прочие пассивы, ссуды, непогашенные в срок (P_1);
 - краткосрочные пассивы - краткосрочные кредиты и заемные средства (P_2);
 - долгосрочные и среднесрочные пассивы - долгосрочные кредиты и заемные средства (P_3);
 - постоянные пассивы - собственный капитал (P_4).

Баланс считается абсолютно ликвидным, если

$$\begin{cases} A_1 \geq P_1; \\ A_2 \geq P_2; \\ A_3 \geq P_3; \\ A_4 \leq P_4. \end{cases}$$

Выполнение первых трех неравенств в этой системе неизбежно приводит к выполнению четвертого. Его выполнение свидетельствует о наличии у предприятия собственных оборотных средств, т.е. выполняется минимальное условие финансовой устойчивости.

Если одно или несколько условий не выполняется, то ликвидность баланса отличается от абсолютной. Причем недостаток средств по одной группе компенсируется излишком в другой, хотя компенсация имеет место только по стоимостной величине, так как в реальной ситуации менее ликвидные активы не могут заменить более ликвидные.

Анализ платежеспособности по относительным показателям.

Для комплексной оценки платежеспособности и ликвидности предприятия кроме анализа ликвидности баланса необходим расчет коэффициентов ликвидности.

В практике проведения финансового анализа в основном используется следующие показатели, характеризующие платежеспособность:

- коэффициент текущей (общей) ликвидности или коэффициент покрытия;
- коэффициент быстрой ликвидности или «критической оценки»;
- коэффициент абсолютной ликвидности.

Приведенные коэффициенты отличаются друг от друга составом числителя. В коэффициенте абсолютной ликвидности в качестве числителя использована самая ликвидная часть текущих активов - денежные средства, в промежуточном коэффициенте покрытия в числителе кроме денежных средств имеется дебиторская задолженность. В числителе коэффициента текущей ликвидности используется сумма всех текущих активов.

Что касается критических значений коэффициентов, то об общем коэффициенте покрытия можно сказать, что значение 2 достаточно спорно, так как его правильнее было бы дифференцировать по отраслевому признаку. Для промежуточного коэффициента покрытия считается нормальным его значение до единицы. Чрезмерно высокое значение этого коэффициента может быть результатом неоправданного роста дебиторской задолженности или производственных запасов.

Все три коэффициента характеризуют степень покрытия текущими активами краткосрочного долга.

Анализ финансовой устойчивости.

Финансовая устойчивость - это определённое состояние счетов предприятия, гарантирующее его постоянную платежеспособность, или это степень обеспеченности активов организации собственными источниками финансирования. В результате осуществления какой-либо хозяйственной операции финансовое состояние предприятия может остаться неизменным, либо улучшиться, либо ухудшиться. Поток хозяйственных операций, совершаемых ежедневно, является как бы «возмутителем» определённого состояния финансовой устойчивости, причиной перехода из одного типа устойчивости в другой.

На практике применяют разные методики анализа финансовой устойчивости.

Анализ финансовой устойчивости предприятия с помощью абсолютных показателей.

Обобщающим показателем финансовой устойчивости является излишек или недостаток источников средств для формирования запасов и затрат, который определяется в виде разницы величины источников средств и величины запасов и затрат.

Для характеристики источников формирования запасов и затрат используется несколько показателей, которые отражают различные виды источников:

1. Наличие собственных оборотных средств (разница между текущими активами и текущими обязательствами);
2. Наличие собственных и долгосрочных заёмных источников формирования запасов и затрат или функционирующий капитал;
3. Общая величина основных источников формирования запасов и затрат. Вследствие отсутствия краткосрочных и долгосрочных заёмных средств, все три показателя будут равны.

Трем показателям наличия источников формирования запасов и затрат соответствуют три показателя обеспеченности запасов и затрат источниками формирования.

С помощью этих показателей определяется трехкомпонентный показатель типа финансовой ситуации

$$S(\Phi) = \begin{cases} 1, & \text{если } \Phi > 0 \\ 0, & \text{если } \Phi < 0 \end{cases}$$

Возможно выделение 4-х типов финансовых ситуаций:

1. Абсолютная устойчивость финансового состояния. Этот тип ситуации встречается крайне редко, представляет собой крайний тип финансовой устойчивости и отвечает следующим условиям $\Phi_c \geq 0$; $\Phi_t \geq 0$; $\Phi_o \geq 0$; т.е. $S = \{1, 1, 1\}$;
2. Нормальная устойчивость финансового состояния, которая гарантирует платежеспособность

$\Phi_c < 0; \Phi_T \geq 0; \Phi_o \geq 0$; т.е. $S = \{0, 1, 1\}$;

3. Неустойчивое финансовое состояние, сопряженное с нарушением платежеспособности, но при котором всё же сохраняется возможность восстановления равновесия за счет пополнения источников собственных средств, за счет сокращения дебиторской задолженности, ускорения оборачиваемости запасов

$\Phi_c < 0; \Phi_T < 0; \Phi_o \geq 0$; т.е. $S = \{0, 0, 1\}$;

4. Кризисное финансовое состояние, при котором предприятие на грани банкротства, поскольку в данной ситуации денежные средства, краткосрочные ценные бумаги и дебиторская задолженность не покрывают даже его кредиторской задолженности

$\Phi_c < 0; \Phi_T < 0; \Phi_o < 0$; т.е. $S = \{0, 0, 0\}$.

Анализ финансовой устойчивости по относительным показателям.

Финансовая устойчивость в долгосрочном плане характеризуется соотношением собственных и заемных средств. Однако этот показатель дает лишь общую оценку финансовой устойчивости. Поэтому в мировой и отечественной практике разработана система показателей.

К таким показателям относят:

- коэффициент концентрации собственного капитала (автономии, независимости);
- коэффициент финансовой зависимости;
- коэффициент маневренности собственного капитала;
- коэффициент структуры долгосрочных вложений;
- коэффициент соотношения собственных и привлеченных средств.

Анализ деловой активности и рентабельности.

Завершающим этапом анализа финансово – экономического состояния предприятия является оценка эффективности хозяйственной деятельности.

Цель анализа – получить наибольшее число ключевых параметров, позволяющих дать точную оценку текущего состояния и ожидаемых перспектив развития.

Эффективность хозяйственной деятельности предприятия характеризуется:

- деловой активностью, отражающей результативность работы предприятия относительно величины активов предприятия или величины их потребления в процессе производства;
- рентабельностью, отражающей полученный эффект относительно ресурсов и затрат, использованных для достижения этого эффекта.

Финансовое положение предприятия находится в непосредственной зависимости от того, насколько быстро средства, вложенные в активы, превращаются в реальные деньги.

Ускорение оборачиваемости оборотных средств уменьшает потребность в них: меньше требуется запасов сырья, материалов, топлива, заделов незавершенного производства и следовательно, ведет к снижению уровня затрат на их хранение, что способствует в конечном счете повышению рентабельности и улучшению финансового состояния предприятия.

Замедление времени оборота приводят к увеличению необходимого количества оборотных средств и дополнительным затратам, а значит, к ухудшению финансового состояния предприятия.

Показателями оборачиваемости являются:

- коэффициент оборачиваемости, показывающий число оборотов анализируемых средств за отчетный период, равный отношению выручки от продаж без НДС к средней стоимости оборотных средств;
- время оборота, показывающее среднюю продолжительность одного оборота в днях и определяемое отношением средней стоимости к выручке от реализации и умноженное на число календарных дней в анализируемом периоде.

Количественный показатель деловой активности определяется абсолютными и относительными критериями:

- объем реализации произведенной продукции;
- прибыль;
- активы предприятия.

При анализе необходимо учитывать сравнительную динамику этих показателей, существует их оптимальное соотношение

$$T_{п} > T_{в} > T_{ак} > 100\%,$$

Т.е. прибыль возрастает более высокими темпами, чем объем реализации и имущество предприятия. Из этого следует, что издержки производства и обращения должны снижаться, а ресурсы предприятия использоваться более эффективно.

В широком смысле слова понятие рентабельности означает прибыльность, доходность. Предприятие считается рентабельным, если доходы от реализации продукции (работ, услуг) покрывают издержки производства (обращения) и, кроме того, образуют сумму прибыли, достаточную для нормального функционирования предприятия.

Экономическая сущность рентабельности может быть раскрыта только через характеристику системы показателей. Общий их смысл – определение суммы прибыли с одного рубля вложенного капитала.

Показатели рентабельности характеризуют финансовые результаты и эффективность деятельности предприятия. Они измеряют доходность предприятия с различных позиций и группируются в соответствии с интересами участников экономического процесса, рыночного обмена.

Показатели рентабельности являются важными характеристиками факторной среды формирования прибыли предприятия, поэтому они обязательны при проведении сравнительного анализа и оценки финансового состояния предприятия. При анализе производства показатели рентабельности используются как инструмент инвестиционной политики и ценообразования.

К показателям рентабельности относят:

- рентабельность активов (авансированного капитала);
- рентабельность собственного капитала;
- рентабельность продаж;
- рентабельность основных фондов и другие.

Анализ положения на рынке ценных бумаг.

Этот блок анализа проводится на предприятиях, где имеются акции, котирующиеся на фондовой бирже. Хотя отдельные показатели могут быть рассчитаны и для закрытых акционерных обществ.

В этом разделе анализа могут быть рассчитаны следующие показатели:

- доход на акцию;
- цена акции (ценность акции, мультипликатор «цена/прибыль»);
- рентабельность акции;
- дивидендный выход;
- коэффициент котировки акции.

Система показателей, применяемая для анализа финансово-хозяйственной деятельности, приведена в табл. 10.4.

Таблица 10.4.

Система показателей оценки финансово-хозяйственной деятельности

Наименование показателя	Формула расчета
1	2
<i>Показатели оценки имущественного состояния</i>	
1.1 Сумма хозяйственных средств находящихся в распоряжении предприятия	(итог баланса-нетто)
1.2. Доля активной части основных средств	$\frac{\text{стоимость активной части основных средств}}{\text{стоимость основных средств}}$
1.3. Коэффициент износа основных средств	$\frac{\text{начисленная амортизация}}{\text{первоначальная стоимость основных средств}}$
1.4. Коэффициент обновления	$\frac{\text{первоначальная стоимость поступивших за период основных средств}}{\text{первоначальная стоимость основных средств}}$

Наименование показателя	Формула расчета
1	2
	на конец периода
1.5. Коэффициент выбытия	$\frac{\text{первоначальная стоимость выбывших за период основных средств}}{\text{первоначальная стоимость основных средств на начало периода}}$
Показатели оценки платежеспособности и ликвидности	
2.1. Величина собственных оборотных средств	собственный капитал – основные средства и вложения
2.1.1. Чистый оборотный капитал	текущие активы (оборотные активы) – текущие обязательства
2.2. Маневренность собственных оборотных средств	$\frac{\text{денежные средства}}{\text{функционирующий капитал}}$
2.3. Коэффициент покрытия общий	$\frac{\text{текущие активы}}{\text{текущие обязательства}}$
2.4. Коэффициент быстрой ликвидности	$\frac{\text{Оборотные активы} - \text{запасы}}{\text{текущие обязательства}}$
2.5. Коэффициент абсолютной ликвидности (платежеспособности)	$\frac{\text{денежные средства} + \text{краткосрочные финансовые вложения}}{\text{текущие обязательства}}$
2.6. Доля оборотных средств в активах	$\frac{\text{текущие активы}}{\text{всего хозяйственных средств (нетто)}}$
2.7. Доля производственных запасов в текущих активах	$\frac{\text{запасы}}{\text{текущие активы}}$
2.8. Доля собственных оборотных средств в покрытии запасов	$\frac{\text{собственные оборотные средства}}{\text{запасы и затраты}}$
2.9. Коэффициент покрытия запасов	$\frac{\text{«нормальные» источники покрытия}}{\text{запасы и затраты}}$
Показатели оценки финансовой устойчивости	
3.1. Коэффициент концентрации собственных средств (автономии, независимости)	$\frac{\text{собственный капитал}}{\text{всего хозяйственных средств (нетто)}}$
3.2. Коэффициент финансовой зависимости	$\frac{\text{всего хозяйственных средств}}{\text{собственный капитал}}$
3.3. Коэффициент маневренности собственного капитала	$\frac{\text{собственные оборотные средства}}{\text{собственный капитал}}$
3.4. Коэффициент концентрации привлеченного капитала	$\frac{\text{привлеченный капитал}}{\text{всего хозяйственных средств}}$
3.5. Коэффициент структуры долгосрочных вложений	$\frac{\text{долгосрочные обязательства}}{\text{внеоборотные активы}}$
3.6. Коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств	$\frac{\text{долгосрочные обязательства}}{\text{долгосрочные обязательства} + \text{собственный капитал}}$
3.7. Коэффициент структуры привлеченного капитала	$\frac{\text{долгосрочные обязательства}}{\text{привлеченный капитал}}$
3.8. Коэффициент соотношения привлеченных и собственных	$\frac{\text{привлеченный капитал}}{\text{собственный капитал}}$

Наименование показателя	Формула расчета
1	2
средств	
<i>Показатели оценки рентабельности и деловой активности</i>	
4.1. Выручка от продажи	Данные отчета о прибылях и убытках
4.2. Чистая прибыль	Данные отчета о прибылях и убытках
4.3. Производительность труда	$\frac{\text{выручка от продажи}}{\text{среднесписочная численность}}$
4.4. Фондоотдача	$\frac{\text{выручка от продажи}}{\text{средняя стоимость основных средств}}$
4.5. Оборачиваемость средств в расчетах (в оборотах)	$\frac{\text{выручка от продажи}}{\text{средняя дебиторская задолженность}}$
4.6. Оборачиваемость средств в расчетах (в днях)	$\frac{360 \text{ дней}}{\text{показатель 4.5.}}$
4.7. Оборачиваемость производственных запасов (в оборотах)	$\frac{\text{себестоимость проданных товаров}}{\text{средние производственные запасы}}$
4.8. Оборачиваемость производственных запасов (в днях)	$\frac{360 \text{ дней}}{\text{показатель 4.7.}}$
4.9. Оборачиваемость кредиторской задолженности (в днях)	$\frac{\text{средняя кредиторская задолженность} * 360}{\text{себестоимость проданных товаров}}$
4.10. Продолжительность операционного цикла	показатель 4.6. + показатель 4.8.
4.11. Продолжительность финансового цикла	показатель 4.10. - показатель 4.9.
4.12. Коэффициент погашаемости дебиторской задолженности	$\frac{\text{средняя дебиторская задолженность}}{\text{выручка от продажи}}$
4.13. Оборачиваемость собственного капитала	$\frac{\text{выручка от продажи}}{\text{средняя величина собственного капитала}}$
4.14. Оборачиваемость собственного капитала	$\frac{\text{выручка от продажи}}{\text{итог среднего баланса-нетто}}$
4.15. Коэффициент устойчивости экономического роста	$\frac{\text{чистая прибыль} - \text{дивиденды, выплаченные акционерам}}{\text{собственный капитал}}$
5.1. Чистая прибыль	чистая прибыль
5.2. Рентабельность продукции	$\frac{\text{прибыль (результат) от продаж}}{\text{выручка от продаж}}$
5.3. Рентабельность основной деятельности	$\frac{\text{прибыль (результат) от продаж}}{\text{себестоимость проданных товаров}}$
5.4. Рентабельность основного капитала	$\frac{\text{прибыль до налогообложения}}{\text{итог среднего баланса-нетто}}$
5.5. Рентабельность собственного капитала	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{средняя величина собственного капитала}}$
<i>Показатели рыночной активности</i>	
6.1. Доход на акцию	$\frac{\text{чистая прибыль} - \text{дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{количество акций}}$

Наименование показателя	Формула расчета
1	2
	общее число обыкновенных акций
6.2. Ценность акции	$\frac{\text{рыночная цена акции}}{\text{доход на акцию}}$
6.3. Рентабельность акции	$\frac{\text{дивиденд на одну акцию}}{\text{рыночная цена акции}}$
6.4. Дивидендный выход	$\frac{\text{дивиденд на одну акцию}}{\text{доход на акцию}}$
6.5. Коэффициент котировки акций	$\frac{\text{рыночная цена акции}}{\text{учетная цена акции}}$

Кроме того, для определения величины операционного и финансового риска оцениваемого предприятия рекомендуется рассчитать в динамике величины операционного и финансового рычагов (левериджа).

10. 4. Доходный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Доходный подход исходит из того принципа, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, т.е. принципа ожидания (предвидения).

Данный подход к оценке считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете, покупает не набор активов, а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенные средства получить прибыль и повысить свое благосостояние.

Существует два метода оценки в рамках доходного подхода к оценке бизнеса: метод капитализации дохода и метод дисконтированных будущих денежных потоков.

Метод капитализации дохода используется в случае, если ожидается, что будущие чистые доходы приблизительно будут равны текущим или темпы их роста будут умеренными и предсказуемыми. При этом доходы являются достаточно значительными положительными величинами, т.е. бизнес будет стабильно развиваться.

Метод дисконтированных будущих денежных потоков используется, когда ожидается, что будущие уровни денежных потоков существенно отличаются от текущих.

В зависимости от характера оцениваемого предприятия, доли акционеров в его капитале или ценных бумаг, а также других факторов, оценщик может в качестве ожидаемых доходов рассматривать чистый денежный поток, дивиденды, различные формы прибыли. Однако, наиболее приемлемым показателем дохода в рамках оценки бизнеса является денежный поток. Это обстоятельство объясняется несколькими причинами:

- денежный поток – это реальный показатель, в отличие от чистой прибыли, которая является расчетной (бумажной величиной);
- чистая прибыль, в отличие от денежного потока не учитывает доходов и расходов от инвестиционной деятельности предприятия;
- эмпирические исследования подтвердили тесную связь между стоимостью бизнеса и денежными потоками, в отличие от корреляции между мультипликатором цена/прибыль и ростом прибыли на 1 акцию⁵.

При использовании метода капитализации, репрезентативная величина доходов делится на коэффициент капитализации для перерасчета доходов предприятия в его стоимость. Коэффициент капитализации может быть рассчитан на основе ставки дисконтирования (с вычитанием из ставки дисконтирования ожидаемых среднегодовых темпов прироста денежного потока). Метод капитализации дохода наиболее употребим в условиях стабильной экономической ситуации, характеризующейся постоянными равномерными темпами прироста дохода.

Когда не удается сделать предположение в отношении стабильности дохода и/или их постоянных равномерных темпов прироста, используется метод дисконтированных денежных потоков, который основан на оценке доходов в будущем для каждого из нескольких временных промежутков. Эти доходы затем пересчитываются в стоимость путем использования ставки дисконтирования.

Особенностью метода дисконтированных денежных потоков и его главным достоинством является то, что он позволяет учесть несистематические изменения потока доходов, которые нельзя описать какой-либо математической моделью. Данное обстоятельство делает привлекательным использование метода дисконтированных денежных потоков в условиях российской экономики, характеризующейся сильной изменчивостью цен на готовую продукцию, сырье, материалы и прочие компоненты, существенным образом влияющие на стоимость оцениваемого предприятия.

Еще одним аргументом, выступающим в пользу применения метода дисконтированного денежного потока, является наличие информации, позволяющей обосновать модель доходов (финансовая отчетность предприятия, ретроспективный анализ оцениваемого предприятия, данные маркетингового исследования рынка услуг связи, планы развития компании).

При подготовке исходных данных для оценки с помощью доходного подхода применяется финансовый анализ предприятия, поскольку с его помощью можно оценить особенности развития предприятия, в т.ч.:

- темпы роста;
- издержки, доходность;

⁵ Институт Экономического Развития Всемирного Банка. Семинар «Управление процессом структурного оздоровления предприятий (реструктурирования)», Москва, март 1996 г.

- требуемую величину чистого оборотного капитала;
- величину задолженности;
- ставку дисконтирования.

10.4.1. Метод дисконтированных денежных потоков

В целом процедура определения стоимости бизнеса на основе метода дисконтирования денежного потока включает в себя, как правило, следующие этапы:

1. выбор длительности прогнозного периода;
2. выбор типа денежного потока, который будет использоваться для расчета;
3. выполнение анализа валовых доходов предприятий и подготовка прогноза валовых доходов в будущем с учетом планов развития оцениваемой организации;
4. выполнение анализа расходов предприятия и подготовка прогноза расходов в будущем с учетом планов развития оцениваемой организации;
5. выполнение анализа инвестиций и подготовка их прогноза;
6. расчет денежного потока для каждого года прогнозного периода;
7. определение соответствующей ставки дисконтирования;
8. расчет остаточной стоимости (стоимости денежных потоков в постпрогнозном периоде);
9. расчет текущей стоимости будущих денежных потоков, остаточной стоимости, и их суммарное значение;
10. внесение заключительных поправок;
11. выполнение процедуры проверки.

Выбор длительности прогнозного периода

В качестве прогнозного принимается период, который должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются (предполагается, что в остаточный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или одноуровневый бесконечный поток доходов). В практике оценки принято считать продолжительность периода равным 3-5 годам. Как известно, степень достоверности прогнозных данных снижается с течением времени, а также с учетом все еще не стабильной ситуации в экономике России чаще всего применяют период равный 3 годам.

Выбор вида (типа) денежного потока

Деятельность любого действующего предприятия можно разделить на три вида: операционную (текущую), инвестиционную и финансовую. В связи с этим, денежные потоки также делят на три направления: денежные потоки от операционной деятельности, инвестиционной и финансовой.

Денежный поток – это совокупность притоков и оттоков денежных средств от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности организации.

Схема притоков и оттоков денежных средств на предприятии представлена в Таблице 10.5.

Таблица 10.5.

Схема денежных потоков предприятия

Денежные притоки (+)	Денежные оттоки (–)
<i>По операционной деятельности</i>	
◆ денежные поступления от продажи продукции или оказания услуг, включая поступления дебиторской задолженности от покупателей и заказчиков за предыдущие периоды; ◆ денежные поступления от продажи бартера; ◆ суммы авансов, полученных от покупателей и заказчиков, и др.	◆ суммы денежных выплат поставщикам материальных ценностей и услуг, потребляемых в процессе основной деятельности предприятия, включая выплаты процентов по представленным поставщиками коммерческим кредитам; ◆ выплаты заработной платы и связанных с ней платежей; ◆ денежные перечисления налогов, сборов и штрафных санкций в бюджет и внебюджетные фонды; ◆ иные денежные выплаты, которые не могут быть отнесены к финансовой или инвестиционной деятельности, например, возврат полученных авансов.
<i>По инвестиционной деятельности</i>	
◆ продажа основных средств и нематериальных активов; ◆ дивиденды, проценты от долгосрочных финансовых вложений; ◆ возврат других финансовых вложений.	◆ приобретение (путем покупки) основных средств и нематериальных активов, включая сумму уплачиваемых процентов (например, при лизинге), в случае, если выплата этих процентов связана с приобретением основных средств; ◆ капитальные вложения и приобретение финансовых вложений.
<i>По финансовой деятельности</i>	
◆ поступления от размещения акций; ◆ поступления от полученных краткосрочных и долгосрочных кредитов и займов; ◆ целевое финансирование.	◆ денежные выплаты дивидендов и иных доходов собственникам; ◆ возврат кредитов и займов.

Таким образом, денежный поток является наиболее приемлемым показателем для оценки стоимости бизнеса, так как является комплексным показателем формирования притоков и оттоков денежных средств от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

Необходимость выбора денежного потока, на основе которого будет определена стоимость бизнеса, связана с разной степенью риска, присущего

финансовым и операционным потокам. В зависимости от цели оценки, поставленной в задании, в качестве предмета рассмотрения могут использоваться различные денежные потоки. В российской практике оценки бизнеса выделяют 2 основных вида денежных потоков:

- денежный поток для инвестированного капитала (бездолговой денежный поток);
- денежный поток для собственного капитала.

В оценке бизнеса принято рассчитывать денежные потоки косвенным способом.

Бездолговой денежный поток не учитывает суммы выплат процентов по кредиту и увеличение или уменьшение задолженности. Данный вид потока рассматривается с целью определения эффективности вложения капитала в целом. Полученные суммарные величины сопоставляются с полными инвестициями в бизнес, независимо от происхождения последних (т.е. оценивается стоимость собственного и заемного капитала).

Бездолговой денежный поток = Чистый доход (+ выплаты %, скорректированные на ставку налогообложения) + Амортизация - Изменение чистого оборотного капитала - Капитальные вложения

Денежный поток для собственного капитала принимает во внимание изменение (как рост, так и уменьшение) долгосрочной задолженности. С помощью данного вида денежного потока оценивается стоимость только собственного капитала.

Денежный поток для собственного капитала = Чистый доход после уплаты налогов + Амортизация + Увеличение долгосрочной задолженности - Уменьшение долгосрочной задолженности – Изменение чистого оборотного капитала – Капитальные вложения

Для каждого вида денежного потока существует свой тип ставки дисконтирования, связанной с определенными рисками:

Для бездолгового денежного потока – средневзвешенная стоимость капитала.

Для денежного потока для собственного капитала – стоимость капитала собственника.

Определение размера денежного потока

Для определения размера денежного потока составляется прогноз валовых доходов и расходов предприятия за каждый временной промежуток прогнозного периода.

Для определения валовых доходов на основе анализа ретроспективных данных по предприятию, общеэкономических перспектив, перспектив развития отрасли с учетом конкуренции, спроса на услуги, планов менеджмента, готовится прогноз в отношении следующих факторов:

- перечень предлагаемых услуг,

- объем предоставления услуг по каждому направлению, цены на услуги,
- влияния инфляции на цены,
- производственных мощностей и их расширения.

Для определения величины затрат анализируются следующие данные:

- постоянные и переменные издержки, их соотношение,
- влияние инфляции на затраты,
- будущие ставки налогов,
- амортизация, которая определяется на основе имеющихся на текущий момент активов предприятия и анализа их будущего прироста и выбытия,
- условия кредитных линий (в модели потока для собственного капитала).

Составление прогноза инвестиций

Поскольку капиталовложения непосредственным образом влияют на конечную величину денежного потока, в целях оценки необходимо провести инвестиционный анализ, который включает следующие компоненты:

- капиталовложения с целью замены основных активов предприятия по мере их износа, а также приобретения и строительства новых активов для расширения производственных мощностей в будущем,
- чистый оборотный капитал предприятия (сумма начального чистого оборотного капитала и дополнительного чистого оборотного капитала, необходимого для финансирования будущего роста предприятия),
- изменение остатка долгосрочной задолженности (получение и погашение ссуд) - в случае, если для расчетов выбрана модель денежного потока для собственного капитала.

Определение ставки дисконтирования

Ставка дисконтирования - это ожидаемая ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или, другими словами, это ожидаемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Ставка дисконтирования рассчитывается на той же основе, что и денежный поток, к которому она применяется. Для денежного потока собственного капитала применяется ставка, равная требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал. Для бездолгового денежного потока применяется ставка, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала.

Существуют различные методики определения ставки дисконтирования, наиболее распространенными из которых являются:

- для денежного потока собственного капитала:
 - модель оценки капитальных активов;
 - кумулятивный подход.
- для бездолгового денежного потока:
 - модель средневзвешенной стоимости капитала.

Кумулятивный метод определения ставки дисконтирования основан на экспертной оценке рисков, связанных с вложением средств в оцениваемый бизнес.

Кумулятивный метод учитывает все виды рисков инвестиционных вложений, связанные как с факторами общего для отрасли и экономики характера, так и со спецификой оцениваемого предприятия. Для определения ставки дисконтирования к безрисковой ставке дохода прибавляются дополнительные премии за риск вложения в предприятие по следующим факторам:

Таблица 10.6.

Факторы риска	
Р и с к и	Премии
Ключевая фигура в руководстве; качество руководства	0 - 5%
Размер компании	0 - 5%
Финансовая структура (источники финансирования компании)	0 - 5%
Товарная и территориальная диверсификация	0 - 5%
Диверсификация клиентуры	0 - 5%
Доходы: рентабельность и предсказуемость	0 - 5%
Прочие особые риски	0 - 5%
Плюс безрисковая ставка	

Источник. *Business valuation Review*, December. 1992; "The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-Up Methodologies Based Upon the CAPM".

При этом известно, что увеличение нормы дохода происходит по мере повышения степени риска инвестиций.

Последовательность шагов

- Определить очищенную от риска норму дохода.
- Определить премии за риск вложения в предприятие по дополнительным факторам.
- Просуммировать эти значения.

Ставка дисконтирования рассчитана методом кумулятивного построения по формуле:

$$r = r_f + \sum r_i + C, \text{ где}$$

r_f – безрисковая ставка;

r_i – i -ая премия за риск вложения в объект оценки;

C – страновой риск.

Определение безрисковой нормы дохода.

Для инвестора безрисковая ставка представляет собой альтернативную ставку дохода, которая характеризуется практическим отсутствием риска и высокой степенью ликвидности. В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике обычно используется ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям или векселям) с аналогичными исследуемому проекту горизонтом инвестирования. Для нестабильных экономик рекомендуется использовать ставки по депозитам наиболее устойчивых банков страны.

Модель оценки капитальных активов (САРМ). Модель оценки капитальных активов (САРМ) основана на предположении, что инвестор, вкладывая средства в той или иной степени рискованный бизнес, стремится к получению дополнительных доходов по сравнению с гарантированными доходами от безрисковых инвестиций. Дополнительный доход связан с более высокой степенью риска. Модель оценки капитальных активов позволяет измерить дополнительный ожидаемый доход для активов.

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

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f) + C,$$

где r - ставка дисконтирования или ожидаемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;

r_f - безрисковая ставка дохода;

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

r_m - среднерыночная ставка дохода;

$r_m - r_f$ - рыночная премия за вложения в рискованный инвестиционный актив;

C - страновой риск.

Данная модель является наиболее объективной (поскольку основана на реальной рыночной информации, а не на экспертной оценке) и широко используется в странах с развитыми рыночными отношениями. Однако, в условиях российского рынка, применение данной модели требует корректировки: в западной практике за очищенную от риска ставку дохода r_f обычно принимается ставка по государственным облигациям; считается, что государство является самым надежным гарантом по своим обязательствам (вероятность банкротства, как в случае рассмотрения предприятий частного сектора, исключается). Однако, как показывает практика, в условиях России государственные ценные бумаги не могут считаться безрисковыми. По мнению экспертов, достаточно объективные результаты могут быть получены на основе безрисковой ставки, существующей на Западе, если определение ставки дисконтирования основано на данных по западным

компаниям, с прибавлением к ней странового риска с целью учета реальных условий инвестирования, имеющих место в России.

Кроме того, для определения конечной ставки дисконтирования необходимо внести ряд поправок:

- корректировка на премию для малых предприятий, которая вносится ввиду того, что при расчете рыночной премии и коэффициента бета используются данные, полученные при изучении риска инвестирования в крупные компании, акции которых котируются на фондовых биржах;
- если при оценке компании обнаруживается, что ей присущ специфический риск, связанный с характером ее деятельности, то необходимо также добавить премию за риск, характерный для отдельной компании.

Таким образом, окончательный вид формулы для определения ставки дисконтирования скорректирован на дополнительные поправки:

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f) + S_1 + S_2 + C,$$

где S_1 - премия для малых предприятий;

S_2 - премия за риск, характерный для отдельной компании;

C - страновой риск.

Коэффициент бета служит мерой систематического риска и, в общем, показывает чувствительность ценных бумаг к колебаниям рынка в будущем. Коэффициент Бета больше единицы, если относительный риск по акциям конкретной компании или отрасли превышает среднерыночный, и меньше 1, если относительный уровень риска ниже среднего. Можно ожидать, что у промышленных фирм, имеющих ярко выраженную цикличность спроса или высокие фиксированные затраты, бета-коэффициент будет выше, чем у фирм с более стабильным спросом или более гибкой структурой затрат.

Рассчитывается коэффициент β , исходя из амплитуды колебаний общей доходности акций конкретной компании по сравнению с общей доходностью фондового рынка в целом.

Расчет коэффициента β осуществляется путем определения регрессионного уравнения, зависимости изменения дохода на оцениваемые акции от изменения рыночной доходности.

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m, R_m)} = \frac{(R_i - \bar{R})(R_m - \bar{R}_m)}{(R_m - \bar{R}_m)^2} \quad (2.10)$$

где R_i – средняя доходность по конкретным акциям за i -период;

$\bar{R}$ – средняя доходность по конкретным акциям за все периоды;

R_m – доходность в среднем на рынке ценных бумаг за i -период;

$\bar{R}_m$ – доходность в среднем на рынке ценных бумаг за все периоды;

$Cov(R_i, R_m)$ – ковариация по конкретным акциям по отношению к рыночному портфелю;

$Var(R_i, R_m)$ – дисперсия конкретных акций за i -период.

Ковариация – это сопряженное выравнивание двух признаков,

выраженное математическим ожиданием произведения отклонений двух признаков этих средних.

Коэффициент β может составлять $0 \leq \beta \leq 0$. Для всего фондового рынка бета равен 1. Все другие значения бета для отдельных предприятий сравниваются с 1. Если коэффициент β для отдельных предприятий больше 1, тогда их называют «агрессивные или рискованные акции». Если β меньше 1, тогда их называют «защищенные безрисковые акции».

Например, если доход на конкретные акции вырос на 10% и средний уровень доходов на рынке тоже повысился на 10% или же, наоборот, снижение рыночного дохода сопровождалось таким же падением дохода на данные акции.

В этом случае бета для данных акций = 1. Если же доход на акции вырос на 12%, в то время, как средняя доходность на рынке повысилась на 10%, это означает, что бета = 1,2. Если же доходность акций увеличилась на 8% при росте среднерыночного дохода на 10%, это означает, что бета будет равна 0,8.

Таким образом, чем выше β , тем более рискованна акция. Положительный или отрицательный знак перед значением β означает, изменяется ли доходность рассматриваемой акции оцениваемого предприятия в том же направлении, что значение рыночной доходности (знак +), или в противоположном направлении (знак –).

Рыночная доходность обычно измеряется как средний показатель доходности всех или большей выборки акций. Для измерения доходности часто прибегают к использованию рыночных индексов. На Западе одним из наиболее широко известных индексов является Standard & Poor's Stock Index (или сокращенно S&P500), который представляет собой средневзвешенную величину курсов акций 500 наиболее крупных компаний. В США большое распространение получил индекс Доу-Джонса, отражающий в себе динамику курса акций тридцати крупнейших компаний. В России использование таких индексов, как S&P500 и индекс Доу-Джонса, затруднено необходимостью учета фактора странового и других рисков. Поэтому их использование может дать искаженный результат коэффициента β . В то же время в нашей стране существует ряд отечественных информационных и рейтинговых агентств, которые уже на протяжении достаточно долгого промежутка времени рассчитывают рыночные индексы различной степени агрегированности. Подобные индексы рассчитывают такие агентства, как «Интерфакс» и «АК&М», а также аналитические центры ряда крупнейших экономических издательств и банков.

Рассмотренная методика определения коэффициента β , применяется для случая, когда финансирование деятельности компании осуществляется только за счет собственного капитала. Если же финансирование осуществляется как за счет собственного, так и за счет заемного капитала, то значение коэффициента бета корректируется по формуле:

$$\beta_L = \beta / (1 + (1 - T)D/E), \text{ где}$$

D/E – соотношение заемных и собственных источников финансирования;

T – налог на прибыль;

β – коэффициент бета (рычажная бета);

β_L – скорректированный коэффициент бета (безрычажная бета).

Метод средневзвешенной стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital)

Для денежного потока для всего инвестированного капитала (бездолгового денежного потока) применяется ставка дисконта, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital – WACC) для акционерных обществ рассчитывается по формуле:

$$WACC = k_d(1 - t_c)w_d + k_p w_p + k_s w_s$$

где k_d – стоимость привлечения заемного капитала;

t_c – ставка налога на прибыль предприятия;

k_p – стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);

k_s – стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции);

w_d – доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;

w_p – доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;

w_s – доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

В качестве расходов, требуемых для получения компанией одного рубля собственных средств (т.е. предназначенных для привлечения акционерного капитала), выступает ставка дисконтирования, рассмотренная нами в моделях CAPM или кумулятивного построения.

Определение остаточной стоимости бизнеса

Определение остаточной стоимости основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода доходы бизнеса стабилизируются, и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные одноуровневые доходы.

Расчет стоимости в после прогнозный период может быть произведен несколькими методами в зависимости от планируемых изменений, которые вероятны в после прогнозный период. Существуют следующие методы расчетов:

- по ликвидационной стоимости – данный метод используется в том случае, если в послепрогнозный период ожидается ликвидация компании с последующей перепродажей имеющихся активов. При расчете ликвидационной стоимости необходимо принять во внимание расходы, связанные с ликвидацией, и скидку на срочность (при срочной ликвидации);
- по стоимости чистых активов – техника расчетов аналогична расчетам ликвидационной стоимости, но не учитывает затрат на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов компании. Данный метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются накопленные активы;
- метод «предполагаемой продажи» – состоит в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний;
- модель Гордона – капитализирует годовой доход послепрогнозного периода в показатель стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами прироста. При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконтирования.

Модель Гордона и метод «предполагаемой продажи» основаны на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагают, что величины амортизации и капиталовложений равны. Кроме того, в модели Гордона предполагается, что стратегия развития бизнеса не изменится.

Поскольку по истечении прогнозного периода предполагается дальнейшее стабильное развитие бизнеса, при определении остаточной стоимости компании используется модель Гордона.

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

$$V_{term} = \frac{CF_n * (1 + g)}{r - g}, \text{ где}$$

V_{term} - остаточная стоимость бизнеса,

CF_n - денежный поток доходов за последний год прогнозного периода;

r - ставка дисконтирования для собственного капитала;

g - долгосрочные темпы прироста.

Долгосрочный темп прироста дохода может быть рассчитан на основе:

- исторических темпов роста компании;
- расчет будущих темпов роста аналитиками;

- на основе фундаментальных показателей предприятия.

При этом ожидаемые темпы прироста прибыли могут быть рассчитаны по формуле⁶: $g = ROE_t * \text{коэффициент реинвестирования} + (ROE_t - ROE_{t-1}) / ROE_t$, где ROE_t – доход на собственный капитал в период t , коэффициент реинвестирования = (капитальные вложения – амортизация + изменение неденежного оборотного капитала) / EBIT (1-налоговая ставка).

Полученную таким образом остаточную стоимость бизнеса на конец прогнозного периода приводят к текущим стоимостным показателям.

Итоговая величина стоимости бизнеса состоит из двух составляющих:

- текущей стоимости денежных потоков в течение прогнозного периода;
- текущего значения стоимости в послепрогнозный период.

$$V = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} + \frac{V_{term}}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{V_{term}}{(1+r)^n}$$

где V - стоимость объекта оценки;

$CF_{1,2,...,n}$ - прогнозные значения денежных потоков (Cash Flow), полученные от объекта оценки в 1-й, 2-й, n -й год (период);

r - ставка дисконтирования (она учитывает риск вложения средств в данный объект, желаемую отдачу от объекта и другие факторы);

n - количество прогнозируемых периодов (лет);

i - номер периода

При проведении процедуры дисконтирования необходимо учитывать, как денежные потоки поступают во времени (в начале каждого периода, в конце каждого периода, равномерно в течение года, и т.д.)

Формула текущей стоимости получаемой в будущем денежной единицы имеет следующий вид:

для конца периода

$$PV = \frac{1}{(1+r)^n},$$

для середины периода

$$PV = \frac{1}{(1+r)^{(n-0.5)}}$$

При этом надо помнить, что при использовании второй формулы (для середины периода) необходимо учесть поправку при дисконтировании

⁶ Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004 – стр.380-385

остаточной стоимости.⁷ Традиционную модель Гордона необходимо домножить при этом на $(1+r)^{0.5}$.

Внесение заключительных поправок

Для определения рыночной стоимости предприятия полученная величина текущих значений денежных потоков (включая остаточную стоимость) корректируется на ряд поправок:

- плюс стоимость избыточных и неоперационных активов, которые не принимают участия в формировании денежного потока,
- плюс (минус) избыток (недостаток) чистого оборотного капитала;
- минус скрытые обязательства предприятия (например, стоимость природоохранных мероприятий), плюс скрытые резервы;
- плюс стоимость социальных активов в случае их использования доходным образом или минус издержки на их содержание в случае затратного характера данного вида активов.

Итоговая проверка заключается в возврате к предыдущим этапам, проверке математических расчетов, обоснованности принятых допущений, сопоставлении запланированных данных с имеющимися и т.д.

Метод дисконтированных денежных потоков используется в следующих случаях:

- ◆ ожидается, что будущие уровни денежных потоков будут существенно отличаться от текущих;
- ◆ можно обоснованно оценить будущие денежные потоки;
- ◆ прогнозируемые будущие денежные потоки являются большими положительными величинами для большинства прогнозных лет;
- ◆ потоки доходов и расходов носят сезонный характер.

Кроме того, метод дисконтированных денежных потоков может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Тем не менее в некоторых ситуациях он объективно дает наиболее точный результат. Например, для оценки предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности (желательно, прибыльную) и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития.

Метод дисконтированных денежных потоков в меньшей степени применим к оценке хронически убыточных предприятий. Хотя отсутствие прибыли (наличие убытков) у предприятия еще не свидетельствует об отсутствии денежного потока и положительной стоимости бизнеса.

Следует соблюдать осторожность, применяя данный метод для оценки новых предприятий, пусть даже и многообещающих. Отсутствие прибылей в ретроспективе затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков бизнеса.

⁷ Матыцкий В.В. Определение, смысл и расчет продленной и текущей продленной стоимости предприятия (условие среднегодового потокообразования) бюллетень НП «СМАО» Оценочная деятельность, №1, 2006г.

С теоретической точки зрения метод дисконтированных денежных доходов является наилучшим, однако он весьма трудоемок. Существуют оценки, которые в принципе невозможно осуществлять без использования этого метода, – это разработка и оценка инвестиционных проектов.

10.4.2. Метод капитализации дохода

Метод капитализации денежного потока (прибыли) является одним из вариантов доходного подхода к оценке бизнеса. Как и другие методы доходного подхода, он основан на базовой посылке, в соответствии с которой стоимость доли собственности в предприятии равна текущей стоимости будущих доходов, которые принесет эта собственность. Сущность данного метода выражается формулой

$$V = \frac{CF \text{ (или NI)}}{R}, \text{ где}$$

NI – чистая прибыль;

CF - денежный поток;

R – ставка капитализации.

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

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

Основные этапы применения метода

Практическое применение метода капитализации дохода предусматривает следующие основные этапы:

1. Выбор величины денежного потока (или прибыли), которые будут капитализированы.
2. Расчет адекватной ставки капитализации.
3. Определение предварительной величины стоимости.
4. Проведение поправок на наличие нефункционирующих активов (если таковые имеются).

Выбор величины денежного потока (прибыли)

Данный этап фактически подразумевает выбор периода текущей производственной деятельности, результаты которой будут капитализированы. Оценщик может выбирать между несколькими вариантами:

- * денежный поток (прибыль) последнего отчетного года;
- * денежный поток (прибыль) первого прогнозного года;
- * средняя величина денежного потока (прибыли) за несколько последних отчетных лет (3-5 лет).

Расчет ставки капитализации

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

Итак, чтобы определить адекватную ставку капитализации, нужно сначала рассчитать соответствующую ставку дисконтирования, используя методики изложенные в методе дисконтированных денежных потоков.

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

$$R = r - g,$$

где R - ставка капитализации;

r - ставка дисконтирования;

g - долгосрочные темпы прироста прибыли или денежного потока.

Определение предварительной величины стоимости

Предварительная величина стоимости рассчитывается по приводившейся формуле:

$$CF \text{ (или } NI) / r = V.$$

Затем применяются поправки, описанные в методе дисконтированных денежных потоков.

Метод капитализации дохода используется в следующих случаях:

- ◆ ожидается, что будущие уровни денежных потоков (прибылей) не будут существенно отличаться от текущих;
- ◆ можно обоснованно оценить нормализованную величину денежного потока (прибыли);
- ◆ прогнозируемый будущий денежный поток (прибыль) является большой положительной величиной;
- ◆ ожидаемые темпы роста умеренны и предсказуемы.

10.5. Сравнительный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Оценка стоимости предприятия сравнительным подходом строится на принципе замещения. Сравнительный подход в оценке предполагает, что ценность активов определяется тем, за сколько они могут быть проданы при наличии достаточно сформированного финансового рынка. Другими словами, наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичной организации, зафиксированная рынком.

Оценка сравнительным подходом считается не основной в рамках оценки бизнеса. Сравнительный подход используют, когда не применим доходный подход, или необходимо уточнить, полученные результаты с помощью других методов оценки.

Применяется в следующих случаях:

- требуется быстрая упрощенная оценка;
- имеется недостаток данных для метода дисконтированных денежных потоков;
- низкая точность прогнозов на перспективу;
- необходим в качестве дополнительных способов расчета для повышения объективности результата.

В сравнительном подходе в отечественной литературе принято выделять три метода оценки:

- метод рынка капитала;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала предполагает использование в качестве базы для сравнения реальные цены, выплаченные за акции аналогичных компаний на фондовых рынках. Данные о сопоставимых предприятиях при использовании соответствующих корректировок могут послужить ориентирами для определения стоимости оцениваемого предприятия. Преимущество данного метода заключается в использовании фактической информации, а не прогнозных данных, имеющих известную неопределенность. Для реализации данного метода необходима достоверная и детальная финансовая и рыночная информация по группе сопоставимых предприятий. Данный метод оценивает стоимость предприятия на уровне неконтрольного (миноритарного) пакета акций.

Метод сделок является частным случаем метода рынка капитала. Основан на ценах приобретения аналогичных предприятий целиком или их контрольных пакетов. Метод определяет уровень стоимости *контрольного* (мажоритарного) пакета акций, позволяющего управлять предприятием.

Метод отраслевых коэффициентов основан на рекомендуемых соотношениях между ценой и определенными финансовыми параметрами.

Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений. Метод отраслевых коэффициентов пока не получил достаточного распространения в отечественной практике в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения.

Все три метода сравнительного подхода основываются на ценах за акции компаний-аналогов на фондовых рынках. Учитывая особенности оцениваемой компании, а также практически полное отсутствие данных о сделках по продаже предприятий, аналогичных оцениваемому, данный метод при выполнении оценки рассматриваемых предприятий применяется с ограничениями.

Как уже указывалось, первые два метода схожи по алгоритму их реализации. Отличие составляет исходная информация (продажа неконтрольных пакетов акций аналогов или их контрольных пакетов (компаний целиком)).

Рассмотрим этапы реализации указанных методов:

1. Осуществляется сбор информации о проданных предприятиях или их пакетах акций.

Сравнительный подход к оценке бизнеса основан в основном на использовании двух типов информации:

- Рыночная (ценовая) информация
- Финансовая информация.

Рыночная информация представляет собой данные о фактических ценах купли-продажи акций, аналогичных с акциями оцениваемой компании. Качество и доступность информации зависят от уровня развития фондового рынка.

Финансовая информация обычно представлена бухгалтерской отчетностью, а также дополнительными сведениями, позволяющими определить сходство компаний и провести необходимые корректировки, обеспечивающие необходимую сопоставимость.

Однако, в расчетах нередко используются дополнительные данные о мощностях организации, объеме произведенной продукции (работ, услуг) в натуральном выражении, а также может быть использована информация о темпах роста аналогов и другая.

Информацию, необходимую для оценки сравнительным подходом можно получить в следующих источниках информации: www.akm.ru; www.rbc.ru; www.skrin.ru; бюллетень «Реформа»; база данных, предлагаемая Интерфакс и другие.

2. Осуществляется отбор аналогичных компаний по критериям.

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

Рассмотрим основные критерии отбора.

Отраслевое сходство. Данный фактор является одним из основных при выборе аналогов, так как между отраслями существуют значительные различия (доходность, капиталоемкость, ожидаемый рост), влияющие на оценку бизнеса. Список потенциально сопоставимых компаний всегда принадлежит одной отрасли, однако не все предприятия, входящие отрасль или предлагающие свои товары на одном рынке, сопоставимы. Оценщик должен учитывать следующие дополнительные факторы:

- уровень диверсификации производства. Если предприятие выпускает один вид продукта или какой-то товар существенно доминирует в производстве и обеспечивает 85% общей прибыли, а сравнимая компания ориентирована на широкий круг товаров и услуг либо аналогичный товар дает не более 20% общей массы прибыли, то такие компании не являются для оценщика сопоставимыми;
- характер взаимозаменяемости производимых продуктов. Так, технологическое оборудование одного из предприятий может обеспечивать производство только конкретного продукта. В случае изменения ситуации на рынке такое предприятие будет нуждаться в серьезном техническом перевооружении. Аналог выпускает аналогичный продукт на оборудовании, легко поддающемся переналадке для производства новых товаров. Следовательно, предприятия неодинаково отреагируют на изменение ситуации на рынке;
- зависимость от одних и тех же экономических факторов. Стоимость капитала строительных компаний, работающих в районах массового строительства и в отдаленных экономических районах, существенно отличается при достаточном сходстве других критериев, например численности работающих, состава парка строительных машин и механизмов. Аналитик, выявив различия, может либо вычеркнуть предприятие из списка аналогов, либо рассчитать величину корректировки цены аналога для определения стоимости оцениваемой компании;
- стадия экономического развития оцениваемой компании и аналогов. Опытная компания, проработавшая ни один год, имеет неоспоримые преимущества и дополнительную прибыль за счет стабильного функционирования, хорошей клиентуры и поставщиков сырья и т. д.

Размер компании является важнейшим критерием, оцениваемым аналитиком при составлении окончательного списка аналогов. Анализ сделок на фондовом рынке приводит к выводу о том, что небольшие компании продают свои акции на фондовом рынке по сравнению со сходными более крупными со скидкой.⁸ Конечно, ведь риски у небольших компаний более высокие по сравнению с крупными.

Сравнительные оценки размера компании включают такие параметры, как объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и т. д. Однако принятие решения о включении компании в список сопоставимых только на основе ее размера может привести оценщика к неправильным выводам, так как объективно закрытые компании обычно меньше, чем открытые. Кроме того, оценщик должен учитывать, что более крупная компания не будет автоматически иметь большую прибыль только за счет своего размера. Поэтому оценщик должен в первую очередь учитывать факторы, обеспечивающие величину прибыли:

- географическую диверсификацию - крупные компании обычно имеют более разветвленную сеть потребителей своей продукции, минимизируя тем самым риск нестабильности объемов продаж;
- количественные скидки - крупные компании закупают сырье в большем объеме, чем небольшие фирмы, и получают при этом значительные скидки. Кроме того, аналитик должен иметь в виду, что коэффициент использования оборудования в крупных компаниях лучше. Поэтому мультипликатор, рассчитанный для открытой компании, должен быть скорректирован и понижен для оценки закрытой компании;
- ценовые различия по сходным товарам - крупные компании зачастую имеют возможность устанавливать более высокие цены, так как потребитель предпочитает приобретать товар у хорошо зарекомендовавших себя фирм, оплачивая, по сути, товарный знак, гарантирующий качество. Это в конечном счете влияет на величину мультипликатора.

Перспективы роста - оценщик должен определить фазу экономического развития предприятия, поскольку она определяет распределение чистой прибыли на дивидендные выплаты и затраты, связанные с развитием предприятия.

Структура капитала (финансовый риск). Оценка финансового риска осуществляется следующими способами:

- сравнивается структура капитала или соотношение собственных и заемных средств;

⁸ Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: Методическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – стр. 161-162

- оценивается ликвидность или возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами;
- анализируется кредитоспособность фирмы, другими словами - способность привлекать заемные средства на выгодных условиях.

Качество менеджмента - оценка этого фактора наиболее сложна, так как анализ проводится на основе косвенных данных, таких, как качество отчетной документации, возрастной состав, уровень образования, опыт, зарплата управленческого персонала, а также место компании на рынке.

В последнее время актуальным стал фактор (особенно для американских компаний) корпоративного управления, т.е. степени защиты интересов акционеров и кредиторов компании. Это связано с рисками банкротства компаний из-за махинаций с отчетностью.

Перечень критериев сопоставимости, приведенный выше, не является исчерпывающим, и эксперт имеет возможность самостоятельно дополнять список дополнительными факторами. Среди них можно выделить: репутацию компании в отрасли, опыт персонала, природу конкуренции, способность платить дивиденды, балансовую стоимость активов.

Оценщик редко находит компании, абсолютно идентичные с оцениваемой, поэтому на основе анализа критериев он может сделать один из следующих выводов:

- компания сопоставима с оцениваемой по ряду характеристик и может быть использована для расчета мультипликаторов;
- компания недостаточно сопоставима с оцениваемой и не может быть использована в процессе оценки.

При анализе необходимого числа аналогов для проведения качественных расчетов результата стоимости, погрешность которого составляет от 7 до 13%, авторами методических рекомендаций (В.М. Рутгайзер, О.В. Егоров, Н.А. Козлов)⁹ было определено, что при вероятности 0,95 число компаний-аналогов должно составлять от 5 до 15.

3. Проводится финансовый анализ и сопоставление оцениваемой компании и компаний-аналогов с целью выявления наиболее близких аналогов оцениваемого предприятия.

На данном этапе проводится сравнение оцениваемой организации с аналогами. При этом могут строиться таблицы с показателями из внешней бухгалтерской отчетности (баланса, отчета о прибылях и убытках), а также финансовых коэффициентов. При этом в таблицах определяются среднее арифметическое и медианное значения каждого показателя по аналогам для сравнения с данными оцениваемой компании. Такое представление

⁹ В.М. Рутгайзер, О.В. Егоров, Н.А. Козлов «Методические рекомендации по оценке стоимости бизнеса на основе применения моделей Ольсона и Блэка-Шоулза» - М.: Комитет по оценочной деятельности ТПП РФ, 2005 – стр.30-32

информации дает возможность аналитику провести сравнительный анализ оцениваемой компании и аналогов и определить наиболее схожие аналоги относительно оцениваемой организации.

Кроме того, на данном этапе можно применить рейтинговую оценку¹⁰ аналогов и оцениваемой организации. По результатам рейтинговой оценки указанных предприятий аналитик также может сделать обоснованные выводы о степени схожести аналогов и оцениваемой организации.

4. Осуществляется выбор и расчет оценочных (ценовых) мультипликаторов.

Определение рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным подходом основано на использовании ценовых мультипликаторов. **Ценовой мультипликатор** - это коэффициент, показывающий отношение рыночной цены акций (рыночной капитализации компании) или стоимости всего инвестированного капитала (полной стоимости компании) компании-аналога к какому-либо финансовому или нефинансовому показателю этой компании.

Можно классифицировать все мультипликаторы на:

- *финансовые и натуральные;*
- *моментные и интервальные.*

В свою очередь финансовые мультипликаторы можно разделить на *доходные и балансовые.*

В основе указанных классификаций мультипликаторов лежит отличие в расчете знаменателя. Финансовые мультипликаторы в знаменателе имеют показатели, формирующиеся в финансовой отчетности организации и имеющие стоимостное выражение. Натуральные в знаменателе имеют количественные показатели деятельности компании в натуральных единицах измерения (мощность, объем произведенной продукции в натуральных единицах и другие в зависимости от отрасли).

Финансовые показатели оценочного мультипликатора являются, по сути, измерителями, отражающими финансовые результаты деятельности предприятия или состояние его капитала или имущества (активов). В этой связи финансовые мультипликаторы делят на так называемые доходные, где в знаменателе прибыль, денежный поток, дивидендные выплаты, выручка от продаж и другие; или балансовые показатели, к которым можно отнести стоимость активов, балансовую стоимость собственного капитала (чистые активы) и другие.

Перечислим наиболее часто используемые показатели, относящиеся к **финансовым доходным** мультипликаторам:

- 1) Р/Е (рыночная цена акций/чистая прибыль);

¹⁰См. например, Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа.-М.: ИНФРА-М, 2000 – стр. 179-192

- 2) P/S или EV/S (рыночная цена акций/выручка или стоимость компании/выручка);
- 3) P/CF (рыночная цена акций/денежный поток);
- 4) P/DIV (рыночная цена акций/дивиденды);
- 5) $EV/EBITDA$ (стоимость компании/прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации).

Из указанного перечня видно, что числитель мультипликатора не везде одинаков. В одних мультипликаторах в числителе используется значение рыночной цены акций компании (или рыночной капитализации компании, P), в других стоимость всего инвестированного капитала (или полная стоимость компании (бизнеса), EV), рассчитываемая как рыночная капитализация компании + рыночная стоимость долгосрочных обязательств – наиболее ликвидные активы (денежные средства и ликвидные ценные бумаги).

При формировании мультипликатора необходимо учитывать соответствие числителя знаменателю. Если в числителе используется цена акций, то в знаменателе указываются показатели, отражающие доходы акционеров или капитал, приходящийся им. Если в числителе указана стоимость компании, то в знаменателе должны быть показатели, отражающие доходы, денежные потоки от всего инвестированного капитала (бизнеса) или учитывающие все активы компании.

Мультипликаторы, в числителе которых используется рыночная цена акций (P), применяются аналитиками значительно чаще мультипликаторов на основе стоимости компаний (EV), так как их (с EV в числителе) расчет требует дополнительных усилий по сбору и обработке информации о долгосрочных обязательствах и свободных денежных средствах оцениваемой компании и ее аналогов, необходимой для расчета EV . Для расчета мультипликаторов на основе рыночной цены акций (P) достаточно только сведений о рыночной цене и количестве акций оцениваемой компании и ее аналогов.

Однако более простой способ расчета мультипликаторов на основе рыночной цены акций (P) иногда негативно отражается на их качестве. Адекватная оценка на основе использования мультипликаторов такого вида будет иметь место только в том случае, если компании-аналоги имеют приблизительно одинаковое соотношение собственных и заемных средств в структуре капитала, либо различия в структуре инвестированного капитала учитываются в показателе, лежащем в основе мультипликатора. Иначе, особенно если соотношение собственных и заемных средств оцениваемой компании существенно отличается от среднего по аналогам, существует высокая вероятность получить оценки, смещенные в ту или иную сторону. Использование мультипликаторов на основе стоимости компаний (EV) в значительной степени позволяет устранить этот недостаток, что компенсирует большие трудозатраты на расчет мультипликаторов этого вида.

Например, при наличии различий в структуре капитала оцениваемой компании и аналогов, можно их учесть путем перехода от стоимости компании к стоимости ее акций: $V_A = (EV_B / EBITDA_B) * EBITDA_A - ND_A$, где V_A – стоимость акций оцениваемой компании; $EV_B / EBITDA_B$ – мультипликатор стоимость компании/прибыль до выплаты процентов налогов и амортизации компании-аналога; $EBITDA_A$ – прибыль до выплаты процентов налогов и амортизации оцениваемой компании; ND_A – чистая стоимость долгосрочного долга оцениваемой организации.

Достоинства, недостатки и особенности применения финансовых доходных мультипликаторов:

1. Мультипликатор «цена/чистая прибыль» (P/E) является самым распространенным, и в этом его достоинство. Однако, он является довольно неустойчивым из-за недостатков связанных с формированием чистой прибыли: она может быть отрицательной величиной или небольшой положительной, подвержена сильным случайным колебаниям, не отражает различий между компаниями с различной структурой капитала, зависит от применяемых вариантов бухгалтерского учета.
2. Мультипликатор «рыночная цена акций/выручка» или «стоимость компании/выручка» (P/S или EV/S). Первый применяется чаще, но второй более правильный с точки зрения теории конструирования мультипликаторов. Обладает достоинствами обратными недостаткам P/E. Основной недостаток заключается в отсутствии учета разницы в рентабельности продаж между оцениваемой компанией и аналогами.
3. Мультипликатор «стоимость компании/прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации» (EV/EBITDA) используется для оценки компаний с разной величиной обязательств, а также для оценки размера привлекаемого долгового финансирования. В отличие от мультипликатора P/E, использование мультипликатора EV/EBITDA позволяет избежать смещения оценок, вызванных различиями в особенностях налогообложения, либо прибегающих к схемам оптимизации налоговых платежей, а также обусловленных разной стоимостью заемных средств, что может иметь большое значение при работе с компаниями, входящими в состав финансово-промышленных групп; позволяет нивелировать различия в способе начисления амортизационных отчислений.
4. Мультипликатор «рыночная цена акций/денежный поток» (P/CF). О преимуществах денежных потоков компании относительно чистой прибыли мы говорили в доходном подходе, они очевидны и в рамках сравнительного подхода. Инвестора больше интересуют денежные потоки, нежели расчетная, «бумажная» чистая прибыль. Недостаток мультипликатора в сложности нахождения информации по аналогам для расчета денежного потока.

5. Мультипликатор «рыночная цена акций/дивиденды» (P/DIV) используется для оценки организаций, находящихся на стадии насыщения (зрелых компаний), стабильно выплачивающих дивиденды.

Рассмотрим порядок расчета и основные правила применения ценовых мультипликаторов **«цена/выручка от продаж» и «стоимость компании/выручка от продаж».**

Особенность применения мультипликатора цена/выручка от продаж заключается в том, что оценщик должен обязательно учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов. Если она существенно отличается, то мультипликатор лучше определяется при расчете на инвестированный капитал. Процедура оценки предприятий с различным соотношением собственных и заемных средств осуществляется следующим образом:

1. По компании-аналогу рассчитывается инвестированный капитал как сумма рыночной стоимости собственного капитала и чистых долгосрочных обязательств.
2. Рассчитывается мультипликатор как отношение инвестированного капитала к финансовой базе аналога.
3. По оцениваемому предприятию определяется величина инвестированного капитала: адекватная финансовая база оцениваемого предприятия умножается на величину мультипликатора.
4. Рассчитывается стоимость собственного капитала оцениваемого предприятия как разность инвестированного капитала и стоимости долгосрочных обязательств оцениваемой компании.

Мультипликатор цена/физический объем является разновидностью мультипликатора цена/выручка от продаж (см. натуральные мультипликаторы). В этом случае цена сопоставляется не со стоимостным, а с натуральным показателем, который может отражать физический объем производства, размер производственных площадей, количество установленного оборудования, а также любую другую единицу измерения мощности.

Среди финансовых балансовых мультипликаторов выделяют:

- 1) EV/BV (встречаются также обозначения EV/B, EV/BVA) (стоимость компании/балансовая стоимость активов);
- 2) P/BV (другие обозначения P/B, P/BVE) (рыночная цена акций/балансовая стоимость акционерного капитала или рыночная цена акций/балансовая стоимость чистых активов);
- 3) P/BE (рыночная цена акций/стоимость внеоборотных активов);
- 4) Q (Q Тобина) (рыночная цена акций/стоимость замещения чистых активов).

Достоинства, недостатки и особенности применения финансовых балансовых мультипликаторов:

1. Балансовые показатели (BV) не учитывают величину гудвилла в своем составе; являются балансовыми показателями, зависящими от способов ведения бухгалтерского учета; чистые активы могут быть отрицательной величиной.
2. Их достоинством является относительная стабильность и применимость к организациям со значительными материальными активами.
3. Сравнение P/BV (Q) с единицей дает понимание перспектив использования активов организации: если $P/BV > 1$, то доходность активов превышает требуемую инвестором; если $P/BV < 1$ ($Q < 1$), то обратная ситуация с доходностью и видимо активы лучше распродать, т.е. ликвидировать организацию.

Рассмотрим применение основных балансовых мультипликаторов:

Мультипликатор «стоимость компании/балансовая стоимость активов». Для расчета в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость аналогичных компаний на дату оценки либо на последнюю отчетную дату. Этот мультипликатор относится к так называемым моментным показателям, поскольку используется информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный отрезок времени.

Оптимальная сфера применения данного мультипликатора - оценка холдинговых компаний, либо необходимость быстро реализовать крупный пакет акций. Финансовой базой для расчета являются чистые активы оцениваемой компании и компаний-аналогов. Причем за основу можно брать как балансовые отчеты компаний, так и величину чистых активов, полученную оценщиком расчетным путем.

Мультипликатор «цена/чистая стоимость активов». Его применяют в том случае, если соблюдаются следующие требования:

- оцениваемая компания имеет значительные вложения в собственность: недвижимость, ценные бумаги, газовое или нефтяное оборудование;
- основной деятельностью компании являются хранение, покупка и продажа такой собственности. Управленческий и рабочий персонал добавляет к продукции в этом случае незначительную стоимость.

При применении мультипликатора «цена/чистая стоимость активов» оценщику необходимо:

- проанализировать по аналогам и оцениваемой компании долю прибыли в выручке от реализации, так как решение о купле-продаже акций может вывести к искусственному росту прибыли в последний год;
- изучить по всему списку сравниваемых компаний структуру активов, используя различные признаки классификации, такие, как виды активов, местоположение и т.д.;

- осуществить анализ чистых активов всех компаний, позволяющий определить наличие и долю в них акций, представляющих контрольные пакеты дочерних фирм;
- оценить ликвидность всех финансовых активов компании, так как соотношение доли акций, принадлежащих компаниям открытого и закрытого типов, является определяющим признаком сопоставимости.

Финансовые мультипликаторами являются универсальными, они могут применяться к организациям в любой отрасли, в отличие от натуральных. Мультипликаторы этой группы являются специфическими (специальными) для конкретной отрасли.

Среди натуральных показателей чаще других используются:

- 1) EV/capacity (стоимость компании/мощность);
- 2) EV/production (стоимость компании/производство).

Чаще всего при помощи отраслевых мультипликаторов оценивают либо компании сферы услуг, финансовые результаты и стоимость которых зависят от числа потребителей предоставляемых ими услуг, либо сырьевые компании, стоимость которых находится в сильной зависимости либо от объема производства, объема добычи или объема находящихся в распоряжении компании ресурсов. В частности, если говорить о компаниях сферы услуг, для определения стоимости розничных продавцов часто используется мультипликатор EV/Customers (стоимость компании/количество покупателей), для определения стоимости телефонных операторов – мультипликатор EV/Subscribers(Users) (стоимость компании/количество абонентов), для определения стоимости интернет-компаний – EV/Site Visitors (стоимость компании/количество посещений сайта). При оценке сырьевых компаний наиболее часто среди отраслевых мультипликаторов применяются мультипликатор EV/Output (стоимость компании/выработка) и другие.

По сравнению с финансовыми мультипликаторам, отраслевые мультипликаторы имеют две сильные стороны: позволяют достаточно быстро получить предварительную оценку компаний, не обязанных и/или не желающих раскрывать свою финансовую информацию; во многих случаях компании объявляют свои производственные результаты значительно чаще, чем финансовые, что позволяет более оперативно отслеживать изменение их стоимости.

Деление на интервальные и моментные мультипликаторы зависит от методики формирования базовых показателей (знаменателя мультипликаторов): нарастающим итогом, то есть за период (чистая прибыль, выручка и т.д.), или на конкретную дату, то есть моментные

показатели (балансовая стоимость активов, балансовая стоимость чистых активов и т.д.).

К интервальным мультипликаторам относятся:

- 2) цена/чистая прибыль;
- 3) цена/денежный поток;
- 4) цена/дивидендные выплаты;
- 5) цена (стоимость компании)/выручка от продаж.

К моментным мультипликаторам относятся:

- 1) стоимость компании/балансовая стоимость активов;
- 2) цена/чистая стоимость активов.

Для получения адекватной оценки при помощи сравнительного подхода необходимо придерживаться нескольких **базовых правил** применения мультипликаторов.

1. необходимо удостовериться, что все мультипликаторы являются сопоставимыми с точки зрения методики расчета числителя и знаменателя. Другими словами, очень важным аспектом корректного применения сравнительного подхода является нормализация используемых для расчета мультипликаторов данных. Наиболее распространенными действиями при нормализации информации являются пересчет финансовых показателей компаний по единой методике, в единую валюту, в единый временной стандарт (годовые, полугодовые или квартальные данные).
2. надо помнить, что мультипликаторы компаний могут сильно различаться между собой в различные моменты времени в зависимости от рыночной конъюнктуры, и, следовательно, следить за тем, чтобы все мультипликаторы были рассчитаны на один и тот же момент времени. Даже небольшие расхождения во времени определения рыночной капитализации или полной стоимости компании могут привести к смещению полученных оценок, т.к. даже за 1 день цены акций на фондовом рынке могут меняться на 10% и более. В том случае, если придерживаться этого правила не представляется возможным, например, если при расчете мультипликаторов используется информация по совершенным единичным сделкам с крупными пакетами акций, можно попытаться скорректировать значения мультипликаторов.

Для этого необходимо использовать либо индексы цен акций как зарубежные (Dow Jones, S&P 500 и др.), так и российские (РТС). Это зависит от аналогов, которые котируются на соответствующих биржах. При этом лучше использовать отраслевые индексы.

Второй способ корректировки базируется на расчете скорректированного P/E: $P/E_{компания_A} = P/E_{компания_B} * (P/E_{рынка_B} / P/E_{рынка_A})$.

3. желательно, чтобы компании аналоги, помимо отраслевой принадлежности, имели сходный с объектом оценки потенциал роста и уровень риска.

Для целей учета потенциала роста оцениваемой компании и компаний-аналогов используют мультипликаторы вида: P_t/E_{t+n} (кроме учета фактора роста, позволяет оценивать убыточные компании на дату проведения оценки); $(P/E)/g$ или PEG , где g – темпы роста чистой прибыли; использование в числителе будущих показателей.

Недостатками использования таких показателей являются: использование прогнозных показателей, а не ретроспективных; нельзя сравнивать организации с разными темпами реинвестирования прибыли.

Формирование итоговой величины стоимости.

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из следующих этапов:

- 5. выбора величины мультипликатора и применения его к оцениваемому предприятию.**

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным этапом, требующим особенно тщательного обоснования, зафиксированного в последствии в отчете. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же мультипликатора по компаниям-аналогам бывает достаточно широк.

В экономической литературе описано три проблемы, которые необходимо учитывать при согласовании величин мультипликаторов по компаниям-аналогам (А. Дамодаран Инвестиционная оценка):

1. сравнительная оценка мультипликаторов. Аналитик отсекает экстремальные величины и рассчитывает среднее и медианное значения мультипликатора по группе аналогов. Либо можно по результатам финансового анализа оцениваемой компании и аналогов и результатов проведения рейтинговой оценки определить наиболее близкие по финансовым показателям аналоги. Для выбора величины конкретного мультипликатора используют финансовые коэффициенты и показатели, наиболее тесно связанные с данным мультипликатором. По величине финансового коэффициента определяется положение (ранг) оцениваемой компании в общем списке. Полученные результаты накладываются на ряд мультипликаторов, и определяется величина, которая может быть использована для расчета стоимости оцениваемой компании.
2. взаимосвязь фундаментальных переменных (риск, рост и потенциал для создания денежных потоков) организации и цен на ее акции. В

качестве некоего ориентира полученной стоимости в сравнительном подходе по доходным финансовым мультипликаторам имеется возможность применения модели Гордона: $P = E/(r-g)$ и $V = CF/(r-g)$.

3. применение статистических методов анализа (множественная регрессия). Данный метод позволяет на основе рыночных данных измерить связь фундаментальных переменных с величиной мультипликатора; оценивать на основе ограниченного количества компаний-аналогов; позволяет проанализировать недооцененность или переоцененность акций компаний.

6. анализа полученного уровня стоимости (получен уровень контроля (то есть все акции в пакете оценены как в контрольном) или уровень стоимости акций миноритарного пакета (неконтроля) – зависит от примененного метода оценки). При использовании результатов, полученных в ходе оценки сравнительным подходом необходимо помнить, что в методе рынка капитала формируется стоимость на уровне неконтроля, а в методе сделок – на уровне контроля. Поэтому при согласовании результатов оценки, когда получены заключения в доходном и затратном подходах, необходимо применять либо результат метода сделок, либо приводить к уровню контроля результаты метода рынка капитала. Для этого необходимо сделать поправку на уровень контроля оцениваемого пакета (добавить премию за контроль). Более подробно эта процедура описана в разделе 10.7. настоящего пособия.

7. внесения итоговых корректировок.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств, наиболее типичными являются следующие поправки. Аналитик при определении окончательного варианта стоимости должен учесть имеющиеся активы непроизводственного назначения или неработающие активы. Если в процессе финансового анализа выявлены либо недостаточность чистого оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть.

Таким образом, сравнительный подход, несмотря на достаточную сложность расчетов и анализа, является неотъемлемым приемом определения рыночной стоимости. Результаты, полученные таким способом, имеют хорошую объективную основу, уровень которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов.

Применение сравнительного подхода может осуществляться при выполнении следующих условий:

- ◆ имеется достаточно информации по продажам компаний или их акций для проведения оценки;

- ◆ имеется достаточно информации по сопоставимым предприятиям для проведения финансового анализа, расчета мультипликаторов и внесения поправок;
- ◆ показатели, используемые для расчета мультипликаторов, являются положительными значительными величинами.

10. 6. Затратный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Методика оценки рыночной стоимости предприятия исходя из затратного подхода базируется на предположении, что владелец собственности при реализации объекта собственности на свободном рынке должен полностью компенсировать собственные затраты, связанные с созданием или приобретением предприятия и вводом его в действие, с учетом фактора времени и изменения экономических условий.

В состав затрат, связанных с созданием или приобретением предприятия и вводом его в действие, включаются: стоимость обоснования, организационных, разрешительных, плановых и других работ, связанных с вводом предприятия как организационно-штатной единицы в действие, стоимость разработки проекта создания основных средств предприятия, а также программного обеспечения и других видов интеллектуальной собственности, создаваемой по заказам предприятия или сотрудниками предприятия, стоимость приобретения (строительства, аренды) основных производственных средств, стоимость (аренды) земли под капитальное строительство объектов предприятия, стоимость активов предприятия, включая нематериальные и неосязаемые активы.

Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие изменений конъюнктуры рынка, инфляции и несовершенства методов учета, как правило, не соответствует их рыночной стоимости.

Поэтому в интересах приведения балансовой стоимости к рыночным условиям и повышения обоснованности результатов оценки определяются:

1. Затраты, фактически понесенные собственником предприятия при его создании и вводе в действие – в соответствии с данными бухгалтерского учета на предприятии.
2. Стоимость приобретения соответствующих видов ресурсов на свободном рынке – в соответствии со складывающейся на момент оценки конъюнктурой или по специальным методикам.

Для осуществления корректировки баланса предприятия проводится оценка рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств. Результат показывает оценочную (в данном случае рыночную) стоимость собственного капитала предприятия.

Обобщенная формула расчета выглядит следующим образом:

Собственный капитал = Активы – Обязательства

Затратный подход включает:

- метод накопления активов (метод чистых активов) - используется при определении рыночной стоимости действующего предприятия;
- метод ликвидационной стоимости - используется при определении ликвидационной стоимости предприятия.

Метод накопления активов включает в себя следующие этапы:

1. Оценка рыночной стоимости недвижимости, в том числе земельных участков.
2. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования и транспортных средств.
3. Оценка рыночной стоимости нематериальных активов.
4. Определение рыночной стоимости финансовых вложений (долгосрочных и краткосрочных).
5. Оценка рыночной стоимости товарно-материальных запасов.
6. Оценка стоимости дебиторской задолженности.
7. Определение текущей стоимости обязательств компании.
8. Определение рыночной стоимости компании путем вычитания из рыночной стоимости всех активов стоимости обязательств.

Некоторые этапы этого метода не требуют комментариев, так как подробно рассмотрены в соответствующих разделах данного пособия (это касается первых четырех этапов). Таким образом, более подробного рассмотрения требуют такие разделы как оценка товарно-материальных запасов и дебиторской задолженности.

В состав товарно-материальных запасов входят:

- сырье и материалы;
- незавершенное производство;
- готовая продукция;
- товары для перепродажи;
- товары отгруженные;
- расходы будущих периодов.

В практике оценки часто указанные виды активов учитывают по балансовой стоимости. Такая оценка приемлема только в случае тождественности рыночной и балансовой стоимости товарно-материальных запасов на дату проведения оценки. Чаще всего эти виды стоимости не равны, поэтому требуется проведение мероприятий по определению рыночной стоимости запасов.

Процесс оценки включает в себя следующие этапы:

- осмотр и инвентаризация товарно-материальных запасов с составлением акта осмотра и указанием в нем перечня и

количества годных и неликвидных запасов на дату проведения оценки;

- расчет стоимости запасов с учетом специфики актива и результатов осмотра.

Хотелось бы отметить, что проведение осмотра не всегда может дать достоверную картину по количественному и качественному составу товарно-материальных запасов на дату осмотра, если она не совпадает с датой проведения оценки. Поэтому осмотр дает представление о неликвидных запасах, но количественный и качественный их состав приходится изучать по данным представленным бухгалтерией предприятия.

Сырье и материалы оцениваются по рыночной стоимости с использованием сравнительного подхода к оценке (не смотря на то, что в бухгалтерском учете они отражаются по фактической себестоимости). Изучается рынок продаж аналогов на дату оценки, при необходимости проводятся корректировки, и определяется рыночная стоимость объектов.

Готовая продукция, товары для перепродажи также оцениваются по рыночной стоимости сравнительным подходом.

Как правило, незавершенное производство, является наименее ликвидной частью товарно-материальных запасов. Этот вид запасов оценивают по себестоимости, иногда с корректировкой в большую или меньшую сторону, в зависимости от спроса на него.

Товары отгруженные довольно редко встречаются на балансе российских предприятий. При их оценке необходимо тщательно изучить риски связанные с их транспортировкой, наличие страховки, а затем оценивать как дебиторскую задолженность.

Расходы будущих периодов в общем случае принимают по балансовой стоимости для целей оценки, но особое внимание здесь стоит обратить на затраты на НИОКР. Возможно, что разработки находятся на завершающем этапе и тогда с определенной долей риска можно оценивать такие активы как нематериальные активы (интеллектуальную собственность), которая способна приносить доход. Однако, возможна обратная ситуация, когда вложения в НИОКР не дадут результата и тогда такие затраты следует рассматривать как убытки.

Оценка стоимости дебиторской задолженности.

Для целей оценочного исследования под дебиторской задолженностью понимают права (требования), принадлежащие продавцу (поставщику) как кредитору по неисполненным финансовым обязательствам покупателя (получателя), возникшим по тем или иным юридическим основаниям.

В соответствии с данным определением объектом оценки являются права требования погашения долга.

Необходимо отметить следующие особенности дебиторской задолженности как объекта оценки:

– дебиторской задолженности присущ разрыв во времени, когда кредитор уже предоставил должнику имущество, средства и т.д. в пользование, а должник эти средства не возвратил. В этот промежуток

времени дебиторская задолженность отражает будущую выгоду, обеспечивающую способность прямо или косвенно создавать прирост денежных средств;

- дебиторская задолженность представляет собой ресурс, которым управляет хозяйствующий субъект. Причем права на выгоду или потенциальные услуги должны быть законны или иметь юридическое доказательство возможности их получения;

- обе стороны обязательственных отношений могут реализовать свои экономические интересы посредством перемены лиц в обязательстве, так как юридически обязательства основаны на договоре, что влечет за собой ряд дополнительно необходимых оценочных процедур¹¹.

В процессе оценки дебиторской задолженности можно выделить два основных этапа:

1. идентификация и классификация дебиторской задолженности, подлежащей оценке;

2. расчет рыночной стоимости.

Для оценки дебиторской задолженности, как и для ее анализа, используются следующие источники информации:

- формы бухгалтерской отчетности (Бухгалтерский баланс (форма № 1), Приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5));

- регистры аналитического учета (счета, на которых отражается дебиторская задолженность);

- первичная документация (договора, соглашения, накладные, счета-фактуры, банковские документы и т.д.).

При осуществлении оценки дебиторской задолженности должны учитываться факторы, влияющие на рыночную стоимость дебиторской задолженности:

- условия прекращения обязательств – расчет денежными средствами, ценными бумагами, зачетом встречных поставок товаров и т.д.;

- сроки расчетов, предусмотренные договорами;

- наличие обеспечения по соответствующему обязательству;

- наличие претензий организации-дебитора по количеству и качеству поставленной ему продукции;

- финансовое состояние организации-дебитора;

- другие сведения, учитываемые оценщиком при осуществлении оценки, сообщенные должником и организацией-дебитором.

Необходимо иметь в виду, что специфика дебиторской задолженности как товара, реализуемого на открытом рынке или входящего в систему продаваемого бизнеса связано с тем, что данный актив не совсем материален.

Собственник данного актива фактически продает не саму "балансовую" задолженность, а лишь право требования погашения этой задолженности

¹¹ Раева И.В., "Оценка рыночной стоимости долговых обязательств российских предприятий", "Вопросы оценки", № 3 2004г., стр. 9

дебитором, тем самым уступает эти права покупателю по договору (цессии-уступке и переуступке прав).

Именно эта специфическая особенность данного актива предполагает в оценке определять не только саму величину долга, но и производить анализ прав на эту задолженность.

Следовательно, помимо обязательного отражения величины стоимости актива в документах бухгалтерского учета и отчетности (балансе), дебиторская задолженность должна подтверждаться следующими документами:

- договором между поставщиком и покупателем с приложением первичных документов, подтверждающих собственно возникновение задолженности и время ее продолжительности (накладные, счета-фактуры и т.д.);
- акты сверки дебиторской задолженности между предприятиями, оформленные надлежащим образом.

Без их наличия и должного юридического оформления продажа этих долгов, как и сам факт их наличия вызывает серьезные замечания и сомнения.

Проблема оценки прав требований, и в том числе дебиторской задолженности, наиболее остро проявилась после принятия Федерального закона "О несостоятельности (банкротстве) в Российской Федерации". После принятия закона возросло число возбуждаемых дел по процедурам банкротства, что включало в себя определение реальной величины суммы конкурсной массы, в которую входила и дебиторская задолженность предприятия-должника. Именно тогда антикризисные управляющие столкнулись с необходимостью оценки рыночной и ликвидационной стоимости этого актива предприятий, находящихся на различных стадиях процедур банкротства, предусмотренных этим законодательным актом.

Поэтому уже в 1998 году Федеральный долговой центр выпустил проект "Методических рекомендаций по анализу и оценке прав требований, принадлежащих организации-должнику как кредитору по неисполненным денежным обязательствам третьих лиц по оплате фактически поставленных товаров, выполненных работ или оказанных услуг (дебиторской задолженности) при обращении взыскания на имущество организаций-должников" (СТО ФДЦ 13-05-98).

Эта работа содержит ряд рекомендаций по области применения методики, основные определения, порядок отражения дебиторской задолженности в бухгалтерском учете и отчетности организации, этапы осуществления оценки прав требования дебиторской задолженности должника, анализ финансового состояния предприятия-дебитора, расчет рыночной стоимости прав требований дебиторской задолженности, а также основные требования к структуре и содержанию отчета по оценке дебиторской задолженности.

Область применения методического руководства – оценка прав требований при обращении взыскания на имущество должника путем ареста

и реализации дебиторской задолженности или иных организаций, предоставляющих заемный капитал, при осуществлении операций факторинга или операций, связанных со ссудами, залковыми или долговыми обязательствами.

Суть предлагаемой методики сводилась к следующему: сначала определялась "реальная" сумма задолженности, так называемый первоначальный анализ исходной информации, – проводилась сверка по отдельным позициям первичных документов и затем производился учет безнадежных долгов. Далее предполагалось проводить анализ финансового состояния организаций-дебиторов на основании Методических рекомендаций Федерального управления по делам о несостоятельности (банкротстве) от 05.12.1994 № 98-р, а именно рассчитать коэффициенты текущей ликвидности и обеспеченности собственными средствами.

Величину задолженности дебиторов, чья структура баланса признавалась удовлетворительной, необходимо было продисконтировать на четвертом месяце ее существования, причем под дисконтированием в данном случае понималось "пропорциональное уменьшение" по определенной шкале (Таблица 10.7.).

Таблица 10.7.

Коэффициент дисконтирования в зависимости от срока
неплатежа (СТО ФДЦ 13-05-98)

Срок неплатежа свыше трех месяцев	1	2	3	4	5	6 и более
Коэффициент дисконтирования	0,8	0,6	0,4	0,2	0,1	0,01

Необходимо отметить, что долгое время эта методика бы практически единственной в своем роде и ее использовали безальтернативно.

Но с течением времени и практикующие оценщики, и прочие заинтересованные лица стали задумываться о степени применимости данных методических рекомендаций.

Дело в том, что этой работе присущи, как минимум три серьезных недостатка. Во-первых, разброс величины коэффициента дисконтирования составил от 80 до 1% первоначальной величины задолженности и почему именно по такому количеству месяцев.

Таким образом, СТО ФДЦ 13-05-98 неприемлем для оценки дебиторской задолженности, имеющей большие сроки давности.

Второй недостаток является следствием первого: при уменьшении величины задолженности во внимание принимался только временной лаг неплатежа. То есть в одинаковые условия ставились и предприятие-гигант отрасли, по каким-то причинам не произведший вовремя соответствующий платеж, и какая-либо небольшая организация, сумевшая воспользоваться необходимыми ей благами (продукцией, товарами и услугами) с отсроченной

оплатой. Вероятно, предполагалось, что подобная фирма "отсеется" еще на первом этапе ("первоначальный анализ исходной информации") или уж точно на втором этапе – этапе анализа финансового состояния предприятия-дебитора.

Третьим недостатком методических рекомендаций являются выбранные параметры оценки структуры баланса предприятия, а соответственно и платежеспособности предприятия. Расчет ограничивался всего лишь двумя коэффициентами. Но главный недостаток был скорее даже не в показателях, а в их критериальных значениях.

Вышеперечисленные недостатки обусловили необходимость поиска и разработки альтернативных методик оценки прав требований, и в частности – дебиторской задолженности.

Оценке дебиторской задолженности предшествует анализ кредитоспособности дебитора, который может быть проведен по любой известной методике анализа кредитоспособности предприятия.

Затем анализируем применимость трех подходов к оценке рыночной стоимости задолженности.

Затратный подход применительно к оценке задолженности сводится к балансовому. За стоимость задолженности в рамках балансового подхода принимается номинальная стоимость, которая подлежит корректировке с учетом сроков возникновения.

При применении доходного подхода анализируется возможность объекта генерировать определенный доход и определяется текущая стоимость этого дохода.

Здесь методика предусматривает учет роста суммы долга с учетом пени за просрочку.

Для определения рыночной стоимости дебиторской задолженности в рамках доходного подхода необходимо выбрать подходящую ставку дисконтирования и среднее число месяцев, необходимое для ее погашения.

За ставку дисконтирования нередко предлагают принимать, действующую на дату оценки ставку рефинансирования Банка России, либо принимают ставку, рассчитываемую по одной из методик, рассмотренных в разделе 10.4., при этом в качестве рисков рассматривают риски кредитоспособности дебиторов.

Величина рыночной стоимости дебиторской задолженности в рамках доходного подхода определяется путем дисконтирования величины балансовой стоимости дебиторской задолженности на дату проведения оценки.

Для сравнительного подхода на сегодняшний день на рынке долговых обязательств есть возможность найти информацию о ценах на долговые обязательства различных предприятий (MFD-инфоцентр, Росбизнесконсалтинг и др. агентства).

При использовании методов трех классических подходов в оценке дебиторской задолженности, необходимо отметить, что наиболее целесообразным и распространенным в этой оценке является доходный

подход с использованием метода дисконтирования величины потока возврата долгов.

Применение затратного подхода в оценке данного актива менее применимо, поскольку теоретически его применение даст оценку задолженности равную ее балансовому значению.

Использование сравнительного подхода, основанного на информации по аналогичным продажам, достаточно затруднен из-за ограниченного доступа к такой информации.

Применение метода накопления активов может осуществляться при выполнении следующих условий:

- ◆ предприятие обладает значительными материальными и/или финансовыми активами;
- ◆ предприятие является действующим и имеются основания полагать, что в перспективе останется таковым;
- ◆ предприятие является вновь созданным;
- ◆ оцениваемое предприятие является холдингом или инвестиционной компанией;
- ◆ у предприятия отсутствует постоянная предсказуемая клиентура.

В методе ликвидационной стоимости ликвидационная стоимость собственного капитала определяется как разница между ликвидационной стоимостью всех активов затратами на ликвидацию и величиной всех обязательств на дату проведения оценки.

Технологическая последовательность работ по расчету ликвидационной стоимости предприятия включает:

- 1) разработку календарного графика ликвидации активов предприятия;
- 2) расчет рыночной, а затем ликвидационной стоимости активов;
- 3) расчет затрат на ликвидацию организации;
- 4) определение величины обязательств предприятия;
- 5) вычитание из ликвидационной стоимости активов величины затрат на ликвидацию и обязательств предприятия.

Затраты на ликвидацию предприятия включают административные издержки по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации, выходные пособия и выплаты, расходы на перевозку проданных активов и пр. Вырученная от продажи активов денежная сумма, очищенная от сопутствующих затрат, дисконтируется на дату проведения оценки по повышенной ставке дисконтирования, учитывающей связанный с этой продажей риск.

Применение метода ликвидационной стоимости может осуществляться при выполнении следующих условий:

- ◆ предприятие не является действующим или имеются основания считать, что оно прекратит свое существование в ближайшем будущем;
- ◆ оцениваемая доля является контрольной или такой, которая способна вызвать продажу активов;
- ◆ когда стоимость предприятия при ликвидации выше, чем при продолжении деятельности.

10. 7. Определение итоговой величины стоимости. Применение премий и скидок

При определении итоговой величины стоимости оцениваемого объекта, оценщик должен вернуться к началу исследования стоимости объекта оценки и еще раз взвесить правильность выбранной методологии оценки, принятые допущения и ограничения, соответствие полученных результатов и выбранных методов и подходов оценки заданию на оценку.

В этой связи, оценщик:

1. Анализирует задание на оценку (объект, цель и задачу, дату проведения оценки).
2. Определяет условия внешней и внутренней среды, в которой формировалась стоимость объекта оценки.
3. Проверяет правильность выбранной методологии оценки.
4. Согласовывает результаты стоимости, полученные в различных подходах и методах.

Итоговая величина стоимости предприятия (бизнеса) может быть определена путем математического или субъективного взвешивания. Наиболее известен сегодня метод анализа иерархий (МАИ). При формировании итоговой величины стоимости предприятия (бизнеса) необходимо учитывать следующие факторы:

- характеристика объекта оценки (например, как уже отмечалось оценка холдинговых и инвестиционных компаний более объективна в затратном подходе в методе накопления активов);
- цель и задача оценки объекта (цель оценки: оценка инвестиционной стоимости базируется на результатах доходного подхода, ликвидационной стоимости – затратного подхода (метод ликвидационной стоимости) и т.д.; задача оценки: в основе оценки для страхования или для продажи будут лежать различные методики оценки и приоритеты будут отданы при согласовании результатов не одним и тем же подходам);
- качество и количество информации, используемой в конкретном методе (подходе).

При оценке объекта оценщик обязан использовать информацию, обеспечивающую достоверность отчета об оценке как документа, содержащего сведения доказательственного значения. Объем используемой при оценке информации, выбор источников информации и порядок использования информации определяются оценщиком.

Итоговая величина стоимости объекта оценки должна быть выражена в рублях в виде единой величины, если в договоре об оценке не предусмотрено иное (Стандарты оценки, утв. Постановлением Правительства № 519).

Оценка неконтрольных пакетов акций (долей)

В процессе оценки часто требуется определение рыночной стоимости не всего бизнеса, не всех 100% акций, а лишь конкретного пакета (доли, пая).

К факторам, влияющим на стоимость пакета (доли) можно отнести:

- Размер пакета (контрольный, неконтрольный, блокирующий). Как известно, стоимость одной акции в контрольном пакете самая высокая, ниже она будет в блокирующем пакете, и еще ниже в неконтрольном. Такое отличие в стоимости акций одной и той же компании объясняется наличием прав, которыми обладают акционеры соответствующего пакета. Кроме того, имеются исследования, которые указывают на различие в оценках неконтрольных пакетов акций разной величины: чем больше величина пакета, тем выше премия за крупные миноритарные пакеты.
- Степень ликвидности акций. Степень ликвидности акций зависит от нескольких причин: насколько активно осуществляются торги с акциями данной компании; котируются акции на рынке ценных бумаг или нет; могут ли они в принципе котироваться (то есть, какова организационно-правовая форма предприятия); размер пакета и др.
- Тип акционерного общества (открытое или закрытое). Как уже отмечалось, тип общества влияет на стоимость пакета вследствие наличия возможности у общества котировать свои акции на фондовом рынке.
- Наличие привилегированных акций. В соответствии с действующим ФЗ «Об акционерных обществах» привилегированные акции могут конвертироваться в обыкновенные, если по ним не были выплачены или выплачены не полностью дивиденды. Такое обстоятельство может привести к потере соответствующим пакетом своих прав (например, абсолютного контроля).
- Распределение акций между другими акционерами. Важным фактором является понимание распределения акций (долей) между другими владельцами. Не всегда, на первый взгляд, неконтрольный пакет, например 5%, является таковым. Если скажем остальные акции поровну распределены между двумя оставшимися владельцами и они при этом при принятии решений на собрании акционеров расходятся во

взглядах по тем или иным вопросам управления общества, то такой пакет будет блокирующим и одна акция в таком пакете будет стоить существенно выше, чем в неконтрольном.

- Отраслевые различия могут сказываться на размерах премии за контроль, так как степень концентрации производства товаров (услуг) в рамках той или иной отрасли или вида деятельности оказывает существенное влияние на стоимость пакета.
- Приобретение крупными компаниями вертикально интегрированных компаний. Такие сделки, как правило, сопровождаются дополнительными премиями за контроль.
- Страновые различия. Проведенные исследования свидетельствуют о различиях в величине премий за контроль в зависимости от страны (от 6,5% в Швеции до 81% в Италии¹²).
- Особые условия для обществ с ограниченной ответственностью. В соответствии с ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» величина долей в ООО для принятия тех или иных решений отличается от величин пакетов акций в АО, что нужно учитывать при оценке долей в обществах с ограниченной ответственностью.

В оценке бизнеса чаще всего выделяют следующие виды премий и скидок:

- премии:
 - за контрольный характер пакета;
- скидки:
 - за неконтрольный характер пакета;
 - за низкую ликвидность.

По мнению Ш. Пратта¹³ целью применения скидок и премий является необходимость корректировки базовой стоимости, которая будет отражать различия между характерными особенностями оцениваемого пакета (доли) и группы компаний, на основе которой были проведены расчеты ориентировочной стоимости. Все данные по размерам премий и скидок рассчитываются эмпирическим путем.

Премия за контроль представляет собой стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций.

Скидка за неконтрольный характер – величина, на которую уменьшается стоимость акций в оцениваемом пакете с учетом его неконтрольного характера.

Скидка за недостаточную ликвидность возникает вследствие отсутствия у акций ликвидности, то есть возможности быстрого их обращения в наличные деньги с минимальными затратами и по цене, близкой к рыночной.

¹² Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: Методическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – стр. 60

¹³ Шеннон П. Пратт «Оценка бизнеса. Скидки и премии», - пер. с англ. – М.: ЗАО «Квинто-Менеджмент», 2005 – стр. 17

Однако, при более глубоком изучении проблемы, проведенной в указанном пособии Шеннона П. Пратта, рассматривается еще ряд скидок и премий:

- премия за стратегический характер приобретения (премия за присоединение компании целиком (100% пакета)), составляет 20% от стоимости контрольного пакета;
- скидка, связанная со сменой ключевой фигуры (рассматривается в качестве замены премии за риск, связанной с ключевой фигурой в руководстве компании, которая может быть отражена в доходном подходе в рамках расчета ставки дисконтирования и при расчете мультипликаторов в сравнительном подходе);
- пакетная скидка – стоимостное или процентное выражение величины, вычитаемой из рыночной цены акций с целью отражения снижения стоимости пакета акций (в расчете на одну акцию) в случае, когда большой размер пакета не дает возможности его реализации в течение периода времени, характерного для нормального объема пакета. Данное обстоятельство связано с тем, что на рынке возникнет избыток предложения таких акций, что и приведет к падению курса.
- «портфельная» скидка (скидка за неоднородность активов) – возникает в случае продажи многопрофильных компаний целиком или большими частями, объединяющими несколько направлений деятельности, что снижает привлекательность покупки (вследствие дополнительных проблем по управлению непрофильными активами и по их дальнейшей реализации). Скидка определяется с суммы стоимости отдельных составных частей компании.

Важным в оценке является понимание того, от какой базы определяется та или иная величина премии или скидки. В этой связи премии и скидки классифицируют на:

- Применяемые на уровне компании. Применяются к предприятию в целом, являются первичными по отношению ко второй группе премий и скидок. Как правило, базой начисления является контрольный пакет акций. Они могут быть учтены при определении стоимости в доходном подходе в ходе формирования ставки дисконтирования или капитализации и в сравнительном подходе при расчете мультипликаторов. К ним относятся все скидки, кроме скидок на неконтрольный характер и низкую ликвидность.
- Применяемые на уровне акционера. Применяются к долям или пакетам акций, отражают характеристики собственности акционера (контрольный или неконтрольный характер участия в капитале, ликвидность акций). К ним относятся премия за контроль и скидки на неконтрольный характер и низкую ликвидность.

Определение величины премий за контроль и скидок за неконтрольный характер пакета в зарубежной практике определяется на основе следующих эмпирических данных:

1. премии, выплачиваемые при поглощении компаний, по сравнению с ценами продажи миноритарных пакетов акций этих компаний на открытом рынке до объявления о слиянии или поглощении. Данные по премиям за контроль публикуются в ежеквартальном исследовании «Control Premium Study», а также в справочнике «Mergerstat»;
2. данные по скидкам, выраженным в процентах, которые определяются при совершении сделок с неконтрольными пакетами акций компаний, в сравнении со стоимостью лежащих в их основе чистых активов.

В России таких изданий пока нет, поэтому можно рассчитать премию самостоятельно или воспользоваться данными Постановления Правительства № 369 от 31.05.2002г. Результаты зарубежных исследований, к сожалению, для российского рынка не являются репрезентативными.

Скидка за неконтрольный характер пакета, является производной от премии за контроль:

$$П_c = 1 - \frac{1}{1 + П};$$

$П_c$ – скидка за неконтрольный характер;

$\dot{I}$ – премия за контроль.

При формировании скидки за недостаточную ликвидность необходимо учитывать следующие факторы:

1. Величину дивидендов и возможность их выплаты.
2. Возможность свободной продажи акций компании или самой компании (объем потенциального рынка покупателей).
3. Наличие ограничений на операции с акциями компании.
4. Перспективы преобразования организации в открытую (здесь же ограниченность доступа к информации закрытых компаний).
5. Размер и финансовое положение организации.
6. Размер пакета акций (или доли).

Способы определения скидки за недостаточную ликвидность:

1. Анализ акций с ограничениями на продажу. Исследуется различие в ценах акций одних и тех же открытых компаний, обращающихся на открытом рынке и выпущенных акций, но не зарегистрированных для торговли на открытом рынке или имеющие ограничения на свободную куплю-продажу. Такие не зарегистрированные акции могут быть проданы в рамках частных сделок. Западные исследования определяют величину

скидки, определяемую указанным образом в размере 33-35% до 1990 года. После изменения законодательства по снижению срока ограничения на продажу с двух лет до 1 года, скидка стала чуть более 20%¹⁴.

2. Анализ акций до их первоначального публичного предложения. Исследуются сделки с акциями закрытых компаний, которые затем осуществили публичное размещение акций (IPO). Значение скидки, полученное с помощью данного способа, составляет 45-50%.
3. Мультипликатор цена/прибыль для закрытой компании сравнивается с таким же показателем для свободно обращающихся сопоставимых акций.
4. Оценивается стоимость (затраты) на регистрацию акций и брокерских комиссионных, взимаемых за продвижение акций компании на фондовый рынок. Берутся данные расходов в процентном соотношении к стоимости выпускаемых акций.

Последние два способа описаны в учебнике Оценка бизнеса. под редакцией А.Г.Грязновой, М.А. Федотовой¹⁵.

Среднее значение скидки за низкую ликвидность в последние 20 лет составляет 44-47%¹⁶. К сожалению, указанные размеры скидок не могут быть применены для российских условий в силу их неадекватности.

Тип используемого метода оценки определяет необходимость внесения поправок в заключительную оценку. Соотношение между контрольными и неконтрольными, ликвидными и неликвидными долями собственности выглядит следующим образом.

¹⁴ Шеннон П. Пратт «Оценка бизнеса. Скидки и премии», - пер. с англ. – М.: ЗАО «Квинто-Менеджмент», 2005 – стр. 103

¹⁵ Оценка бизнеса. Учебник /под ред. А.Г.Грязновой, М.А. Федотовой. М. Финансы и статистика. 2004

¹⁶ Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса: Методические разработки и рекомендации. В 8 ч. Ч.2. Премии и скидки – М.: МАОК, 2006



Рис.10.1. Соотношение между контрольным и неконтрольным пакетами акций (долями).

На вышеприведенном рисунке приводится процедура оценки стоимости неконтрольного пакета акций (доли), заключающаяся в последовательном вычитании скидок на неконтрольный характер пакета и при необходимости на низкую ликвидность.

Иными словами на первом этапе проводится оценка стоимости 100% пакета акций (доли или пая) всеми возможными методами оценки (кроме метода рынка капитала, так как с помощью данного метода определяется стоимость предприятия на уровне стоимости акций миноритарного пакета). На втором этапе определяется пропорциональная оцениваемому пакету доля. На третьем определяется величина скидки за неконтрольный характер и вычитается из стоимости пакета, полученной на втором этапе. На четвертом при необходимости определяется и вычитается скидка за низкую ликвидность акций.

Если оценщику доступны только данные по стоимости, определенные с помощью метода рынка капитала, то при определении стоимости неконтрольного пакета проводятся те же процедуры за исключением третьего этапа. То есть определяется пропорциональная доля оцениваемого пакета (она уже получена на уровне стоимости акций миноритарного пакета)

и при необходимости определяется и вычитается скидка за низкую ликвидность.

Для оценки стоимости неконтрольного пакета также имеется возможность воспользоваться методом (моделью) дисконтирования дивидендов. Ее использование состоит в определении стоимости 1 обыкновенной акции как суммы текущих стоимостей дивидендов и выручки от перепродажи этой акции. Затем стоимость 1 акции умножается на количество акций в оцениваемом пакете. При необходимости определяется и вычитается скидка за низкую ликвидность. Скидку также можно учесть при формировании ставки дисконтирования в момент дисконтирования доходов от акции и тогда отпадает необходимость в применении скидки за низкую ликвидность.

Однако, надо отметить, что соотношение стоимости пакетов и долей, отраженное на рисунке 10.1., не всегда имеет место быть на практике. Иногда стоимость высоколиквидного миноритарного пакета акций с незначительным объемом прав и с очень высокой ликвидностью может быть наравне (или даже выше) со стоимостью контрольного пакета со средней или низкой ликвидностью. Такой позиции придерживается Американское общество оценщиков.

10.8. Опционный метод оценки бизнеса

Одним из новых (альтернативных) методов оценки бизнеса является опционный метод оценки или метод реальных опционов (ROV-метод – Real Options Valuation).

Метод реальных опционов был предложен рядом зарубежных авторов в середине 1980-х гг., а по отдельным видам опционов – в конце 1970-х гг. Важнейшая особенность метода – его способность учитывать быстро меняющиеся экономические условия, в которых функционируют предприятия.

Опцион (option) – производная ценная бумага, дающая право (но не обязывающая) ее владельцу купить или продать определенный актив (далее – базисный актив) по определенной цене (далее – цена исполнения опциона (strike price)), в определенный момент времени (далее – дата исполнения опциона (expiration date)). Опцион имеет определенный период действия (далее – срок действия опциона).

Базисным активом, лежащим в основе опциона, как правило, являются акции, товары, которыми торгуют на биржах. Но также в качестве базисного актива могут выступать совершенно не связанные с фондовыми рынками и биржами объекты, например: продуктовый патент.

Компания, обладающая продуктовым патентом, по сути, обладает опционом. Компания может (но не обязана) начать производство продукта (или же в случае с опционом, дающим право на покупку базисного актива – исполнить опцион, т. е. купить базисный актив), который она имеет право

производить в соответствии с патентом, в тот момент времени, когда совокупные прибыли от продажи этого продукта превысят совокупные издержки, связанные с запуском производства и производством этого продукта. Или в случае с опционом, дающим право на покупку базисного актива – когда рыночная стоимость базисного актива превысит цену исполнения опциона. Это позволит владельцу опциона получить прибыль в размере разницы между рыночной стоимостью базисного актива в момент исполнения опциона и ценой исполнения опциона – получить ее он может, исполнив опцион на покупку, т. е. купить базисный актив по цене исполнения опциона, и тут же продать его по более высокой рыночной цене.

Можно сказать, что опцион представляет собой возможность совершения того или иного действия (сделки).

Опционы можно классифицировать по различным признакам:

1. По дате исполнения выделяют следующие виды опционов:

- американский опцион – владелец данного вида опционов может совершить сделку (куплю/продажу) с базисным активом в любой день до окончания срока действия опциона;
- европейский опцион – дата исполнения опциона фиксирована – сделка может произойти только в день окончания срока действия опциона.

2. По типу сделки с базисным активом выделяют следующие виды опционов:

- опцион на покупку (опцион «колл» (call)). Такой опцион дает право покупателю опциона приобрести актив, лежащий в основе опциона, у продавца опциона;
- опцион на продажу (опцион «пут» (put)). Такой опцион дает право покупателю опциона продать актив, лежащий в основе опциона, продавцу опциона.

3. По типу базисного актива можно выделить следующие виды опционов:

- опцион на ценные бумаги – базисным активом такого вида опционов являются определенные ценные бумаги;
- валютный опцион – базисным активом такого вида опционов является определенная валюта;
- другие виды опционов.

Помимо перечисленных выше видов опционов существуют, так называемые, реальные опционы.

Реальный опцион, в общем виде, можно представить, как возможность (не просто, как право, а как возможность) совершения того или иного

действия (например, реализации определенного инвестиционного проекта), которой обладают юридические и физические лица.

Реальный опцион – это не обязательно документ (производная ценная бумага), это возможность, которой могут не обладать другие и поэтому обладающая ценностью (стоимостью). В качестве примера, можно привести вышеуказанную ситуацию с компанией, обладающей продуктовым патентом: возможность начать производство продукта (это и есть обладание реальным опционом), который она имеет право производить в соответствии с патентом, обладает определенной стоимостью. Но обладает такая возможность стоимостью только в том случае, если существует вероятность того, что совокупные выгоды от реализации этой возможности превысят совокупные издержки на эту реализацию (если такая вероятность равна нулю, то реальный опцион не обладает стоимостью). Стоимость таких возможностей и позволяет определить метод реальных опционов.

Обычный анализ чистой приведенной стоимости, как правило, занижает стоимость компании (инвестиционного проекта), поскольку не позволяет в полной мере оценить выгоды, связанные с гибкостью и другими стратегическими факторами, такими, например, как последующие инвестиции. Для выявления потенциала гибкости и прочих стратегических факторов можно подразделить реальные опционы на 5 взаимоисключающих, но не исчерпывающих категорий. Приведем их ниже.

1. **Опцион на прекращение деятельности.** Опцион на прекращение (продажу) проекта – это, например, возможность покинуть действующую угольную шахту – по форме аналогичен американскому опциону «пут» на акции. Когда приведенная стоимость активов падает ниже их ликвидационной стоимости (цены продажи), акт прекращения (продажи) проекта эквивалентен исполнению опциона «пут». И поскольку ликвидационная стоимость служит нижним пределом стоимости проекта, опцион на прекращение обладает ценностью. Следовательно, проект, который можно прекратить, стоит дороже такого же проекта, но не дающего этой возможности.
2. **Опцион на отсрочку развития.** Опцион на отсрочку инвестиций в материальные активы по форме аналогичен американскому опциону «колл» на акции. К примеру, арендатор неосвоенного нефтяного месторождения имеет право «приобрести» освоенное месторождение. Однако арендатор может отложить развитие до тех пор, пока не поднимутся цены на нефть. Иными словами, управленческий опцион, создаваемый приобретением неосвоенного месторождения, представляет собой, по сути, опцион на отсрочку. Ожидаемые затраты на освоение можно рассматривать, как цену исполнения опциона «колл». Чистый доход от производства за вычетом истощения запасов в

результате разработки месторождения – это альтернативные издержки отсрочки инвестиций. Если такие издержки слишком высоки, то принимающий решение может предпочесть исполнить опцион (то есть начать разработку месторождения) до истечения его срока. Поскольку опцион на отсрочку инвестиций наделяет менеджеров правом осуществлять инвестиции для наращивания материальных активов, проект, который может быть отложен, стоит больше, чем такой же проект, но не обладающий гибкостью, связанной с возможностью отсрочить развитие.

3. **Опцион на расширение.** Опцион на увеличение масштабов проекта по форме аналогичен американскому опциону «колл» на акции. Например, руководство компании может принять решение построить производственное предприятие с избыточной для планируемого объема выпуска мощностью, чтобы впоследствии иметь возможность увеличить производство, если реализация продукции пойдет более успешно, чем ожидается. Поскольку опцион на расширение наделяет менеджеров правом при благоприятных обстоятельствах осуществлять дополнительные последующие инвестиции (скажем, для увеличения темпов производства), постольку проект, масштабы которого могут быть расширены, стоит дороже такого же проекта, но не обладающего подобной гибкостью. Практически опцион на расширение с большим трудом поддается стоимостной оценке, ибо с ним сопряжено сложное «дерево» решений; ведь этот опцион может быть исполнен путем создания избыточных мощностей сегодня или через год и т. д.
4. **Опцион на сокращение.** Опцион на сокращение масштабов проекта по форме аналогичен американскому опциону «пут» на акции. Многие проекты можно организовать таким образом, чтобы в будущем уменьшить объем производства. Этого позволяет добиться, например, модульная структура. Запланированные на будущее расходы по проекту эквивалентны цене исполнения опциона «пут». Поскольку опцион на сокращение наделяет менеджеров правом при неблагоприятных обстоятельствах ужать масштабы деятельности, постольку проект, который может быть сокращен, стоит дороже такого же проекта, но не обладающего подобной гибкостью.
5. **Опцион на смену деятельности.** Это наиболее общий тип опционов. По сути, опцион на смену деятельности в рамках проекта представляет собой портфель опционов, состоящий из опционов, как на покупку («колл»), так и на продажу («пут»). Например, возможность возобновить операции по замороженному в настоящий момент проекту аналогична американскому опциону «колл», а приостановить деятельность

(закрыть предприятие) в неблагоприятных обстоятельствах – американскому опциону «пут». Затраты на возобновление или остановку можно рассматривать как цену исполнения опциона «колл» или «пут». Проект, позволяющий резко переходить от активной деятельности к полной ее остановке (или переносить операции с одного предприятия на другое и т. п.), стоит дороже такого же проекта, но не обладающего подобной гибкостью.

Применение метода реальных опционов к оценке стоимости акционерного капитала компании и к оценке стоимости инвестиционного проекта

Рассмотрим ситуацию, когда метод реальных опционов применяется для оценки акционерного (собственного) капитала компании.

Если компания берет кредит, она фактически продает свои активы кредиторам, имея при этом опцион «колл» на их выкуп (по цене основного долга с процентами). Если к моменту погашения кредита стоимость активов превысит обязательства, компания погасит долг, сняв тем самым обременение со своих активов. В противном случае, компания предпочтет не исполнять опцион, и подвергнуться процедуре банкротства (в этом случае принцип ограниченной ответственности защищает акционеров, т. к. позволяет кредиторам предъявлять требования только на активы компании, но не на другую собственность акционера).

В этом случае:

- стоимость опциона «колл» – стоимость акционерного капитала компании;
- цена исполнения опциона – сумма долга с процентами;
- базисный актив – активы компании;
- дата исполнения опциона – дата погашения кредита (если у компании несколько не погашенных кредитов с разными датами погашения, то дата исполнения опциона определяется, как дюрация долга компании¹⁷, по формуле:

$$\dot{O} = \sum_{i=1}^k \frac{\ddot{A}_i \dot{O}_i}{\ddot{A}_{i\dot{a}\dot{u}}},$$

где T – дюрация долга компании;

D_i – сумма i -долга;

T_i – продолжительность i -долга;

$D_{общ}$ – общая сумма долга компании.

¹⁷ Дюрация здесь – это средневзвешенная продолжительность совокупного долга компании.

Рассмотрим ситуацию, когда метод реальных опционов применяется для оценки инвестиционного проекта.

Если компания обладает возможностью реализовать определенный инвестиционный проект (к инвестиционным проектам можно отнести любое инвестирование (вложение) денег с ожидаемой в будущем отдачей от этих вложений), она, по сути, обладает реальным опционом. Например, обладание продуктовым патентом – это возможность реализовать инвестиционный проект, связанный с производством и реализацией запатентованного продукта. Или обладание правом разработки нефтяного месторождения – это возможность реализовать инвестиционный проект, связанный с добычей и реализацией нефти.

В этом случае:

- стоимость опциона – стоимость инвестиционного проекта;
- цена исполнения опциона – стоимость реализации инвестиционного проекта (в случае с продуктовым патентом – это совокупные расходы по производству продукта, в случае с нефтяным месторождением – это совокупные расходы на добычу нефти);
- базисный актив – товары (работы, услуги), реализация (оказание, выполнение) которых и принесет предполагаемый доход от инвестиционного проекта (в случае с продуктовым патентом – запатентованный продукт, в случае с нефтяным месторождением – нефть);
- дата исполнения опциона – дата, до которой еще есть возможность реализовать инвестиционный проект с предполагаемой отдачей.

Если какая-нибудь компания почти не имеет материальных активов, а обладает только реальными опционами (например, продуктовыми патентами), то ее стоимость будет равна сумме стоимостей реальных опционов, которыми она обладает.

Таким образом, метод реальных опционов применяется в случаях, когда:

1. Стоимость рассчитанная «традиционными» подходами – отрицательная или близкая к нулю величина;
2. Компания почти не обладает материальными активами.

Методы расчета стоимости опционов на ценные бумаги

На сегодняшний день существуют определенные методы оценки опционов на ценные бумаги (которые мы рассмотрим ниже), но так как и опционы на ценные бумаги и реальные опционы обладают одними и теми же

характеристиками, то к расчету стоимости вторых можно применить методику расчета стоимости первых.

Биномиальная модель

Наиболее известная дискретная временная модель – это биномиальная модель, разработанная в конце 1970-х гг.

Биномиальные модели предполагают, что основная случайная переменная (цена базисного актива, лежащего в основе опциона) характеризуется биномиальным распределением. Применение биномиальных моделей к ценообразованию опционов подразумевает моделирование цены актива, лежащего в основе опциона, как биномиального процесса для определения распределения этой переменной на момент исполнения. Затем рассчитывается будущая стоимость опциона и дисконтируется к настоящей (текущей) стоимости. Таким образом, определяется текущая цена опциона.

Допустим, что в конце года цена базисного актива либо поднимется, либо упадет по сравнению с первоначальным уровнем:

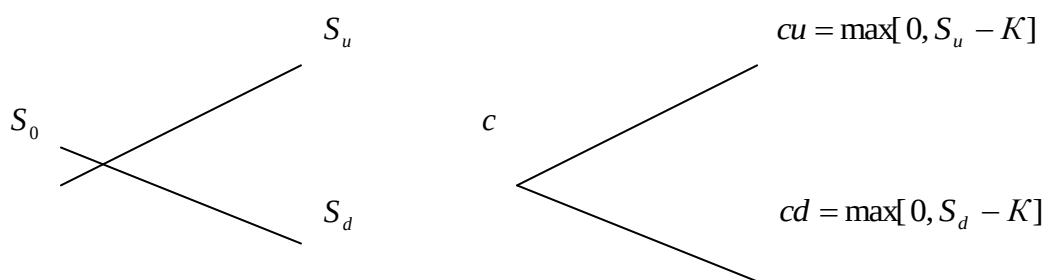


Рис. 10.2.. Одноуровневое биномиальное дерево цены базисного актива и стоимости опциона

На рисунке 10.2. введены следующие условные обозначения:

S_0 – стоимость базисного актива в начальный момент времени;

S_u – стоимость базисного актива через единичный период времени в случае повышения цены;

S_d – стоимость базисного актива через единичный период времени в случае понижения цены;

c – стоимость опциона в начальный момент времени;

K – цена исполнения опциона;

c_u – цена опциона через единичный период времени в случае повышения стоимости базисного актива (как она рассчитывается, указано чуть ниже);

c_d – цена опциона через единичный период времени в случае понижения стоимости базисного актива (как она рассчитывается, указано чуть ниже).

Заметим, что u – это коэффициент движения вверх стоимости базисного актива ($1 +$ относительный прирост стоимости), а d – это коэффициент движения вниз стоимости базисного актива ($1 -$ относительное падение стоимости). При этом накладывается условие, что стратегия вложения средств в опционы является безрисковой и ставка дохода по опциону также является безрисковой.

Расчет справедливой стоимости опциона в рамках одноуровневой биномиальной модели производится по следующей формуле:

$$c = \frac{[cu \frac{(R-d)}{(u-d)} + cd \frac{(u-R)}{(u-d)}]}{R},$$

где c – стоимость опциона;

cu – цена опциона через единичный период времени в случае повышения стоимости базисного актива (Цена опциона «колл» в таком случае будет равна разнице между стоимостью базисного актива через единичный период времени и его текущей стоимостью, стоимость опциона «пут» в таком случае равна нулю, т. к. исполнять его не имеет смысла. Предполагается, что цена исполнения опциона – текущая стоимость базисного актива.);

cd – цена опциона через единичный период времени в случае понижения стоимости базисного актива (Цена опциона «пут» в таком случае будет равна разнице между текущей стоимостью базисного актива и его стоимостью через единичный период времени, стоимость опциона «колл» в таком случае равна нулю, т. к. исполнять его не имеет смысла. Предполагается, что цена исполнения опциона – текущая стоимость базисного актива.);

u – коэффициент движения вверх стоимости базисного актива ($1 +$ относительное прирост стоимости базисного актива);

d – коэффициент движения вниз стоимости базисного актива ($1 -$ относительное падение стоимости базисного актива);

R – коэффициент наращения по безрисковой ставке ($1 +$ безрисковая ставка процента).

Упростим приведенное выше выражение, приняв за p вероятность повышения цены базисного актива, а вероятность понижения цены за $(1 - p)$:

$$p = \frac{R-d}{u-d},$$

$$1-p = \frac{u-R}{u-d},$$

$$c = \frac{[pcu + (1-p)cd]}{R}$$

В приведенных выше рассуждениях предполагалось, что время между настоящим моментом и моментом исполнения опциона было разделено лишь на один период. Однако биномиальный подход можно обобщить таким образом, что срок действия опциона может быть разделен на любое количество временных периодов или биномиальных испытаний.

Независимо от количества биномиальных испытаний используется один и тот же принцип для нахождения стоимости опциона в каждом узле дерева, начиная от момента исполнения опциона к настоящему временному периоду и, таким образом, к текущей цене опциона.

Пример.

Необходимо определить стоимость реального европейского опциона «колл» (или же стоимость инвестиционного проекта), которым обладает компания. Реальный опцион состоит в возможности реализации инвестиционного проекта по производству и реализации наукоемкой продукции.

Исходные данные:

- *предполагаемое движение вверх цены базисного актива = движение вверх стоимости наукоемкой продукции = 70%;*
- *предполагаемое движение вниз цены базисного актива = движение вниз стоимости наукоемкой продукции = 40%;*
- *текущая стоимость базисного актива = цена исполнения опциона = совокупные расходы на реализацию проекта = стоимость наукоемкой продукции (или же совокупные доходы от проекта) = 10 ден. ед.;*
- *безрисковая процентная ставка = 8%.*

Решение:

Для начала рассчитаем вероятность повышения цены базисного актива (наукоемкой продукции):

$$p = \frac{R - d}{u - d} = \frac{1,08 - (1 - 0,4)}{(1 + 0,7) - (1 - 0,4)} = 0,4364 \text{ (или } 43,64\%)$$
$$(1 - p) = 56,36\%$$

Исходя из условий задачи, в случае повышения цены, базисный актив (наукоемкая продукция) через единичный период времени будет стоить на 70% больше или 17 ден. ед., т. е. цена опциона «колл» составит 7 ден. ед. (17 – 7 = 7), т. к. именно такую прибыль принесет его исполнение.

Исходя из условий задачи, в случае понижения цены, базисный актив (наукоемкая продукция) через единичный период времени будет стоить на 40% меньше или 6 ден. ед., цена опциона в таком случае будет равна нулю (т. к. смысла его исполнять не будет).

Для определения стоимости опциона (инвестиционного проекта) применим формулу, приведенную выше:

$$c = \frac{[pcu + (1-p)cd]}{R} = \frac{[0,4364 * 7 + (1 - 0,4364) * 0]}{1,08} = 2,83 \text{ ден. ед.}$$

Модель Блэка-Шоулза

Если временной интервал между испытаниями становится бесконечно малым, т. е. торговля, в сущности, происходит непрерывно, то биномиальная модель становится моделью Блэка-Шоулза. Исходной предпосылкой модели выступает нормальное распределение вероятностей.

На базе этой посылки составляется основная формула модели (относительно европейского опциона «колл»):

$$V = S N(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2),$$

где V – стоимость опциона (в случае, когда мы оцениваем акционерный капитал какой-либо компании – это стоимость акционерного капитала, в случае, когда мы оцениваем стоимость инвестиционного проекта – это стоимость инвестиционного проекта);

S – текущая стоимость базисного актива (в случае, когда мы оцениваем акционерный капитал какой-либо компании – это стоимость активов компании (лучше рыночная), в случае, когда мы оцениваем стоимость инвестиционного проекта – это текущая стоимость товаров (работ, услуг), реализация (оказание, выполнение) которых и принесет предполагаемый доход от инвестиционного проекта (или же совокупные доходы от инвестиционного проекта);

K – цена исполнения опциона (в случае, когда мы оцениваем акционерный капитал какой-либо компании – это сумма долга с процентами, в случае, когда мы оцениваем стоимость инвестиционного проекта – это стоимость реализации инвестиционного проекта (или же совокупные расходы на реализацию инвестиционного проекта);

$$e = 2,7183;$$

$N(d_1)$, $N(d_2)$ – вероятности того, что при нормальном распределении со средней величиной равной нулю и стандартным отклонением равным единице, результат будет соответственно меньше d_1 и d_2 ¹⁸;

¹⁸ Для расчета значений $N(d_1)$ и $N(d_2)$ в программе Microsoft Excel необходимо использовать функцию «НОРМРАСПР». Для расчета $N(d_1)$ входные данные для этой функции будут следующими: $x = d_1$; среднее = 0; стандартное отклонение = 1; интегральная = ИСТИНА, т. е. «НОРМРАСПР(d_1 ;0;1;ИСТИНА)». Для расчета $N(d_2)$ входные данные для этой функции будут следующими: $x = d_2$; среднее = 0; стандартное отклонение = 1; интегральная = ИСТИНА, т. е. «НОРМРАСПР(d_2 ;0;1;ИСТИНА)».

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + (r + 0,5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}};$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T};$$

где r – безрисковая процентная ставка;

σ – стандартное отклонение вероятностей (σ^2 – дисперсия) (в случае, когда мы оцениваем акционерный капитал какой-либо компании – это дисперсия стоимости акций компании);

T – срок действия опциона, годы (в случае, когда мы оцениваем акционерный капитал какой-либо компании – это дюрация долга компании, в случае, когда мы оцениваем стоимость инвестиционного проекта – это количество лет, в течение которого возможна реализация инвестиционного проекта).

Пример.

У компании есть возможность начать и осуществить определенный инвестиционный проект в течение следующих 15 лет. Стоимость затрат на запуск и осуществление этого инвестиционного проекта составляет 550 000 ден. ед. Приведенная стоимость доходов, которые могут быть получены от реализации этого проекта оценивается в 450 000 ден. ед. Но существует вероятность того, что продукция выпускаемая в рамках этого проекта будет пользоваться большим спросом. В таком случае, денежные потоки по проекту могут возрасти. Дисперсия денежных потоков оценивается в 0,25. Безрисковая ставка процента составляет 8%. Дивидендная доходность равна 0.

Необходимо определить стоимость реального опциона, которым обладает компания, используя модель Блэка-Шоулза.

Решение:

- *стоимость базисного актива = приведенная стоимость доходов от проекта = $S = 450\,000$ ден. ед.;*
- *цена исполнения опциона = стоимость запуска и осуществления проекта = $K = 550\,000$ ден. ед.;*
- *срок действия опциона = $T = 15$ лет;*
- *дисперсия стоимости базисного актива = $\sigma^2 = 0,25$;*
- *безрисковая ставка процента = $r = 8\%$.*

Сначала рассчитаем d_1 и d_2 :

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + (r + 0,5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}} = \frac{\ln\left(\frac{450000}{550000}\right) + (0,08 + 0,5 * 0,25) * 15}{\sqrt{0,25} * \sqrt{15}} = 1,4843$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T} = 1,4843 - \sqrt{0,25} * \sqrt{15} = - 0,4522$$

$$N(d_1) = 0,9311, N(d_2) = 0,3256$$

Теперь рассчитаем стоимость опциона:

$$c = S N(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2) = 450000 * 0,9311 - 550000 * 2,7183^{-0,08*15} * 0,3256 = 407\,974,2$$

ден. ед.

10.9. Модель Эдвардса- Белла-Ольсона (ЕВО)

Данная модель Ольсона, являясь развитием идей многих экономистов XX века, и, в частности, Эдвардса и Белла (поэтому модель часто называют ЕВО – Edwards-Bell-Ohlson), представляет собой одну из наиболее перспективных современных разработок в теории оценки стоимости компании. Модель ЕВО позволяет выражать стоимость акционерного капитала через данные бухгалтерской отчетности, с учетом вносимых в нее корректировок, связанных с неадекватным отражением стоимости имущества предприятия. Согласно данной модели, стоимость компании выражается через текущую стоимость ее чистых активов и дисконтированный поток «сверхдоходов» или избыточной прибыли (отклонений прибыли от «нормальной», т.е. средней по отрасли величины).

Развитие модели ЕВО тесно взаимосвязано с концепцией экономической добавленной стоимости (economic value added – EVA), поскольку обе они восходят к идее «остаточной прибыли» (residual income), т. е. прибыли за минусом ожидаемого уровня доходности. Экономическая добавленная стоимость за период времени t равна:

$$EVA_t = P - r * A_{t-1},$$

где EVA_t – экономическая добавленная стоимость;

P – стоимость всех активов компании в начале периода t ;

r – стоимость привлечения и обслуживания капитала (в процентах);

A_{t-1} – фактическая прибыль, полученная от использования капитала за период t .

Приведенное выше соотношение отражает создание стоимости на сумму остаточной прибыли компании.

Отличие EVA от ЕВО – в том, что EVA охватывает весь вложенный в компанию капитал (акционерный и заемный), а ЕВО – только собственный (акционерный), хотя ЕВО может быть построена и для всего инвестированного капитала компании.

Модель ЕВО базируется на трех основных предположениях:

1. Цена компании равна текущей стоимости ожидаемых дивидендов:

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[d_{t+i}]}{(1+r)^i},$$

где P_t – стоимость компании;

d_{t+i} – поток дивидендов в момент времени $t+i$;

r – стоимость обслуживания собственного капитала компании, ставка дисконтирования;

$E_t[...]$ – математическое ожидание переменной, т. е. ее наиболее вероятное значение.

Приведенное выше равенство представляет собой стандартную модель дисконтирования дивидендов Гордона-Шапиро (DDM), частным случаем которой и является модель ЕВО.

2. Соотношение чистого прироста (clean surplus relation, CSR):

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t,$$

где b_t – стоимость чистых активов в момент времени t ;

b_{t-1} – стоимость чистых активов в момент времени $t-1$;

x_t – чистая прибыль за период от $t-1$ до t ;

d_t – дивиденды в момент времени t .

3. Выразив d_t из предыдущего равенства и подставив это в DDM, получим следующее выражение:

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[b_{t+i-1} + x_{t+i} - b_{t+i}]}{(1+r)^i}$$

Несложные математические преобразования позволяют привести данное выражение к виду:

$$P_t = b_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[x_{t+i} - r_e \times b_{t+i-1}]}{(1+r)^i} - \frac{E_t[b_{t+\infty}]}{(1+r)^{\infty}}$$

Очевидно, что ожидаемое значение последнего элемента в формуле равно нулю.

Определим «остаточную прибыль» (residual income) или «сверхдоходы» (abnormal earnings – термин, иногда встречающийся в экономической литературе и обозначающий то же, что и residual income) как:

$$x_t^a = x_t - r^* b_{t-1},$$

Тогда цена компании может быть определена как сумма чистых активов и текущей стоимости будущих сверхдоходов.

Следовательно, цена компании может быть определена как сумма чистых активов и текущей стоимости будущих сверхдоходов:

$$P_t = b_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[x_{t+i}^a]}{(1+r)^i}$$

Здесь же основной задачей является спрогнозировать сумму ожидаемой сверхприбыли. В таком варианте метод ЕВО сохраняет те же проблемы, что и все методы, основанные на прогнозировании денежных потоков. Прорывом в области практического использования являются последующие работы Ольсона, в которых он предложил принцип линейной информационной динамики. Это позволило существенно упростить расчетные формулы, отказаться от субъективных прогнозов потока сверхприбылей и сократить объем исходной информации.

Модель линейной информационной динамики представляется системой уравнений авторегрессии:

$$\begin{aligned} x_{t+1}^a &= \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1,t+1} \\ v_{t+1} &= \gamma v_t + \varepsilon_{2,t+1} \end{aligned}$$

где v_t – информация о будущих «сверхдоходах»;

ω и γ – постоянные параметры авторегрессии, значение которых меняются от 0 до 1;

$\varepsilon_{1,t+1}$ и $\varepsilon_{2,t+1}$ – остатки авторегрессии, математическое ожидание которых равно 0.

Российскими авторами значения ω и γ определены по данным рынка РТС (Российской торговой системы) и составляют: $\omega = 0,77$, $\gamma = 0,34$. Экономический смысл этой модели следующий. Уравнения отражают тот факт, что на свободном рынке «сверхприбыли», генерируемые компанией, не могут оставаться сколь угодно долго. Со временем сверхприбыли должны уменьшиться, и компания по уровню доходности выравнивается с другими компаниями этого класса. Динамика выравнивания сохраняется одинаковой в отношении множества различных компаний, что делает возможным определение коэффициентов рассматриваемой системы на основе статистических данных.

Значения 0,61 и 0,45, а так же 0,46 и 0,34 рассчитаны западными экономистами для компаний, выплачивающих и не выплачивающих дивиденды соответственно. Более быстрое падение сверхприбыли до нуля

(приближение прибыли к среднеотраслевой) для западных компаний можно объяснить более высоким уровнем конкуренции.

После включения уравнений линейной информационной динамики формула расчета принимает следующий вид:

$$P_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t,$$

$$\text{где } \alpha_1 = \frac{\omega}{(1+r-\omega)};$$

$$\alpha_2 = \frac{(1+r)}{(1+r-\omega)(1+r-\gamma)}.$$

Ольсон определяет v_t термином «другая информация», которая равна разнице между ожидаемыми «сверхдоходами» за период времени $t+1$, основанными на имеющейся бухгалтерской информации, и ожидаемыми «сверхдоходами» за текущий период:

$$v_t = E[x_{t+1}^a] - \omega x_t^a$$

В свою очередь:

$$E[x_{t+1}^a] = E[x_{t+1}] - r b_t$$

Таким образом, функция цены компании P_t согласно модели Ольсона зависит от b_{t-1} , b_t , x_t , r , ω , γ и $E[x_{t+1}]$.

Значения переменных b_{t-1} , b_t и x_t без труда можно найти в бухгалтерской отчетности.

10.10. Создание стоимости компании.

Исторически, развитие методик управления стоимостью обусловила постоянно увеличивающаяся сложность внутренней и внешней корпоративной среды. Данные процессы и по сей день остаются высоко взаимосвязанными.

В зависимости от степени применения и уровня развития данного направления во времени, выделяются несколько периодов.

Во-первых, следует отметить, что до периода промышленной революции компании были относительно небольшие и обладали не сложной структурой. Внешние условия, окружающая среда компаний также являлись относительно ясными и устойчивыми. В этой ситуации необходимости в управлении стоимостью не возникало.

Первый этап в современной литературе называется косвенное управление стоимостью. Он охватывает период с 1800 по 1890 гг. В данном

периоде появляются самые ранние формы повышения эффективности деятельности компаний, которые непосредственно к управлению стоимостью отношения не имеют. Благодаря промышленной революции, становится возможным достигать экономии затрат за счет роста производства, инвестирования в оборудование и увеличения производительности труда. В дальнейшем, развитие различного рода бизнесов все более затрудняет прямое управление, и все более и более важным становится анализ эффективности и производительности, в основном производственных процессов. В течение 19-го столетия, данные методы существенно улучшаются и используются для оценки эффективности децентрализованных управленческих процессов, но как таковые еще не ориентированы на управление стоимостью компании в целом.

Второй этап охватывает период с 1890 по 2000 гг. Со временем, корпорации становятся все более сложными. Диверсификация деятельности затрагивает как ассортимент продукции, так и сам бизнес, количество активов (компаний), принадлежащих владельцам. Распределение активов требует лучшего информационного сопровождения и оценки результатов их деятельности, сравнения с другими аналогичными активами. В среде бухгалтерского учета появляется такой показатель, как рентабельность инвестиций (ROI), который первоначально используется только высшим руководством для распределения избыточного капитала и оценки его использования.

В 1938 году, Грант осуществляет первые попытки использования временной стоимости денег для принятия решений об инвестировании в какие-либо проекты.

В 1964 году впервые выходит статья, посвященная использованию дисконтированного денежного потока (DCF) фактически для оценки инвестиций. В 1964 году, профессор Шарп разрабатывает модель оценки капитальных активов, и в 1973 г. Блэк и Шоулз разрабатывают модель оценки опционов.

В 1986 году Альфред Раппопорт выпускает основополагающую книгу "Создание стоимости для акционеров", а в 1994 году Джим Мактагерт использует термин управление стоимостью в книге "Приоритет стоимости: Менеджмент для получения доходов в интересах акционеров". С этого момента, принципы создания, управления и оценки стоимости бизнеса в интересах акционеров непосредственно внедряются в корпоративную стратегию. Параллельно появляются показатели рыночной добавленной стоимости (MVA), а также экономической добавленной стоимости (EVA) и другие, главным образом для того, чтобы помочь оценить и максимизировать стоимость корпораций и инвестиций.

Помимо вышеобозначенных показателей, появляются и становятся популярными стратегии и концепции, направленные на перепозиционирование миссий и стратегий организаций в область создания и управления стоимостью:

- Дюпон-анализ.

- Сбалансированная система показателей (Balanced ScoreCard).
- Пентаграмма структурной перестройки и другие концепции.

В итоге, в Западной Европе и США управление стоимостью входит в систему Value-Based Management (VBM) - менеджмент, нацеленный на:

1. создание стоимости;
2. управление стоимостью;
3. оценку стоимости.

Путь к пониманию создания стоимости начинается с понимания модели публичной компании. Эта модель оценивает поступления будущих денежных потоков и показывает стоимость через рыночные котировки акций, которые отражают восприятие инвестором относительного уровня риска и доходности компании.

Создаваемая стоимость и доход на инвестированный капитал – достаточно ясные показатели при инвестициях в обыкновенные акции публичных корпораций. Инвесторы ожидают будущих денежных поступлений, которые они получают в виде выплаты дивидендов и положительной разницы в цене при продаже акций. Повышение курса акций есть функция ожидаемых денежных поступлений в последующих периодах, а также ожидаемого роста этих поступлений. Таким образом, стоимость обыкновенной акции публичной компании в конечном счете может быть сведена к дивидендным выплатам и ожидаемому росту этих денежных поступлений, отражаемому в повышении рыночного курса акций.

Особенностью оценки стоимости непубличной (частной) компании является отсутствие обращающихся на рынке ценных бумаг, в связи с чем возникает проблема выбора подхода к определению стоимости компании.

Тем не менее, с точки зрения управления стоимостью наиболее точным и включающим основные факторы стоимости, считается метод дисконтированного денежного потока.

Таким образом, разграничение данных понятий позволяет выделить управление стоимостью в отдельный блок VBM, представляющий отдельную область знаний. Развитие системы управления стоимостью изначально развивалось в рамках других дисциплин, поэтому для целостного понимания необходимо, прежде всего, рассмотреть показатели, детализирующие управление стоимостью, а также стратегии, нацеленные на создание и максимизацию стоимости.

10.10.1. Показатели стоимости, используемые в рамках концепции управления стоимостью компании

Концепция экономической добавленной стоимости (EVA)

Концепция экономической добавленной стоимости (EVA – Economic Value Added) была разработана Стюартом и даже зарегистрирована компанией Stern Stewart & Co.

EVA – самый известный и наиболее распространенный из всех существующих показателей, предназначенных для оценки процесса создания стоимости компании. Причина в том, что данный показатель сочетает простоту расчета и возможность определения стоимости компании, а также позволяет оценивать эффективность как предприятия в целом, так и отдельных его подразделений.

EVA является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная – о ее снижении.

На сегодняшний день показатель экономической добавленной стоимости (EVA) используется в сотнях ведущих мировых компаний.

Экономическая добавленная стоимость фирмы определяется по формуле:

$$EVA = (ROIC - WACC) * CI,$$

где EVA – экономическая добавленная стоимость, созданная всем инвестированным в компанию капиталом;

ROIC – рентабельность инвестированного в компанию капитала;

WACC – средневзвешенная стоимость привлечения инвестированного в компанию капитала;

CI – инвестированный в компанию капитал (стоимость активов компании), в абсолютном выражении.

Существует второй способ расчета указанного показателя:

$EVA = \text{Прибыль после выплаты налогов (NOPAT)} - \text{Средневзвешенная стоимость капитала} * \text{Инвестированный капитал}$

Для расчета стоимости фирмы (всего капитала) необходимо определить текущую стоимость потоков добавленной стоимости за каждый период, а также учесть уже осуществленные вложения капитала:

$$V = CI + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t},$$

где V – стоимость компании (в абсолютном выражении);

CI – инвестированный в компанию капитал (в абсолютном выражении);

EVA_t – экономическая добавленная стоимость, созданная всем инвестированным в компанию капиталом в момент t ;

WACC – средневзвешенная стоимость привлечения инвестированного в компанию капитала.

Для проведения расчетов сначала необходимо спрогнозировать рентабельность активов, причем учесть ее изменение для всех инвестиций в

будущем. Рентабельность активов, в свою очередь, будет зависеть от изменения размеров инвестированного капитала и полученной прибыли. То есть, необходимо осуществлять примерно те же прогнозы, что и при методе дисконтированных денежных потоков.

Рыночная добавленная стоимость (MVA)

По-видимому, MVA - самый очевидный критерий создания стоимости, рассматривающий в качестве последней рыночную капитализацию и рыночную стоимость долгов компании.

MVA рассчитывается как разница между рыночной ценой капитала и инвестированным в компанию капиталом:

$$MVA = \text{Рыночная стоимость долга} + \text{рыночная капитализация} - \text{совокупный капитал}^*$$

* следует учитывать, что в балансовую оценку совокупного капитала должны быть внесены поправки для устранения искажений, вызванных методами учета и некоторыми учетными принципами.

С точки зрения теории корпоративных финансов MVA отражает дисконтированную стоимость всех настоящих и будущих инвестиций.

Как отмечалось выше, показатель, лежащий в основе системы управления стоимостью, должен не только отражать стоимость компании, но и показывать эффективность принятия решений на всех уровнях иерархии, а также служить инструментом мотивации. Рассматриваемый показатель (MVA) не отвечает данным требованиям, т.к. на рыночную капитализацию оказывают влияние многие факторы, часть из которых неподконтрольна менеджменту компании. Более того, если результаты работы компании будут оцениваться по данному показателю и мотивационные схемы будут также привязаны к нему, то это может привести к тому, что руководство будет принимать решения, оказывающие краткосрочное влияние на курсовую стоимость акций, но разрушающие стоимость в долгосрочной перспективе (например, программы сокращения затрат за счет масштабного сокращения бюджета научно-исследовательских разработок). Но, как известно, одной из основных целей системы управления стоимостью является координация и мотивация принятия решений, ведущих к созданию долгосрочных конкурентных преимуществ, так как стоимость компании определяется суммой будущих денежных потоков. В ответ на данные недостатки возник целый ряд альтернативных показателей стоимости.

Добавленная стоимость акционерного капитала (SVA)

В работах Альфреда Раппапорта SVA определяется как приращение между двумя показателями - стоимостью акционерного после некоторой операции и стоимостью того же капитала до этой операции. Часто дается

несколько иная трактовка: SVA - это приращение между расчетной стоимостью акционерного капитала (например, методом дисконтированных денежных потоков) и балансовой стоимостью акционерного (собственного капитала). Несмотря на существенные различия этих двух подходов между ними есть общее - для определения SVA необходимо определить рыночную стоимость акционерного капитала. Для этого используются широко известные методы оценки стоимости компании путем дисконтирования денежных потоков. В упрощенном виде данная процедура включает следующие этапы:

1. Определяются потоки денежных средств (это могут быть как потоки всем владельцам капитала, так и только собственникам) в пределах горизонта планирования.
2. Определяется ставка дисконтирования. За последнюю принимается средневзвешенная цена капитала (WACC) в случае учета денежных потоков всем владельцам капитала или стоимость собственного капитала в случае учета денежных потоков, приходящихся на владельцев акционерного капитала. Определяется сумма дисконтированных денежных потоков в пределах горизонта планирования.
3. Определяется продленная (стоимость завершающего денежного потока - terminal value), т.е. дисконтированная стоимость денежных потоков за пределами горизонта планирования.
4. Определяется суммарная дисконтированная стоимость денежных потоков. Данная величина и принимается в качестве стоимости всего капитала компании (в случае, если в расчет брались денежные потоки всем владельцам капитала) или в качестве стоимости непосредственно акционерного капитала (в случае, если учитывались денежные потоки владельцам акционерного капитала). В первом случае для получения стоимости акционерного капитала необходимо будет определить расчетную стоимость долговых инструментов и вычесть ее из суммарной стоимости компании.
5. В заключение к полученной величине (стоимости акционерного капитала фирмы) применяется ряд корректировок - например, прибавляется стоимость нефункционирующих активов, т.к. предполагается, что оценка приведенных денежных потоков определяет стоимость только функционирующих активов. При этом под нефункционирующими активами понимаются активы, не используемые в основной деятельности (например, денежные средства, превышающие потребности для обслуживания текущих потребностей и предназначенные для поглощения другой компании).
6. Непосредственный расчет SVA:
$$SVA = \text{расчетная стоимость акционерного капитала (итог пункта 5)} - \text{балансовая стоимость акционерного капитала}$$

Основным недостатком данной модели является трудоемкость расчетов и сложности, связанные с прогнозированием денежных потоков.

Ставка возврата инвестиций (CFROI)

Одним из недостатков показателя EVA, рассмотренного выше, является игнорирование денежных потоков. Данный недостаток устраняется при расчете показателя CFROI:

CFROI = Скорректированные денежные притоки (cash in) в текущих ценах / скорректированные денежные оттоки (cash out) в текущих ценах

Другим преимуществом данного показателя по сравнению с EVA является тот факт, что как денежные потоки, генерируемые существующими и будущими активами, так и первоначальные инвестиции выражаются в текущих ценах, т.е. учитывается фактор инфляции.

Для расчета показателя CFROI необходимо выполнить следующие действия:

1. Выявить денежные притоки в течение экономического срока службы активов. Данный срок рассчитывается как отношение суммарной стоимости активов к амортизационным отчислениям.
2. Рассчитать величину суммарных активов, которая и будет выступать в качестве оттока денежных средств.
3. Скорректировать как оттоки, так и притоки на коэффициенты инфляции, т.е. привести к текущим ценам.
4. Внести ряд поправок в расчетные величины (денежные потоки, суммарные активы) для нивелирования различных искажений, вызываемых учетными принципами. Так, например, для расчета денежных притоков чистый доход корректируется на суммы амортизации, проценты по заемному капиталу, выплаты по договорам лизинга и т.д. Балансовая стоимость активов корректируется на суммы накопленной амортизации, стоимость имущества, полученного по договорам лизинга и т.д.
5. Рассчитать CFROI как ставку, при которой суммарные денежные оттоки будут равны суммарным денежным притокам.

Если показатель CFROI превышает требуемый инвесторами средний уровень, то компания создает стоимость и наоборот, если CFROI ниже требуемой доходности, то стоимость компании будет понижаться.

Одним из главных недостатков данной модели является то, что результат выражается не в сумме созданной (или разрушенной) стоимости, а в виде относительного показателя. Данный факт может служить препятствием при внедрении на предприятии системы VBM, так как для некоторых нефинансовых менеджеров интерпретация данного показателя может не быть столь же ясной, как, например, EVA.

Другим недостатком данного подхода является сложность расчета показателя CFROI, так как для этого необходимо идентифицировать все денежные потоки, генерируемые как существующими, так и будущими активами.

Чистая добавленная стоимость (CVA)

Часто данный показатель также называют Residual Cash Flow (RCF). В последнее время все большее число специалистов отдают предпочтение именно данному критерию создания стоимости, т.к.:

- в качестве отдачи от инвестированного капитала используется потоковый показатель - денежные потоки (cash flows);
- в явном виде, в отличие от показателя CFROI, учитываются затраты на привлечение и обслуживание капитала из разных источников, т.е. средневзвешенная цена капитала.

В основе данного показателя лежит концепция остаточного дохода (residual income), а формула его расчета имеет следующий вид:

$$RCF (CVA) = AOCF - WACC * TA$$

где:

AOCF (Adjusted Operating Cash Flows) - скорректированный операционный денежный поток;

WACC - средневзвешенная цена капитала;

TA - суммарные скорректированные активы.

10.10.2.Современные стратегии управления стоимостью компании

Стратегия конкурентной борьбы по Майклу Портеру - Porter's Value Chain Framework

В середине 70-х гг. XX столетия профессор Гарвардской школы бизнеса Майкл Портер изучил ряд наиболее известных для того времени подходов к стратегии конкурентной борьбы и остался неудовлетворенным. Он знал, что стратегия конкурентной борьбы - сфера первоочередного внимания менеджеров, поскольку она затрагивает фундаментальные вопросы, на которые приходится давать ответы всем руководителям бизнеса, например такие:

- Что движет конкуренцией в моей отрасли или в отраслях, в которых я предполагаю развернуть деятельность?
- Каковы вероятные действия моих конкурентов и как лучше всего реагировать на эти действия?
- Как будет развиваться моя отрасль?

- Какую позицию может занять моя фирма, чтобы вести долгосрочную конкуренцию и максимизировать стоимость?

Несмотря на важность этих вопросов, Портер обнаружил, что крупнейшие в то время эксперты в области стратегии предлагают очень мало методов анализа конкуренции, которые могли бы использовать менеджеры для поиска ответов на подобные вопросы, либо совсем не разрабатывают их. Таким образом, Портер разработал собственные стратегии, учитывающие вышеприведенные вопросы:

Стратегия конкурентной борьбы, - пишет Портер, - это оборонительные или наступательные действия, направленные на достижение прочных позиций в отрасли, на успешное преодоление пяти конкурентных сил и тем самым на получение более высоких доходов от инвестиций. Хотя Портер признает, что компании продемонстрировали много разных способов достижения этой цели, он настаивает на том, что превзойти другие фирмы можно всего лишь с помощью трех внутренне непротиворечивых и успешных стратегий, создающих жизнеспособное конкурентное преимущество:

1. Лидерство по издержкам (минимизация издержек).
2. Дифференциация (уникальность продукции в своей отрасли).
3. Концентрация (компания-лидер в каком-либо сегменте, либо группе сегментов, или концентрация одновременно на стратегии минимизации издержек и дифференциации).

Для системы управления стоимостью стратегия конкурентной борьбы помогает построить относительное конкурентное преимущество вместе с *моделью создания цепочки ценностей*. Применение двух данных моделей комплексно, рассматривается как фундаментальный способ максимизации стоимости компании

Цепочка создания ценностей (стоимости)

По мнению Портера, реальные преимущества в минимизации издержек и в дифференциации надо находить в цепи действий, которые совершает фирма, чтобы доставить своим потребителям определенную ценность. При проведении подробного стратегического анализа и выборе стратегии Портер предлагает обратиться именно к цепочке создания ценностей. О каждом бизнесе можно думать как о цепочке некоторых действий, генерирующих ценность для потребителей, и только посредством тщательного анализа этой своей ценностной цепи компании смогут найти источники устойчивого преимущества в конкурентной борьбе.

Он идентифицирует пять первичных и четыре вторичных действия, составляющих такую цепочку в любой фирме. Вот **пять первичных действий**.

1. Материально-техническое обеспечение деятельности предприятия. Это действия, связанные с получением, хранением и распределением

вводимых ресурсов, такие как физическое обращение с сырьем и материалами, их складирование, ведение учета запасов, составление графиков движения транспортных средств, расчеты с поставщиками.

2. Производственные процессы. Это действия, сопряженные с трансформацией вводимых ресурсов в конечный продукт, в частности машинная обработка, упаковка, сборка, техническое обслуживание оборудования, испытание готовой продукции, выпуск печатной продукции и эксплуатация производственных площадей и помещений.
3. Материально-техническое обеспечение сбыта. Это операции, связанные со сбором, хранением и физической доставкой продукта покупателям, такие как складирование готовых изделий, физическое обращение с ними, эксплуатация средств доставки, обработка заказов и составление графиков.
4. Маркетинг и продажи. Все действия, сопряженные с куплей-продажей продукта, - реклама, продвижение товара на рынке, сбытовые операции, квотирование, выбор каналов сбыта, отношения со сбытовиками и ценообразование.
5. Обслуживание. Действия, связанные с оказанием услуг, повышающих или поддерживающих ценность продукта, такие как установка, ремонт, обучение, поставка компонентов и наладка (регулировка).

Четыре вторичных (или поддерживающих) действия таковы:

1. Закупки. Действия, связанные с закупками сырья, запасов и прочих расходных материалов в дополнение к станкам, оборудованию (в том числе лабораторному и офисному) и зданиям.
2. Развитие технологии. Действия, связанные с совершенствованием продукта и (или) процесса, включая научные исследования и опытно-конструкторские разработки, проектирование продукта и его дизайн, исследование средств массовой информации, проектирование производственных процессов, процедур обслуживания и т.д.
3. Управление людскими ресурсами. Действия, связанные с привлечением, наймом, профессиональной подготовкой, развитием и оплатой труда персонала.
4. Поддержание инфраструктуры фирм. Такие действия, как общее управление, планирование, финансирование, бухгалтерский учет, отношения с правительством, управление качеством и т.д.

Указанные виды деятельности - всего лишь звенья стандартной цепочки создания ценностей. Каждую стандартную (или типовую) категорию можно и должно расчленить на уникальные, свойственные только данной конкретной компании действия. Например, маркетинг и продажи, составляющие вид первичной деятельности, подразделяются на управление маркетингом, рекламирование, управление продавцами, деятельность отдела продаж, подготовку технической литературы и продвижение товара на рынке. А эти отдельно взятые действия можно разделить на еще более частные действия. Цель такого расчленения (или, как говорит Портер,

"дисагрегации") состоит в том, чтобы оказать помощь компаниям в выборе одной из трех типовых стратегий. Для этого нужно выделить те зоны потенциальных преимуществ в конкуренции, которые может обрести компания, противодействуя пяти конкурентным силам, уникальным для каждой отрасли и конкретной компании.

В целом, все источники устойчивых конкурентных преимуществ любой компании кроются в глубинах цепочки создания ценностей. Такой анализ полезно проводить всем компаниям, и осуществлять это следует поэтапно. Управляющим полезно рисовать схемы, анализировать величину издержек своих компаний, а затем проводить такой же анализ в отношении фирм-конкурентов. В конечном счете, возникает эффективная стратегия максимизации стоимости.

Сбалансированная система показателей - Balanced Scorecard (BSC)

Balanced Scorecard, или Сбалансированная система показателей Нортон и Каплана - это стратегическая цель и система менеджмента, которая позволяет организации перепозиционировать ее видение и стратегию в плоскость, состоящую из четырех проекций:

1. Финансы
2. Клиенты
3. Бизнес-процессы
4. Обучение и развитие

BSC и стратегия

Разработка сбалансированной системы показателей начинается с карты стратегических задач в терминологии Нортон и Каплана. Рассмотрим использование стратегии для формирования карты стратегических задач как элемента сбалансированной системы показателей. Сначала определяется главная стратегическая цель – например, стоимость компании или прирост стоимости за период. Это то, чего обычно ожидает от своей компании собственник. В зависимости от того, какую инвестиционную стратегию в данном бизнесе он выбрал – финансовый инвестор (фактически спекулянт, заинтересованный в перепродаже бизнеса) или стратегический инвестор, заинтересованный в будущем денежном потоке, определяется основной показатель для оценки стоимости компании. По сути, уже в самом начале разработки BSC нам требуются результаты стратегического планирования. В данном случае нам потребовался элемент инвестиционной стратегии.

Пентаграмма структурной перестройки - Model «Pentagon» McKinsey

Пентаграмма представляет собой метод определения возможностей для структурной перестройки компании на основе всех предполагаемых приращений стоимости за счет внутренних и внешних источников. Данная

концепция получила наиболее широкое распространение в литературе по оценочной деятельности и антикризисному управлению в России.

Опишем процесс управления стоимостью бизнеса более детально. Для этого, прежде всего, необходимо рассмотреть упрощенную схему управления бизнесом. Весь процесс управления в общем виде представляется циклом непрерывно повторяющегося набора стандартных процедур, включающим следующие этапы:

- 1) оценку текущего состояния бизнеса и среды;
- 2) сравнение текущего состояния с эталонным с использованием критерия стоимости и корректировки последнего, если необходимо;
- 3) выработку управляющих воздействий;
- 4) применение их к бизнесу.

Далее цикл повторяется.

Стоимость согласуется с циклом управления следующим образом:

1. На первом этапе идентифицируют текущее состояние бизнеса и среды с использованием в качестве критерия стоимости бизнеса. При этом определяют:
 - a. рыночную стоимость бизнеса;
 - b. внутреннюю стоимость бизнеса. Она рассчитывается по данным внутреннего финансового и управленческого учета в основном с применением экстраполяционных методов. Обязательным условием здесь выступает сохранение существующих тенденций деятельности бизнеса без учета каких-либо значительных возмущений, вызванных, например, реализацией новых проектов.
2. На втором этапе проводят сравнение текущего состояния бизнеса с эталонным, основываясь на условии максимизации значения критерия стоимости. В рамках данного этапа осуществляют:
 - a. сравнение рыночной и внутренней стоимости бизнеса. Делают вывод об адекватности оценки бизнеса рынком и о необходимости принятия дополнительных мер по доведению до рынка более полной информации о состоянии бизнеса. Расхождения в значениях стоимости могут быть вызваны неадекватной оценкой менеджментом текущего состояния дел внутри самого бизнеса, что потребует принятия соответствующих мер;
 - b. разработку проектов. Пересчитывают стоимость бизнеса с использованием данных, заложенных в бизнес-планы проектов. Кроме того, определяют изменение отдельных показателей деятельности бизнеса, например, выручки, себестоимости и т.д.;
 - c. сравнение стоимости бизнеса, полученной ранее с учетом внутренних улучшений, и стоимости с учетом внешней реорганизации. Решение о целесообразности проведения конкретных реорганизационных процедур принимают исходя из анализа роста стоимости бизнеса;

- d. изменение структуры и форм финансирования бизнеса. На этом шаге, связанном с финансовым конструированием, кроме структуры и форм исследуют возможности влияния на объем долга и его стоимость.
3. На третьем этапе управления критерия стоимости прогнозируют будущие значения показателей деятельности бизнеса, определяют конкретные мероприятия по достижению запланированного состояния – выбирают наиболее важные направления управляющих воздействий.
4. На четвертом этапе реализуют план мероприятий

Шаги, обозначенные буквенными индексами, лежат в основе механизма управления бизнесом и используют в качестве критерия его стоимости для акционеров. Иными словами, речь идет об управлении стоимостью бизнеса.

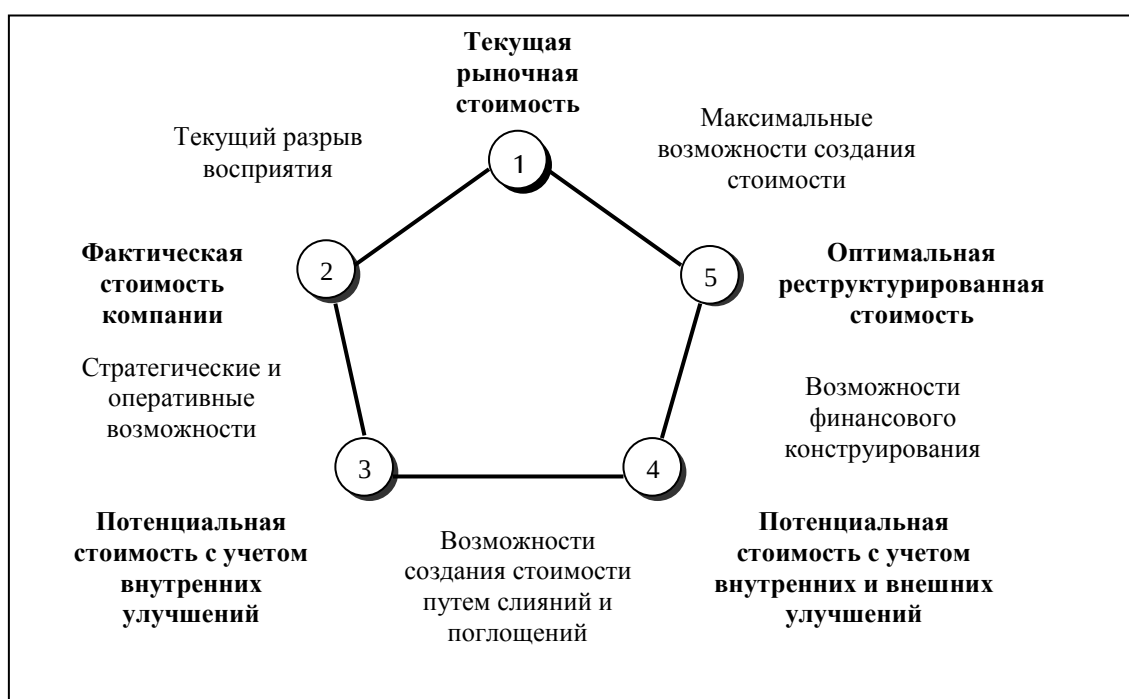


Рис.10.3. Пентаграмма для определения возможностей структурной перестройки

Принципиальной разницы между циклами управления стоимостью бизнеса, один из которых описан выше, а другой изображен на рис. 10.3. в форме пятиугольника, нет. Кажущиеся отличия возникают вследствие единственного обстоятельства: на рисунке нумерованные вершины – это моменты оценки стоимости бизнеса (расчета значения критерия), а мною перечислены шаги по управлению стоимостью, включенные в общий цикл управления бизнесом. В последнем случае соответствующие шаги могут требовать определения стоимости (все, кроме шага 2а) или не требовать (шаг 2а).

Как мы уже отмечали, широко используемая в бизнес-практике развитых стран Запада описанная методология структурной перестройки,

называемая в России реструктуризацией, начинает завоёвывать и российский рынок. Реализация программ реструктуризации программ может существенно повысить конкурентоспособность компании и привести к преодолению негативных ситуаций в экономическом развитии.

Понятие «реструктуризации» как процесс комплексного изменения методов и условий функционирования компании (предприятия) в соответствии с внешними условиями рынка и стратегии ее развития вошло в деловой обиход относительно недавно.

Главная цель проводимой реструктуризации - поиск источников роста стоимости предприятия (бизнеса).

Целями процесса реструктуризации являются:

- увеличение рыночной стоимости собственного капитала организации как обязательного условия ее конкурентоспособности;
- улучшение экономических и финансовых показателей функционирования компании;
- привлечение долгосрочных вложений капитала в виде прямых инвестиций или долгосрочных долговых обязательств.

То есть, реструктуризация проводится с целью достижения наиболее адекватного сложившимся экономическим реалиям соотношения и взаимодействия основных факторов производства и включает в себя умелое маневрирование финансами, производственной номенклатурой, обязательствами, а также направленность на освобождение от лишних затрат.

В качестве важнейшего показателя эффективности деятельности предприятия выступает рост стоимости собственного капитала, поэтому реструктуризация традиционно проводится в данном направлении. Ядром реструктуризации является управление стоимостью компании. Выбор показателя стоимости компании как критерия реструктуризации не случаен. Собственников предприятия в конечном итоге мало интересуют тип и технология производства, параметры продукции, рынки сбыта. Критерием эффективности их вложений в конкретную компанию является постоянный рост стоимости вкладов, обуславливающий как повышение уровня личного благосостояния, так и стабильное развитие предприятия.

Обычно выделяют два вида реструктуризации:

- реструктуризация, основанная на внутренних факторах;
- реструктуризация, основанная на внешних факторах.

Реструктуризация, основанная на внутренних факторах.

В рамках управления стоимостью предприятие должно рассматриваться с точки зрения того, приносит ли оно доход, превышающий стоимость привлечения его капитала, или нет.

Смысл управления денежным потоком и стоимостью предприятия заключается в создании новой стоимости.

Управление стоимостью требует регулировать баланс наравне с отчетом о прибылях и убытках и поддерживать разумное равновесие между долгосрочными и краткосрочными целями деятельности предприятия. Если управление стоимостью внедрено и организовано должным образом,

корпорация получает огромные выгоды. Такое управление, по сути, представляет собой непрерывную реструктуризацию, направленную на достижение максимальной стоимости.

Процесс реструктуризации, основанной на внутренних факторах можно представить следующей схемой. Данная схема справедлива при допущении о том, что в основе формирования стоимости лежит механизм, описанный в методе дисконтированных денежных потоков.

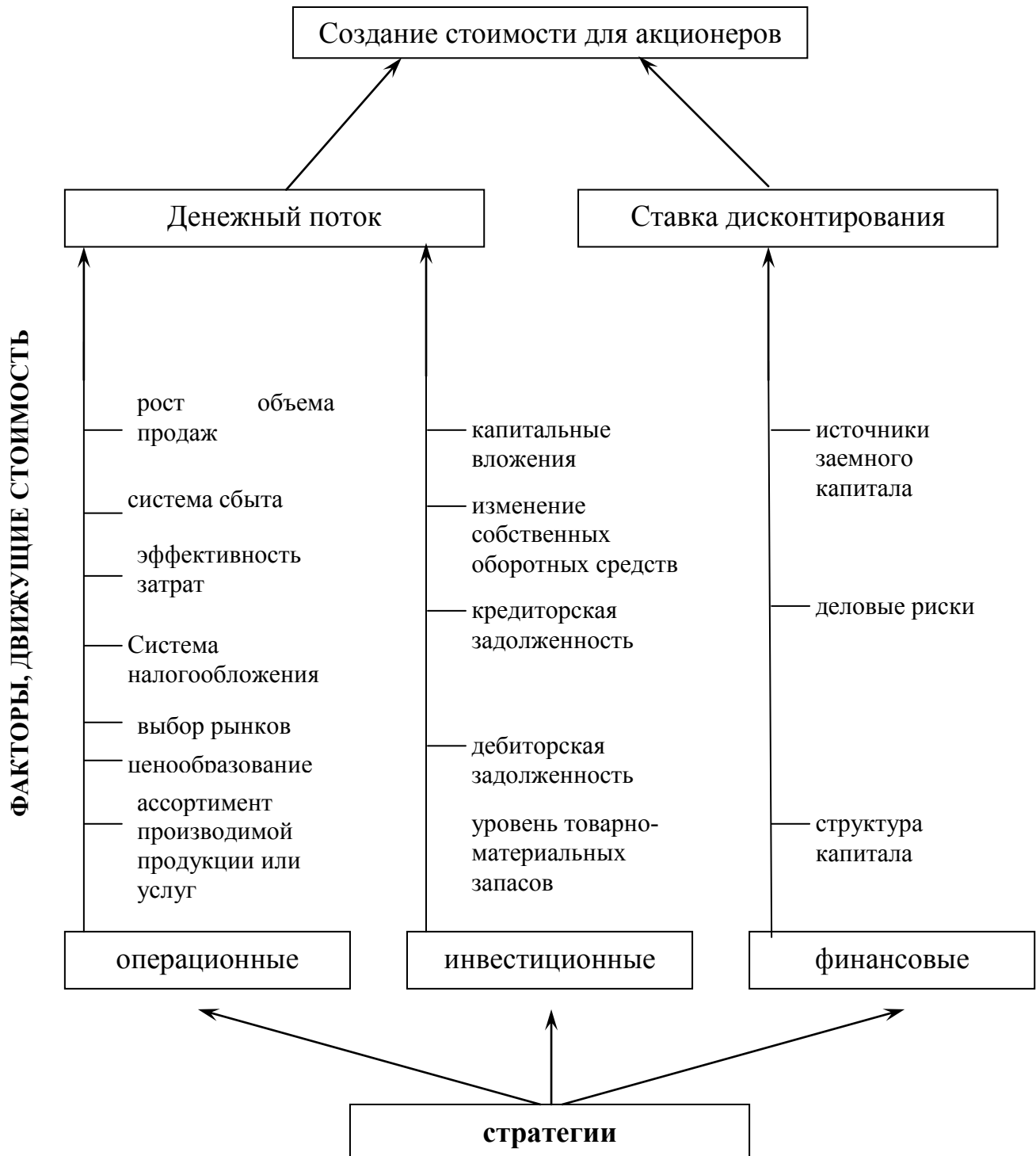


Рис. 10.4. Процесс реструктуризации, основанный на внутренних факторах¹⁹

Рассмотрим более детально приведенную схему.

Управление стоимостью осуществляется в соответствии с конкретными стратегиями развития предприятия: операционной, инвестиционной и финансовой. Очевидно, что стратегии напрямую связаны с видами деятельности, от которых формируются денежные потоки организации.

При этом применяются два подхода: лидерство по затратам и дифференциация.

Первый подход заключается прежде всего в строгом контроле затрат предприятия и максимальном повышении эффективности производства;

второй - в концентрации усилий предприятия на производстве и реализации продукции, не имеющей конкурирующих аналогов.

Операционная стратегия.

При первом подходе "лидерство по затратам", когда разрабатывается операционная стратегия, 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 конкурентоспособных цен на реализуемую продукцию.

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

Инвестиционная стратегия.

При первом подходе, когда используются инвестиционная стратегия, 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.

¹⁹ по материалам семинара «Управление процессом структурного оздоровления предприятий (реструктурирования)» (Делойт энд Туш и Институт Экономического Развития Всемирного Банка), 1996 г.

При втором подходе рекомендуется:

- связать управление дебиторской задолженностью с ценовыми факторами;
- добиваться у поставщиков наиболее выгодных условий погашения кредиторской задолженности.

Здесь же рекомендуется инвестировать средства в специальные активы, необходимые для дифференциации.

Финансовая стратегия.

В обоих подходах стратегия ориентирована на:

- создание оптимальной структуры капитала;
- выбор наиболее дешевых способов финансирования заемного и собственного капитала;
- максимальное сокращение факторов делового риска.

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

Технология реализации реструктуризации следующая²⁰:

1. Оценка стоимости организации «как есть» с помощью метода дисконтированных денежных потоков.
2. Потенциальная стоимость с внутренними улучшениями. Здесь проводится финансовый анализ деятельности организации с целью выявления факторов, «движущих стоимость», и разработка стратегий для увеличения стоимости организации на основе внутренних факторов.
3. Потенциальная стоимость с внутренними и внешними улучшениями. Разработка стратегий для увеличения стоимости организации на основе внешних факторов.
4. Оптимальная реструктурированная стоимость.

Реструктуризация, основанная на внешних факторах.

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 возникает тогда, когда между стоимостью, которой обладает компания в настоящее время (текущей стоимостью), и потенциальной стоимостью, которая достижима при изменении ряда обстоятельств, существует стоимостной разрыв.

²⁰ по материалам семинара «Управление процессом структурного оздоровления предприятий (реструктурирования)» (Делойт энд Туш и Институт Экономического Развития Всемирного Банка), 1996 г.

Стоимостной разрыв - разница между текущей стоимостью предприятия при существующих условиях и текущей стоимостью предприятия после реструктуризации, представляющая собой чистую текущую стоимость эффекта реструктуризации.

В качестве базового при расчете стоимости предприятия в целях реструктурирования применяется метод дисконтированных денежных потоков, так как он является единственным, позволяющим учитывать будущие изменения в денежных потоках предприятия.

Ниже представлена схема, отражающая направления реструктуризации, основанной на внешних факторах (корпоративной реструктуризации, реорганизации).

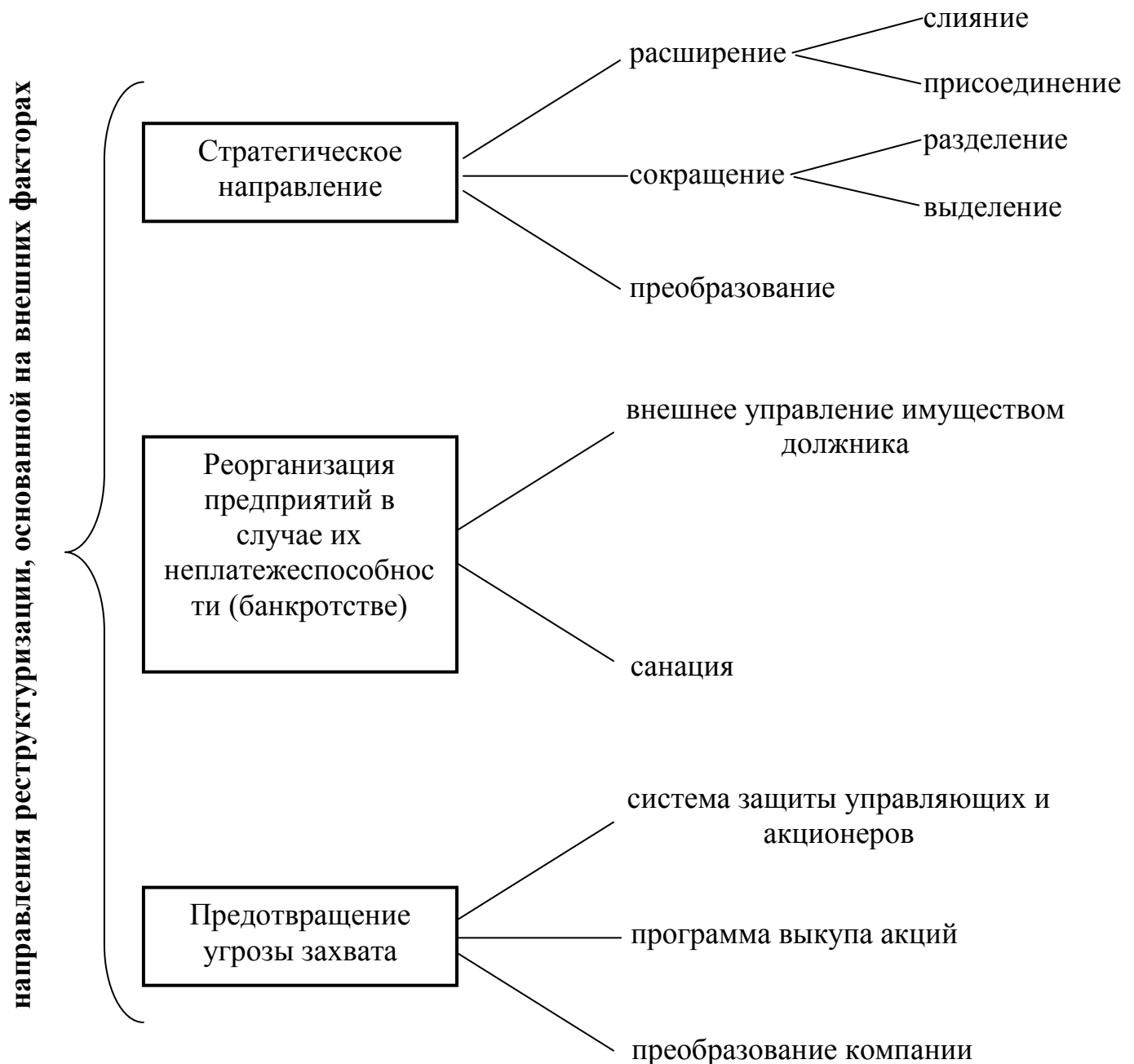


Рис. 10.5. Направления реструктуризации (реорганизации) бизнеса²¹.

10.11. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) в рамках слияний и поглощений

Терминология процессов слияний и поглощений значительно варьируется между иностранными и российскими научными трудами, а также нормативно-правовыми актами. В частности, Патрик Гохан дает следующее определение термину «слияние» - объединение двух корпораций, в котором выживает только одна из них, а другая прекращает свое существование²². По мнению данного автора, термин «консолидация» означает «соединение предприятий, в котором две или более компаний объединяются, что бы образовать совершенно новую компанию»²³. Патрик Гохан трактует понятие «поглощение» как враждебная сделка по приобретению сторонних компаний. При этом, утверждается, что иногда термин «Поглощение» используется для описание дружественных приобретений одних компаний другими.

Другие авторы, в частности Фрэнк Эванс и Дэвид Бишоп²⁴, определяют термин «поглощение» как приобретение одной компанией акции или активы поглощаемой компании. Под термином «слияние» данные авторы понимают как «объединение двух компаний, в котором первая компания абсорбируется второй компанией или из первоначальных двух компаний создается новое юридическое лицо».

Некоторые нормативно-правовые акты, как в России, так и за рубежом трактуют данные процессы. В частности, Гражданский кодекс РФ определяет несколько процессов корпоративного контроля под единым термином «реструктуризация компаний». В частности термин «слияние» определяется как создание нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ. Термин «поглощение» гражданский кодекс не определяет. Помимо этого, ГК РФ определяет следующие близкие по смыслу термины:

- Слияние – прекращение деятельности всех участвующих в слиянии юридических лиц с передачей всех активов и обязательств новому юридическому лицу;

²¹ Оценка бизнеса. Учебник /под ред. А.Г.Грязновой, М.А. Федотовой. М. Финансы и статистика. 2004.

²² «Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса», стр. 21. Перевод на русский язык компанией M&A Group.

²³ «Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса», стр. 21. Перевод на русский язык компанией M&A Group.

²⁴ Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях/ перевод с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2004 - стр. 86

- Присоединение – прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому обществу;
- Выделение/ Разделение – означает прекращение деятельности общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам.

В научной литературе к процессам слияний и поглощений приравниваются сделки по приобретению акций компании, в объеме, позволяющем влиять на принятие решений в компании или приобретение активов компании.

Мотивы проведения сделок по слиянию или поглощению и их влияние на процесс оценки

Основной целью слияний и поглощений обычно провозглашается повышение стоимости компаний, участвующих в сделке, в результате проявления эффекта синергии от объединения²⁵. При этом, сделки по слияниям и поглощениям могут и разрушать значительную часть стоимости. В случае со слияниями и поглощениями термин «синергия» означает: «увеличение эффективности деятельности объединенной фирмы сверх того, что две фирмы уже могут или должны выполнять как независимые»²⁶. При этом, в результате сделки по слиянию или поглощению часто достигаются прочие цели помимо синергии:

1. Выход компании на новые рынки по территориальному признаку или на рынки новых продуктов;
2. Стремление менеджмента/ акционеров быстро увеличить компанию с целью увеличения доли рынка, обладающего, по мнению менеджмента, большим потенциалом роста;
3. Расширение конкурентных преимуществ или устранение конкурентных недостатков;
4. Диверсификация с целью минимизации риска;
5. Увеличение рыночной силы компании;
6. Имперские амбиции и акционеров;
7. Стремление повысить стоимость компании за счет внедрения в поглощаемой компании более высокого качества менеджмента.

При этом, часть вышеперечисленных мотивов можно косвенно приравнивать к эффектам синергии. Так, в случае устранения конкурентных недостатков одной компании в результате поглощения другой компании можно расценивать как синергию, т.к. стоимость объединенной компании

²⁵ Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях/ перевод с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2004

²⁶ Источник: Mark L. Sirower, The Synergy trap: How companies lose the Acquisition Game (New York: The Free Press, 2000), pp. 20, 29.

должна непропорционально повыситься за счет снижения риска инвестирования в акционерный капитал объединенной компании в результате повышения ее конкурентоспособности.

Выход продукции компании на новые территориальные рынки преследуют цель увеличения объемов продаж компании за счет предоставления на рынке нового товара (для этого рынка). Новшество товара может заключаться в маркетинговой стратегии, отличительных характеристиках продукта, присущих торговой марке приобретающей компании.

Выход компании на рынок новой продукции объясняется стремлением менеджмента инвестировать свободные денежные средства в перспективный рынок (на их взгляд), что позволит инвестировать денежные средства под достаточно высокую доходность, чем при инвестициях в развитие основных направлений компании.

Стремление быстро увеличить величину компании (долю рынка). Данная стратегия развития позволяет с одной стороны инвестировать свободные денежные средства в быстрое развитие компании по сравнению с инвестициями во внутреннее развитие компании. При этом, доля компании на рынке резко увеличивается без дополнительных расходов на маркетинг и продвижение товара. Данная цель обычно оправдывается в случае, если менеджмент имеет более оптимистические представления относительно перспективности рынка, на котором работает компания, по сравнению с ожиданиями большинства инвесторов. В случае если оптимистические прогнозы оправдываются, компания получает повышенную доходность от подобных приобретений, т.к. денежные потоки всех игроков резко увеличиваются. Таким образом, стоимость компании увеличивается быстрее, т.к. компания приобретает другие компании исходя из заниженных ожиданий и, следовательно, по заниженной стоимости. Однако, в случае, если оптимистические ожидания не подтверждаются, компания может потерять часть стоимости в результате того, что приобретет компанию-цель по завышенной цене.

Слияния и поглощения направленные на устранение конкурентных недостатков направлены на повышение стоимости компании путем, пройденным конкурентами. Менеджеры компании, понимая, что отстают от своих конкурентов в какой-либо сфере деятельности, стремятся быстро устранить данный недостаток за счет слияния или поглощения. При слияниях и поглощениях, компания может получить конкурентные преимущества, которые уже существуют у другой компании, участвующей в сделке.

Диверсификация с целью снижения риска представляет приобретение компании в отличной от основной сферы деятельности приобретающей компании. Данная стратегия может влиять на стоимость за счет стабилизации денежных потоков объединенной компании. Стабилизация денежных

потоков приводит к снижению риска инвестирования в акции компании, что повышает их стоимость.

Слияния или поглощения с целью увеличения рыночной силы преследуют повышение стоимости компании за счет более сильного влияния на рынок – повышение цен выше конкурентного уровня – выше уровня предельных затрат²⁷. При этом, согласно экономической теории синергический эффект от увеличения рыночной силы наносит прямой вред экономике в целом, т.к. ограничение конкуренции приводит к необоснованному росту цен и приводит к сокращению темпов роста экономики. В связи с этим, синергический эффект обоснованный увеличением рыночной силы не рассматривается в данном диссертационном исследовании.

Имперские амбиции представляют стремление руководства компании увеличивать долю компании на рынке до полной монополии. В мировой научной теории описывается данное стремление с позиции стремления руководства компании оправдать увеличение собственной оплаты труда за счет увеличения величины компании, т.к. предполагается, что чем больше компания, тем больше должен быть фонд оплаты труда топ-менеджеров. Данная цель слияний и поглощений крайне редко способна создавать стоимость для компании, т.к. происходит конфликт интересов менеджмента (увеличить размер компании) и акционеров (увеличение стоимости компании). Часто, под действием желания увеличения компании менеджмент склонен переплачивать ее рыночную стоимость, что часто приводит к разрушению стоимости объединенной компании.

Повышение стоимости поглощаемой компании за счет внедрения более высокого качества менеджмента является возможным в случае наличия специальных навыков у управленческой команды приобретающей компании. В этом случае у приобретающей компании существует возможность резко повысить свою стоимость, в случае, если премия поглощения не превысит увеличение стоимости приобретенной компании после внедрения новой команды управленцев.

Необходимо отметить, что в целом, большинство из перечисленных выше целей способны создавать дополнительную стоимость объединенной компании. Достаточным условием является приобретение компании по цене ниже или равной ее инвестиционной стоимости для приобретающей компании. Под инвестиционной стоимостью понимается стоимость для конкретного инвестора, имеющего индивидуальное представление относительно потенциала развития компании, учитывающая синергический эффект и иные выгоды, которые могут быть достигнуты данным инвестором.

В целом, перечисленные выше мотивы проведения сделок по слиянию и поглощению можно объединить в следующие группы:

²⁷ Источник: «Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса», стр. 180.

1. *Инвестиции свободных денежных средств* (приобретение компании полностью или частично за счет денежных средств приобретающей компании) к данной группе относятся слияния и поглощения с целью выхода компании на новые территориальные рынки и рынки новых продуктов, увеличения доли перспективного рынка;
2. *Получение синергетических эффектов* (расширение конкурентных преимуществ или устранение конкурентных недостатков, диверсификация с целью минимизации риска, повышение стоимости компании за счет повышения качества менеджмента);
3. *Увеличение рыночной силы компании.* В целом относится к разряду эффектов синергии, однако отличается повышенным риском за счет возможных конфликтов с антимонопольными органами;
4. *Прочие цели* (имперские амбиции менеджмента и акционеров и прочие цели, не создающие дополнительной стоимости).

С точки зрения оценки бизнеса для целей слияний и поглощений цель проведения сделки напрямую влияет на стоимость приобретаемой компании.

Так, в случае приобретения компании с целью *инвестиций свободных денежных средств* приобретающей компании избыточные денежные средства инвестируются в приобретение бизнеса, характеризующегося сопоставимым уровнем риска и доходности, что и приобретающая компания. В этом случае стоимость бизнеса приобретающей компании увеличивается в случае, если: цена, уплаченная за приобретаемую компанию или ее долю, ниже или равна инвестиционной стоимости, определенной приобретающей компанией. В этом случае, стоимость приобретающей компании повышается за счет более эффективного использования избыточных денежных средств (по сравнению с вариантами выплаты дивидендов из фонда свободных денежных средств). При этом, учитывая, что инвестиционная стоимость приобретаемой компании обычно выше ее рыночной стоимости (в частности из-за уменьшения рисков для приобретающей компании, в случае, если приобретаемая компания связана с приобретающей единым производственным циклом или является прямым конкурентом), подобные сделки могут повышать стоимость приобретающей компании.

В случае приобретения компании с целью извлечения синергетических выгод стоимость Объединенной компании повышается за счет непропорционального увеличения денежного потока Объединенной компании. Так, в случае приобретения компании по цене соответствующей ее рыночной стоимости, и получению дополнительных денежных потоков в результате получения синергетических выгод, стоимость Объединенной компании увеличивается на текущую стоимость будущих синергетических выгод, приведенных к моменту проведения сделки.

В случае проведения сделки по слиянию с целью увеличения рыночной силы компании может не происходить инвестирования свободных денежных средств (в случае обмена акциями), однако, стоимость компании может увеличиться за счет увеличения рыночной силы компании, т.е. ее возможности влиять на рынок целью повышения ее маржи, что приводит к увеличению денежных потоков. При этом, часть увеличения стоимости за счет повышения рыночной силы компании может быть компенсировано за счет повышения риска в случае, если увеличение рыночной силы приводит к конфликту Объединенной компании с антимонопольным законодательством.

В случае приобретения компании с целью удовлетворения имперских амбиций или прочих аналогичных целей, стоимость компании не только не увеличивается, но может и сократиться.

Прочие факторы, влияющие на стоимость компании при осуществлении сделок по слиянию или поглощению.

В число прочих факторов, оказывающих влияние на стоимость компании в момент проведения сделки по слиянию или поглощению, являются:

1. *Повышение рисков приобретающей компании* в результате необходимости интеграции приобретаемой компании в структуру приобретающей компании, возможной негативной реакции антимонопольных органов и конкурентов на подобную сделку. Также, не исключены конфликты между командами менеджеров и ведущих специалистов компаний, участвующих в сделке, что может привести к увольнению части персонала и сокращению темпов роста компании. В результате повышение рисков должна увеличиваться ставка дисконтирования, что приведет к снижению стоимости приобретающей компании;
2. *Повышение стоимости приобретаемой компании* в результате повышения спроса на акции данной компании как со стороны приобретающей компании, так и со стороны возможных конкурентов, а так же спекулянтов. Необходимо отметить, что данный фактор проявляется в основном в случае приобретения акций на фондовом рынке.
3. *Изменение инвестиционной стоимости приобретаемой компании в результате структуры проведения сделки по слиянию или поглощению.* Так, в случае структурирования сделки путем приобретения акций приобретаемой компании акционеры приобретаемой компании будут вынуждены уплачивать налог с разницы в стоимости приобретения и продажи акций. Так же в случае структурирования сделки в виде продажи активов может повыситься стоимость имущества, что может привести к повышению налогов.

Применение стандартных подходов к оценке бизнеса для целей слияний и поглощений

Основным подходом к оценке бизнеса для целей слияний и поглощений является доходный подход. Данное обстоятельство объясняется сложностью в подборе компаний-аналогов для определения стоимости приобретаемой компании сравнительным подходом в первую очередь из-за различий в ставке дисконтирования и размере синергетических выгод. Затратный подход применяется достаточно редко, т.к. не включает добавочную стоимость от организации ресурсов в рамках одного бизнеса, что приводит к занижению оценки стоимости компании для целей слияний и поглощений. Однако, это не значит, что сравнительный и затратный подходы совсем не используются при оценке компании для целей слияний и поглощений. Чаще всего данные подходы используются в рамках доходного подхода для определения отдельных статей доходов или расходов при прогнозировании денежных потоков от приобретения компаний.

В частности, по данным сравнительного подхода можно определить премии для корректировки ставки дисконтирования на уровень дополнительной доходности в результате проявления синергетических выгод. При этом, учитывая, что не каждое слияние или поглощение проводится с целью извлечения синергетических выгод, дополнительная доходность, определенная на основе данных сравнительного подхода (относительно дополнительных доходов от синергии) может быть использована в качестве проверки реалистичности прогнозов доходов от проявления эффектов синергии, нежели в качестве премии к доходности от инвестирования в приобретение бизнеса.

Данные затратного подхода могут быть использованы в частности для определения капитальных вложений, необходимых для получения синергетических выгод от приобретения других компаний-аналогов по отношению к оцениваемой компании.

Как уже утверждалось ранее, наиболее часто применяемым подходом к оценке бизнеса для целей слияний и поглощений является доходный подход. В связи с этим наибольшее внимание данной главы будет уделено применению доходного подхода к оценке компании для целей слияний и поглощений.

В случае приобретения компании для целей инвестирования свободных денежных средств, а также прочих мотивов, не создающих дополнительной стоимости, (возможность извлечения синергетических выгод отсутствует) изменения подходов к оценке бизнеса не происходит.

Доходный подход к оценке бизнеса для целей слияний и поглощений

Основные различия применения доходного подхода для целей оценки рыночной стоимости компании от оценки для целей слияния или поглощения должны затрагивать (в случае инвестирования с целью извлечения синергетических выгод) следующие параметры:

1. Денежные потоки прогнозируются с учетом дополнительных доходов в результате извлечения синергетического эффекта;
2. Определение ставки дисконтирования с учетом индивидуальных оценок дополнительных рисков, вызванных проведением сделки по слиянию или поглощению;

Однако, в настоящее время не существует исследований посвященных размеру премии за риски связанные с проведением сделок по слиянию или поглощению. При этом, оценка бизнеса для целей слияний и поглощений осложняется так же тем фактом, что стоимость поглощаемой компании снижается (в результате возрастания риска и уплаты премии к цене приобретаемой компании)²⁸, а стоимость поглощающей компании увеличивается²⁹. При этом, т.к. оценивается только стоимость приобретаемой компании, учесть уменьшение стоимости поглощаемой компании не представляется возможным.

В связи с этим, в мировой практике применяется следующий принцип для оценки бизнеса для целей слияний и поглощений³⁰:

1. определяется стоимость акционерного капитала приобретаемой компании без дополнительных доходов от реализации потенциальных синергетических выгод;
2. определяется стоимость акционерного капитала приобретаемой компании с учетом дополнительных доходов от реализации потенциальных синергетических выгод;
3. определяется разница между стоимостью акционерного капитала с учетом реализации синергетических выгод и стоимостью акционерного капитала без учета синергетических выгод. Данная разница представляет текущую стоимость синергетических выгод;
4. Принимаются во внимание дополнительные риски и расходы, связанные с приобретением сделки по слиянию или поглощению. Определяется чистая стоимость синергетических выгод: разница между стоимостью синергетических выгод и расходов, связанных с реализацией синергетических эффектов.

После проведения вышеописанных действий можно определить диапазон стоимости поглощаемой компании:

- Минимальная стоимость: стоимость акционерного капитала без учета синергетических выгод;

²⁸ Источник: Paul H. Malatesta, "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objecting Functions of Merging Firm", Journal of Financial Economics 11, no. 1-4 (April 1983), pp. 155-182.

²⁹ Paul H Malatesta, "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objecting Functions of Merging Firm", Journal of Financial Economics 11, no. 1-4 (April 1983), pp. 155-182. and Nikhil P. Varaiya, "An Emperical Investigation of the bidding firm's Gain from Corporate Tackovers", Research in Finance 6 (1986), pp. 149-178.

³⁰ Оценка бизнеса. Учебник /под ред. А.Г.Грязновой, М.А. Федотовой. М. Финансы и статистика. 2004.

- Максимальная стоимость: стоимость акционерного капитала с учетом синергетических выгод (но без учета дополнительных рисков, учитываемых за счет увеличения ставки дисконтирования).

Финальная стоимость компании определяется путем переговоров между покупателем и продавцом. При этом каждая сторона переговоров использует свои оценки максимальной и минимальной стоимости. В результате, стоимость приобретающей компании увеличивается на стоимость чистых синергетических выгод, уменьшенную на величину премии к стоимости приобретаемой компании (разница между стоимостью приобретения компании и стоимостью компании без учета синергетических выгод).

В настоящее время существует теоретическое обоснование синергетических доходов при объединении нескольких компаний.

Синергия - увеличение эффективности деятельности объединенной компании сверх того, что две фирмы уже могут или должны выполнять как независимые.

В целом все виды синергетических выгод можно классифицировать следующим образом:

1. *Операционная синергия, увеличивающая доходы* компании (за счет повышения эффективности работы Объединенной компании);
2. *Операционная синергия, снижающая расходы* компании (за счет повышения эффективности работы Объединенной компании);
3. *Финансовая синергия, снижающая расходы* Объединенной компании за счет налогового оптимизирования или иными аналогичными способами.

Разделение синергии на операционную и финансовую связано с названиями денежных потоков, на которые влияет каждый из видов синергии. Так, на операционный денежный поток эффект синергии может влиять двумя способами: увеличивать доходы (выручку) или снижать расходы. Операционная синергия, увеличивающая доходы, может являться результатом:

- Объединения производственных подразделений одной компании и маркетинговых возможностей второй компании (наличие каналов сбыта, известный бренд);
- Повышение цен на готовую продукцию за счет уменьшения конкуренции;
- Увеличение продаж за счет объединения клиентских списков обеих компаний;
- Увеличение продаж за счет предоставления более широкого ассортимента продукции обеих компаний;

- Увеличение продаж за счет выпуска нового продукта, формирующегося как синтез двух различных качеств партнеров по слиянию³¹.

Операционная синергия, увеличивающая доходы может проявляться как в краткосрочной, так и в среднесрочной перспективе. При этом данный вид синергии часто указывается в качестве основного мотива для проведения сделки по слиянию или поглощению, однако значительно реже оправдывает ожидания инвесторов.

В свою очередь операционная синергия, снижающая операционные расходы лучше прогнозируема, чем синергия, увеличивающая доходы. Эффект синергии, снижающей операционные расходы объясняется следующими возможными последствиями сделок по слиянию или поглощению:

1. Снижение издержек на единицу продукции за счет уменьшения доли постоянных расходов в общем объеме операционных расходов (экономия на масштабе);
2. Увеличение скидок на закупаемое сырье при увеличении объемов закупок (экономия на масштабе);
3. Экономия от охвата – способность компании использовать один набор исходного сырья для производства более широкого ассортимента продукции и услуг;

Операционная синергия, снижающая расходы, является более прогнозируемой по сравнению с синергией, направленной на увеличение доходов. При этом, исходя из характера данной синергии, ее эффект должен проявляться в большей степени в краткосрочной перспективе после сделки по слиянию и поглощению.

Увеличение денежных потоков от финансовой деятельности и снижение риска инвестирования в акции объединенной компании при слияниях или поглощениях называется эффектом финансовой синергии. Наиболее распространенными факторами финансовой синергии являются:

1. Увеличение лимитов на привлечение стороннего финансирования по текущей ставке;
2. Стабилизация денежных потоков, что приводит к снижению риска инвестирования в акционерный капитал компании;
3. Экономия на налогах;

Увеличение лимитов на привлечение стороннего финансирования по текущей ставке является возможным, когда поглощающая компания, имеющая высокий кредитный рейтинг, поглощает более малую компанию, имеющую более низкий уровень кредитного рейтинга. В этом случае, объем объединенной компании увеличивается, а доля заемного капитала уменьшается, т.к. поглощаемая компания с более низким уровнем кредитного рейтинга вероятнее всего имеет долю привлеченных финансовых средств

³¹ Mark N Clemente and David Greenspan, *Winning at Mergers and Acquisitions: The Guide to Market-Focused Planning and Integration* (New York: John Wiley & Sons, 1998), p.46.

ниже среднерыночного уровня, т.к. риск кредиторов поглощаемой компании выше, чем риск кредиторов поглощающей компании. Таким образом, объединенная компания вероятнее всего будет иметь кредитный рейтинг, соответствующий уровню поглощающей компании, что позволит ей привлечь дополнительные займы под неизменную ставку процента.

Эффект стабилизации денежных потоков объединенной компании после проведения сделки по слиянию или поглощению может возникнуть, если денежные потоки компаний, участвующих в сделке, характеризуются чередующимися циклами – в момент, когда у одной компании наблюдается сезонный, циклический спад, у другой компании наблюдается обратный цикл. Таким образом, в объединенной компании денежный поток будет более стабильный, что приведет к снижению риска инвестирования в акционерный капитал компании, что в свою очередь приведет к снижению ставки дисконтирования (через снижение меры несистематического риска – показателя «бета»), что повлечет непропорциональное увеличение стоимости объединенной компании.

Эффект экономии на налогах от объединения двух компаний может проявиться в случае, если одна компания имеет значительные балансовые убытки прошлых периодов. Таким образом, у объединенной компании появится возможность уменьшать налоговую базы на размер убытков прошлых периодов, что привлечет к более быстрому извлечению налоговых льгот от переноса убытков прошлых лет на текущий период.

Необходимо отметить, что теория корпоративных финансов не имеет однозначного мнения относительно перспектив эффектов финансовой синергии, т.к. на практике потенциал привлечения дополнительных денежных средств редко реализуется, а приобретение двух компаний с денежными потоками, имеющими абсолютно противоположные циклы маловероятен.

Ниже приведены результаты исследования Катышкова А.Ю. относительно размера синергетических выгод по отношению к стоимости бизнеса приобретаемых и объединенных компаний на основе данных крупных мировых компаний прошедших процедуру слияний или поглощений и продекларировавших достижение эффектов синергии. Данное исследование было проведено на основе анализа 37 сделок по слиянию или поглощению. В ходе сделок были заявлены планы достижения синергетического эффекта и степень их достижения. Основной целью исследования являлось определение эффекта увеличения прибыли до уплаты налога на прибыль в результате объединения компаний по отношению к стоимости инвестированного капитала как приобретаемой так и объединенной компании. Источниками информации являлись годовые отчеты компаний, участвовавших в сделке, как в части плановых (фактических) величинах увеличения прибыли до уплаты налогов (в результате реализации синергетических эффектов), так и относительно стоимости инвестированного капитала до и после сделки по слиянию или

поглощению³². Необходимо отметить, что полученные результаты стоит рассматривать с учетом некоторых скидок на точность измерения:

1. Стоимость инвестированного капитала определялась на начало квартала, в течение которого была произведена сделка по слиянию или поглощению. Выбор подобного интервала обусловлен фактом резкого изменения стоимости акционерного капитала за 20 дней до совершения сделки. При этом, стоимость акционерного капитала может сильно варьироваться в течение года, что приводит к определенной погрешности в оценках отношения эффекта синергии к стоимости инвестированного капитала;
2. Существует возможность манипуляции величиной синергетических выгод в результате конфликта интересов менеджмента объединенной компании, т.к. менеджмент должен оправдать ожидания инвесторов. В результате, план достижения синергетических выгод может быть достигнут за счет сокращения запланированных затрат и одновременного увеличения других статей затрат.

Однако, не смотря на неточность измерения, можно констатировать, что в настоящее время существует некоторый уровень синергетических выгод, характерный для основной массы слияний и поглощений, что позволяет оценщику проверить планы развития Объединяемой компании в результате планируемой сделки по слиянию или поглощению. Результаты описанного выше исследования представлены в Таблице 10.8.

Таблица 10.8.

Средний уровень отношения фактического эффекта синергии к стоимости инвестированного капитала приобретаемой и объединенной компаний.

Показатель	Отношение ежегодных синергетических выгод (до уплаты налогов на прибыль) к стоимости бизнеса приобретаемой компании	Отношение ежегодных синергетических выгод (до уплаты налогов на прибыль) к стоимости бизнеса Объединенной компании
Простая средняя	3,8%	1,5%
Медиана	3,2%	1,3%
Максимальное значение	10,3%	4,2%
Минимальное значение	0%	0%

³² Годовые и квартальные отчеты компаний получены с веб-сайтов компаний, а так же сайта комиссии США по ценным бумагам и биржам – www.sec.gov

Таким образом, при прогнозировании будущих дополнительных денежных потоков от реализации синергетических выгод стоит проверять величину дополнительных доходов по вышеприведенным данным. Необходимо отметить, что представленные выше результаты определены как отношение величины ежегодных доходов от реализации синергетических выгод до учета налога на прибыль (т.к. уровень налогообложения во всех странах разный).

В том же исследовании определены сроки реализации синергетических эффектов. Наиболее часто значительная часть эффектов синергии проявляется в течение первых трех месяцев работы компании – в это же период заканчивается процесс объединения двух компаний, участвовавших в сделке по слиянию или поглощению. По прошествии трех месяцев с момента завершения сделки, можно определить какие планы по выявлению синергетических эффектов реализовались, и какова величина синергетических выгод в годовом исчислении. Данные параметры можно определить на основе анализа изменений натуральных показателей после завершения сделки: сокращение избыточного административного персонала, уменьшение расходов на логистику, повышение производительности основного оборудования, и т.д. Однако полностью плановые эффекты синергии могут быть реализованы в течение 2-3 –х лет с момента завершения сделки по слиянию или поглощению.

Обычно, при проведении сделок слияний и поглощений между крупными компаниями сроки реализации, величина синергетических выгод и дополнительные расходы, связанные с реализацией синергетических выгод описываются в годовых отчетах, что позволяет достаточно точно оценить последствия подобных сделок.

Для целей выбора методов оценки синергических эффектов необходима иная классификация эффектов синергии, отражающая такие отличительные черты как срок реализации синергических эффектов и уровень риска, связанного с реализацией синергического эффекта. В качестве такой классификации предлагается разделить все синергические эффекты на следующие два класса:

- краткосрочные синергические эффекты;
- долгосрочные синергические эффекты.

К классу *краткосрочных синергических эффектов* необходимо отнести все синергические эффекты, отличающиеся сроком реализации до 1 года. Таким образом, к данной группе будут отнесены практически все синергические эффекты, отраженные в предыдущей классификации – эффекты, увеличивающие доходы и снижающие расходы, а так же эффекты, относящиеся к классу финансовой синергии.

К классу *долгосрочных синергических эффектов* будет относиться лишь часть эффектов, увеличивающих операционные денежные потоки, характеризующиеся повышенной продолжительностью реализации. В частности, от объединения компаний Boeing и Hughes Electronics Corp, на

основе объединения разработок компаний был создан принципиально новый подход к управлению аэропортами. Разработка данного проекта заняла несколько лет, а массовая реализация данного подхода ожидается в течение следующих пяти лет с 2006 по 2011 год.

Однако помимо сроков реализации синергических эффектов существует более важное различие между выявленными классами синергических эффектов. Краткосрочные синергические эффекты в силу большей распространенности, чем долгосрочные синергические эффекты, лучше изучены и как результат более часто реализуются по сравнению с долгосрочными синергическими эффектами. Данное обстоятельство приводит к тому, что краткосрочные синергические эффекты могут оцениваться методами сравнительного подхода в отличие от долгосрочных синергических эффектов. Также, краткосрочные синергические эффекты практически не требуют инвестиций, что приводит к снижению риска их реализации по сравнению с реализацией долгосрочных синергических эффектов.

Таким образом, выявленные классы синергических эффектов различаются не только по срокам реализации, но и по уровню риска инвестора, а так же степенью изученности и возможностью применения методов сравнительного подхода к их оценке.

Разводнение акций при слияниях и поглощениях.

Отдельного внимания заслуживает эффект потери стоимости акций приобретающей компании. Данный эффект может носить как краткосрочный, так и долгосрочный характер. Основной причиной проявления данного эффекта является расхождение в оценках справедливой рыночной стоимости и инвестиционной стоимости приобретаемой компании, определенной приобретающей компанией. В случае если приобретаемая компания котируется на фондовой бирже, стоимость рыночная стоимость акционерного капитала определяется достаточно просто. Однако, в случае, если менеджмент приобретающей компании считает, что в случае проведения сделки по слиянию или поглощению темпы роста денежного потока приобретаемой компании увеличатся, то инвестиционная стоимость приобретаемой компании будет выше рыночной стоимости. Подобная ситуация возможна в следующих случаях:

1. Проявление эффекта синергии;
2. Повышение качества менеджмента;
3. Увеличения инвестиций в развитие приобретаемой компании, при условии наличия у приобретаемой компании инвестиционных проектов, характеризующихся повышенной доходностью (уровень IRR от реализации инвестиционных проектов превышает уровень ставки дисконтирования по данным проектам).

В этом случае, стоимость акций приобретающей компании снизится в краткосрочной перспективе (в случае если компания будет приобретена по инвестиционной стоимости), т.к. большинство инвесторов на рынке сочтут, что за приобретенную компанию было уплачено больше, чем ее рыночная стоимость. Однако, в случае, если менеджмент приобретающей компании добьется запланированных параметров роста денежного потока приобретаемой компании, то стоимость акции приобретающей компании возвратится на предыдущий уровень (до момента сделки)³³. В этом случае показатель NPV от приобретения будет равен 0.

Однако, в случае, если планы менеджмента приобретающей компании не реализуются в полной мере, то стоимость, уплаченная при приобретении компании, действительно окажется выше ее инвестиционной стоимости. В этом случае будет наблюдаться реальное разводнение акций приобретающей компании, что приведет к долгосрочному снижению стоимости акций.

Необходимо рассмотреть случай если платеж за приобретаемую компанию частично или полностью состоит из акций приобретающей компании. В целом ничего принципиально не меняется от описанной выше схемы, однако появляется дополнительный риск расхождения в оценках между рыночной стоимостью акций приобретающей компании и инвестиционной стоимостью акций приобретающей компании (как для самой приобретающей компании так и для акционеров приобретаемой компании).

Последствиями оплаты акций приобретаемой компании акциями приобретающей компании могут являться:

1. Увеличение риска акционеров приобретаемой компании, т.к. в обмен на акции они получают не денежные средства, а акции приобретающей компании, которые могут измениться в стоимости как в результате сделки по поглощению, так и в силу прочих факторов;
2. Усложняется процесс оценки курса обмена акций приобретаемой компании на акции приобретающей компании, т.к. в случае неправильного определения курса акций акционеры приобретаемой компании могут как выиграть, так и проиграть, что приведет к изменению курса акций Приобретающей компании.

Повышение риска акционеров приобретаемой компании можно легко избежать в случае немедленной продажи полученных акций приобретающей компании. Гораздо более серьезным последствием может явиться неправильный курс обмена акций приобретаемой компании на акции приобретающей компании.

Определение курса обмена акций определяется исходя из оценки стоимости акций на конкретный момент времени – курс выбирается таким

³³ Предполагается, что в период между завершением сделки по слиянию или поглощению и моментом реального увеличения денежных потоков приобретаемой компании не будут иметь место прочие обстоятельства, серьезно влияющие на стоимость как приобретаемой, так и приобретающей компании.

образом, что бы общая стоимость обмениваемых акций приобретаемой компании равнялась общей стоимости акций предъявляемых к оплате, уменьшенная на долю платежа, осуществляемого с помощью денежных средств.

Влияние структуры сделки на стоимость приобретения компании

Приобретая компанию, менеджмент приобретающей компании обычно изучает разные варианты юридической структуры сделки. Основными вариантами являются: приобретение акций компании и приобретение активов компании. В настоящее время в России распространен третий вариант – часть средств уплачивается за активы, а часть – за акции компании, продавшей активы на первом этапе (особенно распространено на рынке недвижимости).

Основными последствиями разных структур являются:

1. изменение рисков;
2. изменение налоговых последствий;
3. изменение объема приобретаемых прав (активов) и обязанностей;
4. изменение цены сделки (как за счет изменения рисков, так и за счет разницы в приобретаемых активах и обязательствах);
5. изменение необходимых действий по регистрации прав и обязанностей.

Все вышеперечисленные прямо или косвенно влияют на стоимость сделки. Так, приобретение акций приводит к увеличению рисков, т.к. приобретая активы и обязательства, у компании могут появиться дополнительные обязательства, связанные с действиями предыдущего менеджмента/ акционеров. При этом подобные сделки осуществляются быстрее, и более понятны государственным органам и миноритарным акционерам.

В случае приобретения активов, приобретающая компания страхуется от возникновения новых претензий к приобретаемой компании, т.к. само юридическое лицо не приобретается. При этом, процедура проведения сделки может затянуться в связи с необходимостью регистрации нового владельца или получение лицензий на работу с приобретенным оборудованием. При этом, приобретение оборудования может повысить его балансовую стоимость, что может привести к увеличению налогов на имущество и амортизационные платежи.

Существует третий вариант – на первом этапе приобретаются активы, а на втором этапе приобретаются акции приобретаемой компании. В этом случае существует возможность обезопасить покупателя от неожиданных претензий к приобретаемой компании, т.к. у нее уже нет активов, а полученные денежные средства выплачены в виде дивидендов предыдущим

акционерам, а так же сохраняется возможность перераспределить суммы платежей таким образом, что бы избежать увеличения налогообложения.

Все вышеперечисленные последствия структурирования обычно не учитываются в оценке компании как таковой, но обязательно учитываются в рамках проекта по приобретению компании.

Способы оценки результата реструктуризации

В настоящее время наиболее распространенным подходом к оценке синергического эффекта является доходный подход. Способы оценки синергических выгод в рамках доходного подхода описываются несколькими западными авторами: среди них А. Дамодаран³⁴, Ф. Эванс и Д. Бишоп³⁵. Перечисленные выше работы описывают способы применения доходного подхода к оценке синергических эффектов при оценке слияний и поглощений. Согласно основному принципу доходного подхода стоимость бизнеса определяется размером будущих денежных потоков и уровнем риска, присущим данным денежным потокам. Таким образом, основная цель аналитика при оценке эффекта синергии доходным подходом – оценить увеличение денежного потока в результате проявления эффекта синергии и надлежащим образом оценить увеличение стоимости Объединенной компании в результате увеличения денежных потоков. Также, необходимо оценить размер инвестиций, связанных с реализацией данного эффекта синергии, как фактора, снижающего стоимость объединенной компании в случае принятия решения о реализации эффекта синергии. Таким образом, исходя из доходного подхода, можно сделать, вывод, что осуществление действий, направленных на реализацию синергического эффекта, целесообразно только в том случае, если текущая стоимость дополнительных денежных потоков, генерируемых в результате реализации эффектов синергии, будут превышать текущую стоимость инвестиций, направленных на реализацию данного эффекта. Расчет эффекта можно выразить с помощью следующего уравнения³⁶:

$$\text{Синергия} = V_{ab} - (V_a + V_b) - P - E$$

где:

V_{ab} – стоимость совокупной компании после объединения;

V_a и V_b – стоимость компаний до объединения;

P – премия поглощения, уплаченная при приобретении компании;

E – расходы, понесенные в процессе поглощения.

Стоимость объединенной компании после проведения слияния или поглощения и стоимость компаний до объединения могут определяться как

³⁴ Aswath Damodaran: “Dark Side of Valuation”

³⁵ Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях/ перевод с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2004

³⁶ Источник: Патрик Гохан «Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса», стр. 154

по факту торгов акциями на фондовом рынке, так и с помощью методов доходного подхода.

Согласно трудам А.Грегори оценка стоимости синергического эффекта может быть проведена на основе доходных мультипликаторов³⁷. Для этого необходимо применить мультипликатор, на основе которого оценивается стоимости бизнеса объединенной компании к показателю синергического эффекта, что позволит определить стоимость синергического эффекта после проведения сделки по слиянию или поглощению. Например, в случае применения для оценки стоимости бизнеса объединенной компании используется мультипликатор V/S равный 0,8, то в случае, если синергический эффект приведет к увеличению выручки на 100 млн., то стоимость бизнеса объединенной компании увеличится на 80 млн. после реализации данного эффекта. Используя формулу, которая описана выше (в разделе посвященном оценке синергических эффектов с помощью доходного подхода), можно предположить, что до момента реализации сделки по слиянию или поглощению целесообразно уменьшить стоимость эффекта синергии на величину расходов, которые понесет объединенная компания на реализацию данного синергического эффекта.

Однако, необходимо отметить, что данный подход имеет один серьезный недостаток: доходный мультипликатор отражает прогнозные темпы роста денежного потока оцениваемой компании, которые могут не совпадать с ожидаемыми темпами роста синергических выгод. Так, в случае, если синергический эффект достигается за счет сокращения административного персонала, то темп роста доходов от данного синергического эффекта будет равняться уровню инфляции расходов на оплату труда административного персонала, которую часто оценивают как темп роста потребительских цен.

В случае, если объединенная компания работает на рынке, который бурно растет, то мультипликатор для оценки стоимости бизнеса данной компании будет отражать повышенные темпы роста денежного потока. В этом случае применение мультипликатора для оценки синергического эффекта приведет к завышению оценки влияния синергического эффекта на стоимость бизнеса объединенной компании. Возможен и обратный результат в случае, когда доходы от реализации синергического эффекта растут быстрее, чем денежный поток объединенной компании.

Важно отметить, что описанный выше способ оценки синергических эффектов хоть и использует доходные мультипликаторы, однако изначально размер синергических выгод определяется на основе предположений, используемых в доходном подходе (размер сокращений операционных расходов, величина дополнительных доходов). Таким образом, можно считать данный способ как комбинация доходного и сравнительного подхода.

³⁷ Грегори А. Стратегическая оценка компаний/ пер. с англ. - М.: Квинто-Консалтинг, 2003, стр. 26.

Применение сравнительного подхода к оценке величины краткосрочного синергического эффекта возможно двумя способами:

1. Сравнение синергических эффектов с помощью натуральных показателей, связанных с осуществлением конкретных синергических выгод от объединения компаний, работающих в одной отрасли. (метод сравнения натуральных показателей синергических эффектов);
2. Сравнение синергических эффектов с помощью финансовых показателей (метод сравнения финансовых показателей).

Метод сравнения натуральных показателей синергических эффектов основан на сравнении конкретных технических или логистических параметров работы «компаний-аналога» после слияния или поглощения в результате которого проявился эффект синергии. При этом, натуральные показатели в ходе оценки потенциального эффекта синергии необходимо скорректировать с учетом технических характеристик оцениваемой компании.

Получив представление об изменениях технических параметров в результате синергического эффекта можно определить влияние эффекта синергии на денежные потоки, что позволит определить оценку стоимости синергического эффекта в денежном выражении. Однако необходимо отметить, что подобный способ оценки синергического эффекта может быть получен только при наличии узкоспециализированных технических и отраслевых данных и, возможно, даже специального опыта. Поэтому данный способ адекватно могут применять только группы специалистов, работающих в отраслевых агентствах или компаниях, работающих в данных отраслях. При этом, к достоинствам данного метода определения синергии можно отнести высокую точность определения эффекта синергии, т.к. подобный эффект был достигнут на другом примере. Таким образом, можно констатировать, что подобный метод только частично использует сравнительный подход – для сбора и сопоставления данных о достигнутых технических эффектах синергии, а остальная часть оценивается с помощью методов доходного подхода.

Метод сравнения финансовых показателей базируется на составлении определенного мультипликатора, отражающего размер синергических выгод к какому либо показателю деятельности предприятия. Данный мультипликатор рассчитывается на основе фактических сделок по слиянию или поглощению, в результате которых наблюдались эффекты синергии для последующего применения к компаниям, которые только принимают решение о возможном слиянии или поглощении. Так, предлагается расчет двух следующих мультипликаторов:

1. отношение годового уровня синергических выгод до уплаты налога на прибыль к стоимости инвестированного капитала объединенной компании (мультипликатор «величина синергических выгод/стоимость инвестированного капитала объединенной компании»);
2. отношение годового уровня синергических выгод до уплаты налога на прибыль к стоимости инвестированного капитала приобретаемой

компании (мультипликатор «величина синергических выгод/стоимость инвестированного капитала присоединяемой компании»).

Также результат может быть выражен в *косвенной выгоде* – увеличение рыночной стоимости акций объединенной компании или изменение мультипликатора Р/Е. Акции объединенной компании могут стать более привлекательными для инвестора, и их рыночная стоимость возрастет.

Список литературы

1. Андрейчиков А.В., Андрейчикова О.Н. Анализ, синтез, планирование решений в экономике: Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2004
2. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация: Пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 2002
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997
4. Валдайцев В.С. "Оценка бизнеса и инноваций". Учебное пособие. Филинь, 2004
5. Виленский П.Л., Лившиц В.Н., Смоляк С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика. М.: Дело, 2002
6. Грегори А. Стратегическая оценка компаний/ пер. с англ. – М.: ЗАО «Квинто-Консалтинг», 2003
7. Григорьев В.В., Федотова М.А. "Оценка предприятия: теория и практика". Учебное пособие. М. Инфра - М. 1996
8. Григорьев В.В. "Оценка и переоценка основных фондов". Учебное пособие. М. Инфра - М. 1997.
9. Десмонд Г.М., Келли Р.Э. "Руководство по оценке бизнеса". М.:РОО, 1996
10. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов/ Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Брукс, 2004
11. Десмонд Г.М., Келли Р.Э. "Руководство по оценке бизнеса". М.:РОО, 1996
12. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления. М.: Дело, 2003
13. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса. – СПб.: Питер, 2002
14. Каплан Роберт С., Нортон Дейвид П. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию./Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005
15. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент – М.: Финансы и статистика, 2000
16. Козырь Ю.В. Стоимость компании: оценка и управленческие решения. М.: Альфа-Пресс, 2004

17. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. "Стоимость компании: оценка и управление" М: Олимп-бизнес, 1999.
18. Кошкин В.Л. «Организация и методы оценки стоимости предприятия (бизнеса)» М.: Приор, 2002
19. Международные стандарты оценки. Микерин Г.И., Павлов Н.В. М.: Интерреклама, 2003.
20. Организация оценки и налогообложения собственности. /под ред. Д.К.Эккерта. М.:РОО, 1995.
21. Оценка бизнеса. Учебник /под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. М. Финансы и статистика. 2004.
22. "Оценка рискованных долговых обязательств на Российских предприятиях", учебное пособие, Финансовая академия при Правительстве РФ, Москва, 2001
23. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/ А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскандеров, Т.В. Ташихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. – М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003
24. Пособие по оценке бизнеса/ Томас Л. Уэст, Джеффри Д. Джонс; пер. с англ. Под ред. В.М. Рутгайзера – М.: ЗАО «Квинто-Консалтинг», 2003
25. Прудников В.И., "Оценка стоимости дебиторской задолженности", Челябинск, 2000
26. Радионов Н.В., Радионова С.П. Основы финансового анализа: математические методы, системный подход. – СПб.: Альфа, 1999
27. Решоткин К.А. Оценка рыночной стоимости коммерческого банка. М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2002
28. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса: Методические разработки и рекомендации. В 8 ч.– М.: МАОК, 2006
29. Рутгайзер В.М., Егоров О.В., Козлов Н.А. «Методические рекомендации по оценке стоимости бизнеса на основе применения моделей Ольсона и Блэка-Шоулза» - М.: Комитет по оценочной деятельности ТПП РФ, 2005
30. Рутгайзер В.М., Авдеев А., Козлов Н.А. «Клиентелла: нематериальный актив и информационная база прогнозирования развития компании» - М.: АНО «Союзэкспертиза»ТПП РФ, 2005
31. Рутгайзер В.М., Авдеев А., Козлов Н.А. «Оценка рыночной стоимости клиентеллы - нематериального актива компании (методические разработки)» - М.: АНО «Союзэкспертиза»ТПП РФ, 2005
32. Скотт Марк К. "Факторы стоимости" М: Олимп-бизнес, 2000
- 33.Томпсон-мл, Артур А., Стрикленд III, А., Дж. Стратегический менеджмент: концепции и ситуации для анализа, 12-е изд.: пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2006
- 34.Федотова М.А. "Сколько стоит бизнес?" М.: Перспектива, 1996.
- 35.Фельдман А.Б., "Оценка дебиторской и кредиторской задолженностей", Международная академия Оценки и Консалтинга, Москва, 2003

36. Феррис К., Пешеро Б.П. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении. М.: Вильямс, 2003
37. Финансовый менеджмент: теория и практика. Учебник/ Под ред. Е.С. Стояновой – М.: Изд. «Перспектива», 2005
38. Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса/Пер. с англ. - М.: ЗАО «Квинто-Консалтинг», 2000
39. Черняк Е.М. "Оценка бизнеса". М.: Финансы и статистика, 1998.
40. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005
41. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2003
42. Шеннон П. Пратт Оценка бизнеса. Скидки и премии. Пер. с англ. – М.: Квинто-Менеджмент, 2005
43. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. – М.: Инфра-М, 2000
44. Эванс Ф., Бишоп Д. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. М.: Альпина Паблишер, 2004
45. Воданюк С.А., "Оценка дебиторской задолженности. Практика выявления и подтверждения объекта оценки", "Вопросы оценки", № 2 2002г.
46. Ивашкевич В.Б., "Анализ дебиторской задолженности", "Бухгалтерский учет" № 6, март 2003 г.
47. Круглов М.В. Методика оценки дебиторской задолженности (стр.40-44) // Вопросы оценки. 2000. №4.
48. Парушина Н.В., "Анализ дебиторской и кредиторской задолженности", "Бухгалтерский учет" № 4, февраль 2002 г.
49. Раева И.В., "Оценка рыночной стоимости долговых обязательств Российских предприятий", "Вопросы оценки", № 3 2004г.
50. Рекшинский А. Как спрогнозировать задолженность // Финансовый директор. 2002. №1.
51. Брычкин А.В. Оценка кредитоспособности контрагентов и создание резервов под возможные потери по дебиторской задолженности на предприятии (стр.3-22) // Финансы и кредит. 2003. №1.