

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«СЕВЕРО-КАВКАЗСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ

по выполнению практических работ
по дисциплине «Оценка и управление стоимостью бизнеса»
для студентов направления подготовки 38.04.01 Экономика направленности
(профиля) «Экономическая безопасность и управление рисками»

Методические указания по дисциплине «Оценка и управление стоимостью бизнеса» содержат задания для студентов, необходимые для проведения практических занятий.

Проработка практических заданий позволит сформировать у студентов системные представления информационной безопасности организаций. Предназначены для студентов направления подготовки 38.04.01 Экономика направленности (профиля) «Экономическая безопасность и управление рисками».

Содержание

1. Цели и задачи изучения дисциплины
 2. Компетенции обучающегося, формируемые в результате освоения дисциплины
 3. Задания к практическим занятиям
- Практическое занятие 1. Цели, задачи, принципы, методы и технологии оценки, её информационно-методические аспекты и правовое регулирование
- Практическое занятие 2. Выбор подхода к оценке имущества предприятия и стандарта стоимости
- Практическое занятие 3. Доходный подход в оценке рыночной стоимости предприятия
- Методы определения ставки дисконта в оценке стоимости бизнеса
- Практическое занятие 4. Сравнительный (рыночный) подход к оценке бизнеса
- Практическое занятие 5. Имущественный (затратный) подход к оценке бизнеса
- Практическое занятие 6. Оценка стоимости недвижимости в затратном подходе к оценке бизнеса
- Практическое занятие 7. Оценка стоимости машин, оборудования и транспортных средств в затратном подходе к оценке бизнеса.
- Оценка стоимости нематериальных активов
- Практическое занятие 8. Определение итоговой величины стоимости бизнеса
- Список использованных источников литературы

1. Цели и задачи изучения дисциплины

Целью освоения дисциплины является формирование профессиональных (ПК-5) компетенций у магистров по направлению подготовки 38.04.01 «Экономика» направленность (профиль) Экономическая безопасность и управление рисками. Основной целью курса « Оценка и управление стоимостью бизнеса» является обучение студентов теоретическим основам оценки и управления стоимостью бизнеса, методологии установления рыночной или иной стоимости на основе использования современного инструментария оценки

Задачами освоения дисциплины являются: овладение знаниями методов оценки стоимости предприятия (бизнеса); закрепление совокупности знаний в области основных видов стоимости предприятия (бизнеса), методов ее оценки; формирование теоретических и практических умений и навыков, позволяющих определить итоговую величину стоимости предприятия (бизнеса), пользоваться основными подходами и методами оценки стоимости предприятия (бизнеса); выработка навыков и умений оценки влияния инвестиционных решений, решений по финансированию для роста ценности (стоимости) компании, знанием экономических основ поведения организаций, иметь представление о различных структурах рынков и способностью проводить анализ конкурентной среды отрасли, умением применять количественные и качественные методы анализа при принятии управленческих решений и строить экономические, финансовые и организационно-управленческие модели.

2. Компетенции обучающегося, формируемые в результате освоения дисциплины

В результате освоения дисциплины обучающийся должен:

Код, формулировка компетенции	Код, формулировка индикатора	Планируемые результаты обучения по дисциплине (модулю), характеризующие этапы формирования компетенций, индикаторов
ПК-5. Способен разрабатывать и обосновывать финансово-экономические показатели деятельности предприятия и методики их расчета с целью формирования эффективной стратегии развития и функционирования хозяйствующего субъекта используя	ИД-1 ПК-5. Разрабатывает стратегии развития и функционирования организации и ее подразделений с целью принятия оптимальных управленческих решений	Применя знания о методах и инструментах оценки стоимости бизнеса и активов предприятия, анализирует информацию для применения ее в целях оценки и управления стоимостью компании и использует их для формирования и применения информационной базы оценки стоимости бизнеса и публичного

цифровые технологии		представления результатов проведенных исследований
---------------------	--	--

3. Задания к практическим работам

ПРАКТИЧЕСКОЕ ЗАНЯТИЕ 1

Практическое занятие 1.

Цели, задачи, принципы, методы и технологии оценки, её информационно-методические аспекты и правовое регулирование

Теоретическая часть

Изучение методологических основ оценки необходимо для усвоения методик оценки какого-либо объекта собственности. Знание принципов оценки и истории её развития, правовых основ и саморегулирования организаций оценщиков позволит избежать ошибок, обусловленных как субъективными, так и объективными причинами.

Особенность современных основ методологии оценки заключается в том, что применяемые методы обоснования практических действий могут базироваться, в зависимости от целей проведения измерений, как на объективных (рыночных), так и на субъективных (инвестиционных) стоимостных измерениях результатов хозяйствования. Из такой методологической позиции следует, что хотя «истинная» стоимость имущества познаваема, однако она не является единственной, а, кроме того, она зависит от времени, места и обстоятельств ее проявления. Методология оценки стоимости основана на фундаментальной экономической теории свободного рынка.

Первой основной характеристикой современных условий, определяющих методологические особенности оценки стоимости имущества, является вхождение всей мировой экономики в новую эпоху. Второй особенностью является стоимостное (или ценностное) мышление, которое находит практическое выражение в профессиональной оценочной деятельности. Третьей особенностью, является то, что данную дисциплину в ее современной научно-практической форме следует считать еще не до конца устоявшейся. Четвертой особенностью всей современной системы международных, европейских и национальных стандартов является понимание методологических основ оценки стоимости имущества как наилучшей общепринятой практики – и признание ее критерием истинности. Пятой особенностью, относящейся в первую очередь к странам, экономики которых еще по международному признанию относятся к «возникающим рынкам», является освоение институциональных механизмов, соответствующих общепринятым в мире правилам.

К истокам методологических основ оценки относят исследования английского экономиста Альфреда Маршалла (1842–1924), родоначальника микроэкономики и «неоклассической теории стоимости» – как синтеза различных существовавших теорий стоимости Маршаллом впервые, наряду с

теорией стоимости (value), были предложены концепция «оценки стоимости имущества» (valuation) и три – общепринятых в настоящее время – подхода к оценке стоимости, а именно: сравнение сопоставимых продаж, по затратам на замещение и капитализации доходов. В дальнейшем его последователи трансформировали элементы экономической теории, концепцию и подходы к оценке стоимости в так называемую «рабочую теорию оценки стоимости», которую можно рассматривать как основы методологии оценки, нашедшие отражение в современных международных и европейских стандартах.

Выделяют следующие общие принципы оценки: принцип замещения, принцип сравнения, принцип предвидения.

Наиболее важными особенностями методологических основ современной оценки стоимости имущества являются:

- понимание оценки стоимости (или ценности) объектов имущества в соответствии со строго идентифицированными правами собственности на них в условиях институционально-рыночной экономики, обеспечивающей полноценную охрану имущественных прав;

- понимание объектов оцениваемого имущества как капитала, привлечение и применение которого зависит от народнохозяйственных (макроэкономических) и отраслевых (секторальных) условий его наиболее эффективного использования (НЭИ);

- понимание нормального функционирования экономики как соответствующего реалиям несовершенной конкуренции, несовершенного предвидения и постоянно воспроизводящейся предпринимательской «ненормальной» прибыли, а, следовательно, осуществления непрерывного институционального обеспечения добросовестной конкуренции вместе с мониторингом и прогнозированием цен на рынках имущества.

Главная проблема русского экономического языка в современную эпоху состоит не в том, что он засоряется заимствованиями иностранных терминов (слов). Опасность заключается в искаженном толковании многих отечественных экономических терминов. Рядом с терминами и их толкованиями, по необходимости заимствованными из экономического образа мышления обществ с высокоразвитым рынком, продолжают жить толкования, укоренившиеся в принципиально другом строе мышления и другой экономической практике. Это дезориентирует понимание основ рыночной экономики, искажает правильные понятия, разработанные современной экономической наукой, и продлевает жизнь ложным понятиям.

Большое значение, имеет гармонизация двух основных «сторон» экономических измерений (хотя у этой многомерной проблемы есть еще и другие стороны) в современной экономике – оценки стоимости имущества и бухгалтерского учета.

Международные и европейские стандарты оценки, которые были приняты в 2000 г. (обозначаемые, соответственно, как МСО-2000 и ЕСО-2000), по сравнению с прежними, содержали существенные изменения, в основном связанные со всеми изменениями и дополнениями, которые были

внесены в Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) и которые, в свою очередь, были согласованы с Международной организацией, объединяющей комиссии по ценным бумагам (МОКЦБ).

МСО написаны больше в формате учебника, а не справочника, по этой причине МСО, как правило, менее дружелюбны к пользователям, чем ЕСО, которые специально обозначили как справочник, при этом каждый раздел является «автономным».

Российская Федерация является Государством-членом Международного комитета по стандартам оценки (МКСО). Вышедшая в 2000 г. работа «Методология оценочной деятельности: Современное состояние и перспективы развития в оценочной деятельности Российской Федерации», выполненная в соответствии с Техническим заданием Фонда «Бюро экономического анализа» (под эгидой Минэкономразвития России и Мирового Банка), включала проекты российских стандартов оценки, разработанные в соответствии с имевшимися к 2000 году сводами МСО и ЕСО. Эта коллективная работа прошла обсуждение и была положительно оценена Мингосимущества России. Представленные в Минимущества России материалы, подготовленные авторами в рамках настоящего проекта, использованы при разработке проектов следующих нормативных документов: Концепция развития оценочной деятельности в Российской Федерации, Стандарт по оценке стоимости предприятия (бизнеса), Стандарт по оценке недвижимого имущества, Стандарт по оценке машин и оборудования, Стандарт по оценке нематериальных архивов и интеллектуальной собственности. В соответствии со структурой, принятой в международных и европейских стандартах, в их состав наряду с общими (и организационными) стандартами включаются «руководства» по отдельным направлениям оценочной деятельности.

Сейчас разработаны и действуют новые стандарты:

- Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)»;
- Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)»;
- Федеральный стандарт оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)»;
- Федеральный стандарт оценки «Определение кадастровой стоимости объектов недвижимости (ФСО № 4)».

2. Задания

Задание 1.1

Объясните, что значит высказывание: «Оцениваемое имущество может рассматриваться с двух позиций: извне и изнутри». Приведите примеры.

Задание 1.2

Составьте схему, систематизирующую виды стоимости, цели,

принципы и методы оценки.

Задание 1.3

Составьте классификационную таблицу объектов недвижимости.

Задание 1.4

Перечислите принципы и методы анализа рынка недвижимости, используемые в российской оценочной практике.

Задание 1.5

Составьте схему взаимосвязи ФСО №№ 1 – 4 применительно к отчету по оценке двухкомнатной квартиры.

Задание 1.6

Составьте перечень информации, используемой в процессе оценки недвижимости.

Задание 1.7

Перечислите современные информационные источники, используемые в процессе оценки рыночной стоимости недвижимости.

3. Вопросы к практическому занятию

1.1. Что понимается под гармонизацией методологических основ прикладных экономических измерений?

1.2. Имеются ли отличия международных стандартов оценки от европейских?

1.3. Как происходит развитие методологических основ оценки в России?

1.4. Какие отечественные Стандарты по оценке стоимости различных видов собственности вам известны?

1.5. Чем отличаются методологические основы оценки от методического обеспечения конкретных расчетных процедур?

1.6. В чем заключается работа оценщика по сегментации рынка недвижимости?

1.7 В чем заключается различие в определении недвижимости как объекта оценки в существующих законодательных актах?

1.8. В чем состоит особенность недвижимости как объекта оценки?

1.9. В каких целях определяется рыночная стоимость различных объектов недвижимости?

1.10. Какие виды стоимости могут определяться в процессе оценки?

1.11. Существует ли взаимосвязь определяемого вида стоимости с целями оценки?

1.12. Назовите принципы, используемые в процессе оценки недвижимости доходным, затратным и сравнительным подходом.

1.13. Какая экономическая информация необходима для определения объективной величины рыночной стоимости недвижимости?

1.14. Для каких целей анализируется состояние экономического развития страны, региона, конкретного сегмента рынка недвижимости?

1.15. Что должна содержать внутренняя экономическая информация об оцениваемом объекте?

1.16. Какие физические характеристики оцениваемого объекта и его окружения учитываются в процессе оценки?

Практическое занятие 2.

Выбор подхода к оценке имущества предприятия и стандарта стоимости

Теоретическая часть

Процесс оценки стоимости бизнеса (предприятия) — это сложный трудоемкий процесс, состоящий из нескольких этапов. В Постановлении Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки» сформулированы следующие этапы проведения оценки:

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

Рассмотрим перечисленные этапы последовательно применительно к оценке бизнеса. Подготовка задания на оценку бизнеса начинается с этапа определения проблемы, заключающегося в следующих основных моментах:

- идентификация предприятия;
- выявление предмета оценки;
- определение даты оценки;
- формулирование целей и функций оценки;
- определение вида стоимости;
- ознакомление заказчика с ограничительными условиями.

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

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

- идентификацию бизнеса, интерес собственности в бизнесе или ценную бумагу, подлежащие оценке;
- дату оценки;
- толкование стоимости;

собственника доли;
цель и использование оценки.

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

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

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

Доходный подход основывается на допущении, что рациональный инвестор (будущий владелец) не заплатит за предприятие сумму больше, чем сумма доходов, которые предприятие принесет ему в будущем. Поэтому задача сводится к прогнозированию деятельности компании на перспективу

По определению величины доходов, приносимых собственным капиталом. При этом учитывается, что будущие доходы, если их оценивать сегодня, будут меньше на величину упущенной выгоды.

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

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

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

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

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

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

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

если оцениваемое предприятие относится к категории финансовых компаний с преобладающей долей финансовых активов. Их рыночная стоимость либо берется с фондового рынка, либо специально оценивается исходя из ожидаемых по активу доходов (используется доходный подход);

если оцениваемое предприятие имеет повышенную долю нематериальных активов, которые ценны лишь тогда, когда они используются.

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

При выборе методов оценки бизнеса необходимо учитывать область применения, цели, преимущества и недостатки, которые несет в себе каждый подход и метод. Перечисленные подходы и методы не только не являются взаимоисключающими, но и дополняют друг друга. При оценке бизнеса в зависимости от целей оценки, искомой стоимости, поставленных условий, состояния объекта и экономической среды используют сочетание нескольких методов, наиболее подходящих в данной ситуации.

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

оценка предприятия как действующего (on-going-concern);

оценка ликвидационной стоимости предприятия (в расчете на его ликвидацию, подразумевающую прекращение бизнеса).

Задание 1

Изучив каждый из трех подходов оценки бизнеса отразите в таблице 2.1 присущие методы используемые при оценке имущества

Таблица 2.1- Методы оценки стоимости имущества предприятия

Подходы	Методы оценки
Доходный	1. 2.
Рыночный (сравнительный)	1. 2. 3.
Затратный (имущественный)	1. 2. 3. 4. 5. 6. 7. 8.

Задание 2

Проводя выбор необходимых методов для проведения процесса оценки бизнеса, представьте преимущества и недостатки, которые несет в себе каждый подход и метод в таблице 2.2.

Таблица 2.2- Преимущества и недостатки подходов оценки бизнеса

Преимущества	Подход		
	Доходный	Сравнительный	Затратный
Недостатки			

Задание 2

Оцените бизнес, получивший в последнем финансовом году чистую прибыль в размере 550000 руб., при этом за этот же период денежный поток составил 600000 руб., а величина выручки 900000 руб. Есть информация о том, что недавно были проданы:

- Аналогичная компания №1 за 9000000 руб., ее чистая прибыль за аналогичный период составляла 580000 руб.; денежный поток – 640000 руб; выручка – 980000 руб.

- Аналогичная компания №2 за 11000000 руб., ее чистая прибыль за аналогичный период составляла 790000 руб.; денежный поток – 880000 руб; выручка – 1200000 руб.

Вопросы к практическому занятию

- Какие сведения о бизнесе (предприятии) должны быть включены в задание на оценку?

- Что входит в состав информации об оцениваемом бизнесе и какие источники для получения этой информации используются?

- Перечислите направления корректировки финансовой отчетности?
- В каких целях осуществляется финансовый анализ?
 - Какие коэффициенты используются для оценки устойчивости финансового состояния?
 - Проведите сравнение доходного, рыночного и имущественного подходов к оценке бизнеса.
- Как осуществляется расчет итоговой величины стоимости бизнеса?
- Назовите прямые и обратные функции сложного процента.

Практическое занятие 3.

Доходный подход в оценке рыночной стоимости предприятия (Метод оценки стоимости бизнеса на основе дисконтирования будущих денежных потоков. Методы капитализации дохода)

Теоретическая часть

Метод дисконтирования денежного потока основан на пересчете будущих ежегодных доходов предприятия в текущую стоимость. Определение стоимости бизнеса методом дисконтирования денежных потоков основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму больше, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса. Собственник же не продаст свой бизнес ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов.

Основные этапы оценки рыночной стоимости предприятия методом дисконтирования денежных потоков:

- Проведение финансового анализа предприятия;
- Определение длительности прогнозного периода;
- Выбор модели денежного потока;
- Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации;
- Анализ и прогноз расходов;
- Анализ и прогноз инвестиций;
- Определение ставки дисконта;
- Расчет величины стоимости в постпрогнозный период;
- Расчет текущей стоимости предприятия;

10. Внесение итоговых поправок.

Первый этап. Проведение финансового анализа предприятия

Второй этап. Определение длительности прогнозного периода. В качестве прогнозного периода принимается период, продолжающийся до тех пор пока, темпы роста доходов и расходов не стабилизируются. В условиях нестабильности внешней среды и резкого изменения законодательства прогнозный период принимается равным трем года. Более короткий прогнозный период не позволит увидеть тенденцию роста бизнеса.

Третий этап. Выбор модели денежного потока

Базовым понятием в доходном подходе является чистый денежный поток, определяемый как разница между притоком и оттоком денежных средств за определенный период времени.

Применяя метод дисконтированных денежных потоков, можно оперировать в расчетах либо так называемым "денежным потоком для собственного капитала", либо "денежным потоком для всего инвестированного капитала".

Денежный поток для собственного капитала указывает на то, сколько и на каких условиях будет привлекаться заемных средств (помимо собственных). Применительно к каждому будущему периоду в нем учитываются ожидаемые прирост долгосрочной задолженности предприятия (приток вновь взятых займы кредитных ресурсов), уменьшение обязательств предприятия (отток средств вследствие планируемого на будущий период погашения части основного долга по ранее взятым кредитам), выплата процентов по кредитам в порядке их текущего обслуживания.

При применении модели денежного потока для всего инвестированного капитала условно не различаются собственный и заемный капитал предприятия, считается совокупный денежный поток. Исходя из этого, к денежному потоку прибавляются выплаты процентов по задолженности, которые ранее были вычтены при расчете чистой прибыли. Поскольку проценты по задолженности вычитались из прибыли до уплаты налогов, возвращая их назад, следует уменьшить их сумму на величину налога на прибыль. Итогом расчета по этой модели является рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия.

Четвертый этап. Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации.

Прогноз валовой выручки должен быть логически совместим с ретроспективными показателями деятельности предприятия. Данные последнего финансового года являются основой для построения денежного потока в прогнозном и постпрогнозных периодах.

- постпрогнозный период доходы предприятия стабилизируются, темп прироста выручки от реализации продукции принимается равным прогнозируемому темпу инфляции в постпрогнозный период.

Пятый этап. Анализ и прогноз расходов.

Изучение структуры расходов предприятия и соотношения переменных и постоянных расходов.

Для обоснованной оценки затрат предприятия необходимо рассмотреть подробнее структуру себестоимости за последний финансовый год: (материальные затраты, затраты на оплату труда, отчисления в соцстрах, амортизационные отчисления и т.д.)

После чистой прибыли вторым по значимости компонентом, оказывающим влияние на величину денежного потока является, амортизация активов предприятия. Согласно бухгалтерским данным оцениваемого предприятия определить величину амортизационных отчислений, рассчитать долю в себестоимости реализованной продукции в последнем финансовом

году и предположить, что в следующие прогнозные годы данная тенденция амортизационных отчислений сохранится.

Шестой этап. Анализ и прогноз инвестиций

На этом этапе определяется излишек или недостаток собственного оборотного капитала предприятия. По мере роста предприятия некоторая часть его денежного потока должна направляться на финансирование закупок товарно-материальных запасов, эта величина называется потребностью предприятия в дополнительном оборотном капитале. Излишек оборотного капитала увеличивает рыночную стоимость предприятия, а недостаток, который должен быть восполнен, уменьшает рыночную стоимость предприятия.

Капитальные вложения (КВ) предприятие будет наращивать за счет краткосрочного кредита, поэтому увеличение капитальных вложений на предприятии рассматривается в плане постепенной замены основного капитала по мере его износа и выбытия,

Размеры равномерных выплат по погашению кредита и процентов по нему будут уменьшать денежный поток. Возврат кредита должен происходить периодически равными платежами, поэтому расчет величины платежа осуществляется на основе функции сложного процента (взнос на амортизацию).

Седьмой этап. Определение ставки дисконта.

Ставка дисконта - это мера не только ежегодной доходности, но и риска, поэтому она должна обеспечивать премию за все виды рисков, сопряженных с инвестированием в оцениваемое.

Существует несколько подходов к определению ставки дисконтирования. Первый подход основан на модели оценки капитальных активов (CAPM - capital asset pricing model), в основу которой положены следующие допущения:

Инвесторы владеют полностью диверсифицированными портфелями.

Инвестор ожидает получить доход, превышающий безрисковую ставку, как компенсацию за риск владения активами, в которые они вкладывают свои инвестиции.

Уравнение модели оценки капитальных активов выглядит следующим образом:

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

где R_e - норма доходности на собственный капитал;

R_f - доходность безрискового вложения (соответствует уровню доходности по уровню доходности по государственным ценным бумагам);

R_m - норма дохода по общему рыночному портфелю вложений;

$(R_m - R_f)$ - премия за риск инвестора (в мировой практике колеблется от 5 до 8 % годовых);

β - оценка систематического риска для данной компании.

Коэффициент β показывает изменчивость цен на акции отдельной компании по сравнению с изменениями в котировке всех акций,

обращающихся на данном рынке. Главный недостаток модели оценки капитальных активов - зависимость оценки риска от колебаний конъюнктуры фондового рынка.

Второй подход к определению величины ставки дисконта связан с вычислением текущей стоимости так называемого бездолгового денежного потока, часто используемого инвесторами, анализирующими величину генерируемого компанией денежного потока, который может быть использован для финансирования новых проектов, в том числе покупку или слияние компаний, финансируемых с помощью заемных средств. Для его вычисления применяют величину стоимости капитала, используемого компанией для финансирования своей деятельности. Поскольку в таком финансировании участвуют как собственные, так и заемные средства, то в качестве величины «общей» стоимости капитала выступает средневзвешенная стоимость капитала (weighted average cost of capital - WACC).

При третьем подходе к определению величины альтернативных издержек используют так называемый метод кумулятивного построения. Согласно этому подходу к величине безрисковой ставки дохода добавляются премии за различные виды риска, связанные с конкретным инвестированием (страновой риск, риски, связанные с размером компании, с зависимостью от ключевой фигуры, с товарной географической диверсификацией, с диверсификацией клиентуры, с финансовой структурой, с ретроспективной прогнозируемостью т.д.). Обычно конкретная величина премии за каждый из видов риска (за исключением странового) определяется экспертным путем в вероятном интервале от 0 до 5 %.

Восьмой этап. Расчет стоимости предприятия в постпрогнозный период. Предполагается, что после прогнозного периода доходы бизнеса стабилизируются и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста доходов и расходов.

Девятый этап. Расчет текущей стоимости предприятия

Текущая стоимость предприятия определяется суммой текущих стоимостей всех денежных потоков и текущей стоимости реверсии.

Примеры решения задач

Задача 1. Определить текущую стоимость облигации с номинальной стоимостью 100000 руб., сроком погашения 6 лет, ставкой купонного дохода 6%, при требуемом уровне доходности 10%.

Решение. Текущая стоимость основной суммы долга, выплачиваемого в конце 6 года, равна 56447 руб. $(100000 / (1 + 0,1)^6)$. Текущая стоимость аннуитета, равного 6000 руб. $(100\ 000 \times 0,06)$ в течение 6 лет под 10% равна $6000 \times 4,355 = 26130$ руб. Текущая стоимость облигации равна 82560 руб. (56400 руб. + 26130 руб.).

Задача 2. Оценить рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете на 2 года действия бизнеса, если ожидаемые чистые доходы прогнозируются: от продаж продукции через год — 800 тыс. руб., через 2 года — 700 тыс. руб.; от аренды временно избыточных активов через год — 100 тыс. руб. Рыночная стоимость нефункционирующих активов равна 280 тыс. руб.

Прогнозируемая доходность сопоставимого бизнеса: вложения в гособлигации со сроком погашения 1 год — 22%, со сроком погашения 2 года — 20%.

Решение. Стоимость предприятия = $(800 + 100) / (1 + 0,2)_1 + 700 / 1,2_2 + 280 = 1516$ тыс. руб.

Задача 3. Определить норму дохода для инвестиций отечественного резидента в покупку акций закрытой автосборочной компании «Омега» с численностью занятых 300 чел., если известно, что: доходность государственных облигаций в реальном выражении равна 3% (r); индекс инфляции — 10% (s); среднерыночная доходность на фондовом рынке — 20% (R_m); дополнительная премия за страновой риск — 8% (C_3); дополнительная премия за закрытость компании (C_2) — на уровне международно принятой аналогичной премии; дополнительная премия за инвестиции в малый бизнес — 8% (C_1); текущая доходность акций рассматриваемой компании за прошлый год в среднем колебалась относительно своей средней величины на 5%; текущая среднерыночная доходность на фондовом рынке в прошлом году колебалась относительно своей средней величины на 2% (округление в промежуточных расчетах делать до одной десятой процента).

Решение. Норма дохода (ставка дисконта), судя по приведенным исходным данным, должна определяться согласно модели оценки капитальных активов.

Номинальная безрисковая ставка дохода R при этом может быть вычислена по формуле Фишера: $R = r + s + r s = 0,03 + 0,10 + 0,03 \times 0,10 = 0,133$.

Коэффициент «бета», если исходить из его экономического смысла как меры относительного размера колеблемости дохода с рубля, вложенного в оцениваемый бизнес, по сравнению с колеблемостью дохода с рубля вложений в любой бизнес на фондовом рынке в целом, может быть здесь определен (на основе ограниченной, как и в реальной жизни, информации) отношением амплитуды колебаний за прошедший период доходности с акций компании к амплитуде колебаний среднерыночной доходности на всем фондовом рынке, т.е. коэффициент «бета» = $5\% / 2\% = 2,5$.

- итоге искомая норма дохода, согласно модели оценки капитальных активов, оказывается равной: $i = 0,133 + 2,5(0,20 - 0,133) + (5 / 6) 0,133 = 0,411$ (41,1%).

Из дополнительных премий Q выше задействована только поправка на закрытый характер оцениваемой компании (так как рассматриваемое предприятие по условиям задачи действительно является закрытым).

Дополнительная премия за инвестирование в малый бизнес не сделана, так как численность занятых в фирме превышает предельное для малого бизнеса количество занятых (200). Страховой риск для отечественного резидента уже косвенно учтен в размере рыночной премии за риск и в уровне самой «безрисковой ставки дохода» R .

Задачи для самостоятельного решения

Задание 1

Оцените рыночную стоимость облигации номиналом 1000 руб., сроком погашения 5 лет и ставкой купонного дохода по годам соответственно 8, 8, 6, 4, 4% при требуемом уровне доходности в 10%.

Задание 2

Предприятие выпускает 3 вида продукции: А, Б, В. Ожидаемые (чистые) доходы от продаж продукции прогнозируются на уровне (тыс. руб.):

- продукция А — через год — 130, через два года — 90;
- продукция Б — через год — 80, через два года — 130, через три года — 700, через четыре года — 820, через пять лет — 580;
- продукция В — через год — 50, через два года — 120.

Рыночная стоимость имущества, которое не нужно для выпуска продукции, составляет 100 тыс. руб.

Предприятие имеет временно избыточные активы стоимостью в 500 тыс. руб. Поступления от аренды временно избыточных активов через год — 60 тыс. руб. Прогнозируются следующие средние ожидаемые (в год) доходности государственных облигаций с погашением через: два года — 25%, три года — 20%, пять лет — 15%.

Определить без учета рисков бизнеса рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете на три года продолжения его работы.

Задание 3

Предприятие выпускает 2 вида продукции: А и Б. Ожидаемые (чистые) доходы от продаж продукции прогнозируются на уровне (тыс. руб.):

- продукция А — через год — 100, через два года — 70;
- продукция Б — через год — 20, через два года — 130, через три года — 700, через четыре года — 820, через пять лет — 180.

Рыночная стоимость имущества, которое не нужно для выпуска рассматриваемых видов продукции, составляет 320 тыс. руб.

Предприятие имеет временно избыточные активы стоимостью в 500 тыс. руб., которые можно сдать в аренду. Поступления от аренды временно избыточных активов через год — 50 тыс. руб.

Прогнозируются следующие средние ожидаемые (в год) доходности государственных облигаций с погашением через: два года — 25%, три года

— 20, пять лет — 15%. Определить без учета рисков бизнеса рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете на пять лет продолжения его работы.

Задание 4

Предприятие выпускает 3 вида продукции: А, Б, В. Ожидаемые (чистые) доходы от продаж продукции прогнозируются на уровне (тыс. руб.):

- продукция А — через год — 100, через два года — 70;
- продукция Б — через год — 20, через два года — 130, через три года — 700, через четыре года — 820, через пять лет — 180;
- продукция В — через год — 45.

Рыночная стоимость имущества, которое не нужно для выпуска этих видов продукции, составляет 320 тыс. руб.

Предприятие имеет временно избыточные активы стоимостью в 500 тыс. руб. Поступления от аренды временно избыточных активов через год — 50 тыс. руб. Прогнозируются следующие средние ожидаемые (в год) доходности государственных облигаций с погашением через: два года — 25%, три года — 20, пять лет — 15%.

Определить без учета рисков бизнеса рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете на три года продолжения его работы.

Задание 5

Имеется следующий прогноз финансовой деятельности предприятия на ближайшие 3 года, тыс. руб.

Показатели	Базисный период	1-й год	2-й год	3-й год
Себестоимость реализованной продукции	3600	4800	5400	6000
Прибыль от продаж	900	1200	1650	1800
Операционные доходы	150	240	260	300
Внереализационные расходы	50	65	80	100
Кредит на развитие производства	1800	-	-	-

Определите стоимость предприятия методом дисконтирования денежных потоков, если ставка дисконта установлена в 22%, годовая банковская процентная ставка -18%, кредит предоставлен на 2 года, налог на прибыль 20%. В начале первого прогнозного года будут введены основные фонды по первоначальной стоимости 50000 тыс. рублей и сроком полезного использования 10 лет; в начале второго прогнозного периода будут введены основные фонды по первоначальной стоимости 80000 тыс. рублей и сроком полезного использования 4 года.

Задание 6

Используя следующие данные, рассчитайте величину денежного потока предприятия и заполните строки балансового отчета на конец периода:

Показатели, тыс. руб.	Начало периода	Конец периода
Актив		
Основные средства	2000	
Запасы	230	
Дебиторская задолженность	500	
Денежные средства	400	
Всего активов	3130	
Пассив		
Долгосрочная задолженность	1500	
Краткосрочная задолженность	400	
Собственный капитал	1230	
Всего пассивов	3130	

В течение периода произошли следующие изменения в тыс. руб.: Чистая прибыль составила 500 Начисленный износ 120 Прирост запасов 50 Уменьшение дебиторской задолженности 30 Прирост краткосрочной задолженности 60 Уменьшение долгосрочной задолженности 100.

Задание 7

Имеются следующие данные о деятельности предприятия

№	Активы	На начало периода тыс.руб.	На конец периода тыс.руб.	№	Пассивы	На начало периода тыс.руб.	На конец периода тыс.руб.
1	Внеоборотные активы	2500	2350	3	Собственный капитал	2700	2700
2	Оборотные активы	4800	5400	4	Долгосрочные Обязательства	800	650
2.1	Запасы	2000	2200	5	Кредиторская задолженность	3800	3400
2.2	Краткосрочная дебиторская задолженность	2300	2600				
2.3	Денежные средства	500	600				
	Итого	7300	7750		Итого		

Рассчитать денежный поток для собственного капитала, если чистая прибыль предприятия равна 1000 тыс. руб., ввода и выбытия основных средств в течение года не было.

Задание 8

Рассчитать средневзвешенную цену капитала по приведенным данным:

Источник средств	Оценка, тыс.руб	Удельный вес, %	Цена, %
Обыкновенные акции	6800	44,65	15,2
Привилегированные акции	1450	9,52	11,8
Нераспределенная прибыль	480	3,15	13,2
Краткосрочные кредиты	5000	32,83	8,4
Долгосрочные кредиты	1500	9,85	5,1
Итого	15230	100,0	-

Чистая прибыль предприятия после уплаты налогов равна 200000руб., а число обыкновенных акций -5000. Доходность акций 10%. Определите цену акций предприятия.

Вопросы к практическому занятию

4. 1. В чем заключается методология доходного подхода?
5. В чем заключается сущность метода дисконтированных денежных потоков?
6. Перечислите основные этапы реализации метода дисконтированных денежных потоков.
7. Что такое денежный поток и какие бывают виды денежных потоков?
8. Как рассчитываются и прогнозируются денежные потоки?
9. В чем суть формулы Фишера?
10. В чем заключаются два альтернативных способа учета рисков бизнеса?
11. Перечислите систематические и несистематические риски бизнеса.
12. Что такое CAPM?
13. К чему сводится метод кумулятивного построения?
14. Что такое средневзвешенная стоимость капитала?
15. В чем разница между капитализацией постоянного дохода, где коэффициентом капитализации выступает ставка дисконта, и капитализацией постоянного дохода с применением в качестве коэффициента капитализации суммы ставки дисконта и нормы возврата капитала?
16. В чем состоит модель Гордона?
17. Что такое реальные опционы?

Практическое занятие 4.

Сравнительный (рыночный) подход к оценке бизнеса

Методы оценки: метод компании аналога; метод сделок; метод отраслевых коэффициентов. Классификация мультипликаторов.

Теоретическая часть

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

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

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

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

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

Возможность применения рыночного подхода, во-первых, зависит от наличия активного финансового рынка, так как подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках. Второе условие

— открытость рынка, т.е. доступность финансовой информации, необходимой оценщику. Третье условие — наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию.

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

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

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

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

Алгоритм метода рынка капитала включает четыре этапа:

- выбор компаний-аналогов;
- определение рыночной стоимости компании-аналога;
- составление ценовых мультипликаторов по компании-аналогу;
- расчет стоимости оцениваемой компании.

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

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

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

Опыт западных оценочных компаний свидетельствует о следующих соотношениях:

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

автозаправочные станции — за 1,2-2,0 месячной выручки;
предприятия розничной торговли — за 0,75-1,5 суммы: чистый доход

- оборудование + запасы;
машиностроительные предприятия — за 1,5-2,5 суммы: чистый доход + запасы.

Известно «золотое правило» оценки для некоторых отраслей экономики, которое гласит:

покупатель не заплатит за предприятие 4-кратной величины среднегодовой прибыли до налогообложения.

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

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

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

Основные рыночные мультипликаторы: PER, P/CE, P/S, P/FCF, P/BV. Мультипликаторы, рассчитываемые по производственным характеристикам компании (отраслевые мультипликаторы). Факторы, влияющие на мультипликаторы. Анализ взаимосвязи рыночных мультипликаторов с темпами роста компании. Относительные мультипликаторы и специфика их использования в оценке стоимости компании. Принципы выбора рыночных мультипликаторов. Особенности применения балансовых мультипликаторов в оценке методом рыночных сравнений. Особые ситуации в применении метода рыночных сравнений. Ограничения метода рыночных сравнений.

Примеры решения задач

Задача 1. Оценить рыночную стоимость закрытой компании, если по открытой компании-аналогу рассчитаны два мультипликатора: цена / чистая прибыль = 6; цена / балансовая стоимость активов = 2. Удельные веса мультипликаторов соответственно 80 и 20%. По оцениваемой компании чистая прибыль 420 тыс. руб., балансовая стоимость активов 800 тыс. руб.

Решение: Цена закрытой компании = $(420 \times 6 \times 0,8) + (800 \times 2 \times 0,2) = 2336$ тыс. руб.

Задача 2. Оценить рыночную стоимость закрытой компании, если рыночная стоимость 1 акции открытой компании-аналога равна 100 руб., количество обращающихся на рынке акций 180 тыс. штук, чистая прибыль компании аналога и оцениваемой соответственно 800 тыс. руб. и 620 тыс. руб.

Решение: Мультипликатор по аналогу = $(100 \times 180 \text{ тыс. шт.}) / 800 \text{ тыс. руб.} = 22,5$.

Цена закрытой компании = $620 \text{ тыс. руб.} \times 22,5 = 13950$ тыс. руб.

Задачи для самостоятельного решения

Задание 1

Планируемая прибыль после налогообложения равна 9,9 млн руб. Ожидаемая чистая балансовая стоимость — 95 млн руб. Мультипликатор предприятия-аналога «цена / прибыль» равен 5,1; мультипликатор «цена/балансовая стоимость» — 2,2. Инвестор доверяет статистике по мультипликатору «цена/прибыль» на 85%, а по мультипликатору «цена / балансовая стоимость» — на 15%. Оценить будущую рыночную стоимость создаваемого предприятия.

Задание 2

Оценить рыночную стоимость закрытой компании, если известно, что рыночная стоимость одной акции компании-аналога равна 220 руб., общее количество акций — 300000, из них 80000 — выкуплены и 30000 — приобретены, но не оплачены; доли заемного капитала оцениваемой компании и компании-аналога в балансовой стоимости их совокупного капитала одинаковы, а абсолютные размеры их задолженности составляют соответственно 7 и 18 млн руб.; средняя ставка процента по кредитам у компаний одинаковая; объявленная прибыль компании-аналога до процентов и налогов равна 2,5 млн руб., процентные платежи — 150 тыс. руб., уплаченные налоги с прибыли — 575 тыс. руб.; прибыль оцениваемой компании до процентов и налогов равна 1,7 млн руб., уплаченные налоги с прибыли — 560 тыс. руб.

Задание 3

Рассчитать общий корректировочный коэффициент, на который нужно умножить результат определения стоимости закрытой отечественной компании методом рынка капитала при использовании в нем зарубежного аналога, если известно, что среднерыночный коэффициент «цена / прибыль» в России составляет 6,2, а в зарубежной стране — 7,7. Относительная рыночная капитализация открытых компаний в России равна 1,2, а за рубежом — 3,1.

Задание 4

Оценить рыночную стоимость закрытой компании, если рыночная стоимость одной акции открытой компании-аналога равна 100 руб., количество обращающихся на рынке акций составляет 180 тыс. шт., чистая прибыль компании-аналога и оцениваемой 800 тыс. руб. и 620 тыс. руб. соответственно.

Задание 5

Рассчитайте стоимость предприятия, если имеются следующие сведения о других предприятиях, сопоставимых с объектом оценки.

Предприятие	Стоимость	Чистая прибыль	Чистые активы
А	6150	58	12010
Б	4100	500	9150
В	5380	630	11800
Объект оценки	?	518	11030

Задание 6

Имеются два сопоставимых по роду деятельности и масштабам производства предприятия А и Б. Мультипликатор цена/денежный поток для предприятия А составляет 6,5. Валовая прибыль предприятия Б равна 300 тыс. руб., амортизационные отчисления -25 тыс. руб., налоги за счет прибыли и проценты за кредит 75 тыс. руб. Определите стоимость предприятия Б.

Задание 7

Определите стоимость предприятия ООО «Визит», прибыль которого составляет 300 тыс. руб., а рентабельность продукции -20%.

Имеются следующие данные о деятельности предприятия:

№	Наименование показателя	Балансовые данные, тыс. руб.
1	Выручка от реализации продукции	5000
2	Прибыль до налогообложения	2000
3	Чистая прибыль	500
4	Расходы на выплату процентов	100
5	Долгосрочная задолженность	3000
6	Собственный капитал	6000
7	Амортизация	700
8	Рыночная цена акций	150
9	Число акций	2000

Задание 8

Акционерное общество закрытого типа оценено методом сделок в 350 млн. руб. Рассчитать стоимость десятипроцентного пакета акций данного

предприятия, если рыночные скидки за неконтрольный характер пакета акций составляет 25%, а скидка за недостаточную ликвидность активов составляет 30%. Чистая прибыль предприятия после уплаты налогов равна 500000 рублей, а число обыкновенных акций – 4000. Доходность акций составляет 20%. Определить цену акций предприятия.

Задание 9

Используя перечисленную ниже информацию, вычислите все возможные виды мультипликаторов: цена/прибыль; цена/денежный поток. Расчет сделайте на одну акцию и по предприятию в целом.

Фирма «Салют» имеет в обращении 25000 акций, рыночная цена одной акции 100руб.

- Выручка от реализации, руб. 500 000
- Затраты, руб. 400 000, в том числе амортизация 120 000
- Сумма уплаченных процентов, руб. 30 000 Ставка налога на прибыль, %

Задание 10

Следующая информация была получена после проведения достаточного объема исследований.

Таблица 10.1 Сведения об объектах продажи

Объект продажи	Месячная арендная плата, тыс. руб.	Цена продажи, тыс. руб.
1	130	15000
2	140	16700
3	150	17500
4	160	18900
5	170	19300
6	175	17400
7	185	18800

Величина арендной платы оценена в 160 ден. ед. Используя валовой рентный мультипликатор, выведенный из полученной информации, определите рыночную стоимость объекта.

Задание 11

Определите стоимость одной акции предприятия «Капитал»

Информация для расчета, тыс. руб.

- | | |
|---|-------|
| 1. Чистая прибыль | 450 |
| 2. Чистая прибыль, приходящаяся на одну акцию | 4,5 |
| 3. Балансовая стоимость чистых активов компании | 8 000 |
| 4. Мультипликатор цена/балансовая стоимость | 2,8 |

Имеются следующие данные о деятельности предприятия.

Таблица 10.2 Балансовые данные

№	Наименование показателя	Балансовые данные, тыс. руб.
1	Выручка от реализации продукции	5000
2	Прибыль до налогообложения	2000
3	Чистая прибыль	500

4	Расходы на выплату процентов	100
5	Долгосрочная задолженность	3000
6	Собственный капитал	6000
7	Амортизация	700
8	Рыночная цена акций	150
9	Число акций	2000

Рассчитать мультипликаторы для оценки предприятия: цена /чистая прибыль, цена/денежный поток, инвестиционный капитал /чистая прибыль, цена/денежный поток до налогообложения, инвестиционный капитал /прибыль до выплаты налогов и процентов по кредитам, цена/ выручка.

Вопросы к практическому занятию

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

Практическое занятие 5. Имущественный подход к оценке бизнеса

Теоретическая часть

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

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

Базовой формулой подхода является: Собственный капитал = Активы - Обязательства. Имущественный подход включает три основных метода:

- метод накопления активов;
- метод стоимости чистых активов;
- метод ликвидационной стоимости.

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

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

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

Основные этапы оценки методом накопления активов:

- 32 оценивается недвижимое имущество предприятия по обоснованной рыночной стоимости;
- 33 определяется обоснованная рыночная стоимость машин и оборудования;
- 34 выявляются и оцениваются нематериальные активы;
- 35 определяется рыночная стоимость финансовых вложений (долгосрочных и кратко-срочных);
- 36 товарно-материальные запасы переводятся в текущую стоимость;
- 37 оценивается дебиторская задолженность;
- 38 оцениваются расходы будущих периодов;
- 39 обязательства предприятия переводятся в текущую стоимость;
- 40 определяется стоимость собственного капитала путем вычитания из обоснованной рыночной стоимости суммы активов текущей стоимости всех обязательств.

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

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

Пересчет статей актива баланса предприятия в текущие цены состоит:

- в определении остаточной восстановительной стоимости основных средств и нематериальных активов;

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

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

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

Оценка ликвидационной стоимости осуществляется в следующих случаях:

- компания находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно ее способности оставаться действующим предприятием;

28. стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности, т.е. прибыль предприятия от производственно-хозяйственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью ее чистых активов (рентабельность низкая или предприятие убыточное);

29. оценивается доля собственности, составляющая либо контрольный пакет акций, либо такую долю, которая способна вызвать продажу активов предприятия;

30. принято решение о ликвидации предприятия.

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

36 при определении целесообразности финансирования предприятия-должника;

37 при определении целесообразности финансирования реорганизации предприятия;

38 при выработке плана погашения долгов предприятия-должника, оказавшегося под угрозой банкротства;

39 при обосновании вариантов санации предприятия без судебного разбирательства;

40 при оценке заявок на покупку предприятия;

41 при экспертизе мошеннических сделок по передаче прав собственности третьим лицам;

42 при экспертизе программ реорганизации предприятия.

объектам оценки, требующим определения ликвидационной стоимости, относятся:

- объекты залога, в том числе имущество, пребывающее в налоговом залоге;
- объекты незавершенного строительства;

- активы ликвидируемых предприятий, в том числе предприятий-банкротов;

- имущество, реализуемое с участием судебных приставов;
- прочее имущество, подлежащее ускоренной ликвидации.

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

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

Различают три вида ликвидационной стоимости предприятий:

- упорядоченная, когда распродажа активов ликвидируемого предприятия осуществляется в течение разумного периода времени, с тем чтобы можно было получить максимально возможные цены продажи активов;

принудительная, когда активы предприятия распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе;

ликвидационная стоимость прекращения существования активов, когда активы предприятия не продаются, а списываются и уничтожаются. Стоимость предприятия в этом случае представляет собой отрицательную величину, так как в этом случае от владельца предприятия требуются определенные затраты на ликвидацию активов.

Можно выделить следующие этапы оценки ликвидационной стоимости.

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

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

40. обязательств юридического лица на дату принятия решения о его ликвидации.

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

Третий этап. Установление подхода к ликвидации бизнеса. Здесь особая роль принадлежит консультанту-оценщику. Именно он должен установить наилучший способ продажи активов. При этом критерием

выступает максимизация чистой выручки от продажи активов. Выделяют два способа ликвидации:

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

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

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

Особое внимание уделяется определению степени ликвидности активов. Относительно более ликвидно, например, сырье по сравнению с неукomплектованным станком. Как правило, большинство разновидностей сырья легко использовать в соответствующем производственном процессе.

Продать можно далеко не все активы. В частности, гудвилл ликвидируемого предприятия утрачивает свою ценность.

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

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

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

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

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

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

ликвидность активов компании. Скидки на низкую их ликвидность значительны. Даже готовую продукцию зачастую предлагают со скидками 30-40% от ее оптовой цены;

масштабы издержек по продаже активов. В большинстве случаев издержки могут достигать 20% их стоимости;

порядок продажи активов (упорядоченный или форсированный).

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

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

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

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

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

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

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

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

Примеры решения задач

Задача 1. Рыночная стоимость материальных активов предприятия оценивается в 50000 тыс. руб., нормализованная чистая прибыль — 17000. Средний доход на материальные активы по отрасли равен 15%. Ставка капитализации прибыли 20%. Оценить стоимость гудвилла.

Решение:

1) ожидаемая прибыль предприятия в соответствии с отраслевыми нормативами: $50000 \times 0,15 = 7500$ тыс. руб.;

2) избыточная прибыль предприятия = $17000 - 7500 = 9500$ тыс. руб.;

3) стоимость избыточной прибыли (гудвилла) = $9500 / 0,20 = 47500$ тыс.

руб.

Задача 2. Оценить рыночную стоимость гудвилла и рыночную стоимость предприятия, если рыночная стоимость материальных активов оценивается в 400 тыс. руб., достигнутая среднегодовая прибыль предприятия 160 тыс. руб., среднеотраслевой уровень дохода на активы 35%. Коэффициент капитализации прибыли 25%.

Решение:

Ожидаемый по предприятию уровень прибыли = $400 \times 0,35 = 140$ тыс. руб.;

Избыток прибыли = $160 - 140 = 20$ тыс. руб.;

Стоимость гудвилла = $20 / 0,25 = 80$ тыс. руб.;

Стоимость предприятия = $400 + 80 = 480$ тыс. руб.

Задачи для самостоятельного решения

Задание 1

По данным бухгалтерского баланса определите стоимость имущественного комплекса ОАО «ХХ», используя метод стоимости чистых активов.

Бухгалтерский баланс ОАО «ХХ» (тыс. руб.)

Показатели	Сумма, руб.

АКТИВ	
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	
Нематериальные активы	33256
Основные средства	7078869
Незавершенное строительство	2480324
Долгосрочные финансовые вложения	160921
Итого по разделу I	9753370
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	
Запасы	503909
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	429078
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	5567865
Краткосрочные финансовые вложения	110443
Денежные средства	14379
Итого по разделу II	6625874
БАЛАНС	16379244
ПАССИВ	
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ	
Уставный капитал	754533
Добавочный капитал	7957673
Резервный капитал	48259
Нераспределенная прибыль прошлых лет	2039871
Итого по разделу III	10800336
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	
Займы и кредиты	1703
Итого по разделу IV	1703
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	
Займы и кредиты	64806
Кредиторская задолженность	5438331
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	18
Доходы будущих периодов	73820
Итого по разделу V	5576975
БАЛАНС	16379044

Задание 2

Оценить, какова будет через год прогнозная стоимость гудвилла предприятия, если планируется, что предприятие будет иметь следующие показатели: стоимость чистых материальных активов 20 млн руб., прогнозируемую прибыль 7 млн руб. Среднеотраслевая доходность аналогичных компаний составляет 20% на собственный капитал при коэффициенте капитализации нематериальных активов 25%.

Задание 3

Оцените дебиторскую задолженность, если известно следующее:

- Общая сумма дебиторской задолженности 1050 тыс. руб.
- Задолженность с истекшим сроком давности – 150 тыс. руб.
- Просроченная задолженность (до 6 месяцев) – 230 тыс. руб.
- Годовая банковская процентная ставка -15%.

Задание 4

Рассчитайте величину чистых активов предприятия, если известны следующие сведения, в тыс. руб.:

1. Основные фонды 7150
2. Незавершенное строительство 1830
3. Материалы 750
4. Готовая продукция 180
5. Дебиторская задолженность 710
6. Долгосрочные займы 250
7. Кредиторская задолженность 4730
8. Резервы предстоящих расходов 150

Задание 5

Оцените дебиторскую задолженность, если известно следующее:

- Общая сумма задолженности 4000 тыс. руб.
- Задолженность с истекшим сроком давности 250 тыс. руб.
- Просроченная задолженность (до 5 месяцев) 200 тыс. руб.
- Годовая банковская процентная ставка -10%.

Задание 6

Рыночная стоимость активов предприятия оценивается в 800000 рублей, нормализованная чистая прибыль составляет 200000 рублей. Средний доход на активы равен 20%. Ставка капитализации – %. Оценить стоимость гудвилла.

Задание 7

Определить рыночную стоимость дебиторской задолженности, если величина задолженности составляет 800 тыс. рублей, в том числе просроченная дебиторская задолженность составляет 600 тыс. руб. и предусмотрено ее погашение в два приема через 6 и 9 месяцев. Ставка дисконта, учитывающая риски неплатежа, равна 18% годовых.

Задание 8

Рассчитать ликвидационную стоимость предприятия, если известны следующие данные:

- Затраты на содержание активов до их продажи - 85 тыс. руб.
- Выходные пособия и выплаты – 10 тыс. руб.

Управленческие расходы -60 тыс. руб.
Недвижимость будет продана через 6 месяцев.
Машины, оборудование будет продано через 8 месяцев.
Ставка дисконта равна 26%.

Задание 9.

Составьте прогноз величины дебиторской задолженности и товарно-материальных запасов, если известны нормативные значения коэффициентов оборачиваемости, а также прогноз объема продаж и себестоимости реализованной продукции:

- Коэффициент оборачиваемости запасов 5
- Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности 7
- Прогноз объема продаж, тыс. руб. 10000

Вопросы к практическому занятию

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

Практическое занятие 6

Оценка стоимости недвижимости в затратном подходе к оценке бизнеса Теоретическая часть

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

- разумной рыночной стоимости рассматриваемого пакета акций (доли) на момент его приобретения (затраты на покупку пакета акций окажутся стартовыми инвестициями акционера);
- ожидаемых положительных денежных потоках в виде дивидендов с рассматриваемого пакета акций;

- ожидаемого дохода от его перепродажи по прогнозируемой (на момент перепродажи) рыночной цене этого пакета акций (доли в предприятии).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Первый шаг приведенного алгоритма не требует комментариев.

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

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

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

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

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

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

Скидки (премии) в зависимости от степени контроля, который обеспечивается предлагаемым (приобретаемым) пакетом акций (паем), следует вводить в расчет по той причине, что инвестор, покупающий контроль над предприятием, в состоянии использовать любой из

существующих каналов доступа к капиталу, который вложен в предприятие, и к доходам, заработанным предприятием с этого капитала.

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

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

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

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

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

Точно так же возникает проблема учета воздействия на стоимость степени ликвидности акций (паев) предприятия. Ликвидность здесь понимается как способность акций (паев) или даже конкретного пакета акций быть проданными на вторичном фондовом рынке (другим инвесторам) в

достаточно короткое время за цену, которая бы незначительно отличалась от цены «неторопливой» (за разумное время) продажи.

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

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

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

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

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

Поглощения (acquisitions) отличаются от слияний (mergers) тем, что поглощающая фирма приобретает (зачастую по частям от многих сравнительно мелких акционеров) контрольный пакет поглощаемого предприятия. При этом если приобретается пакет, превышающий 75% обычных акций поглощаемой компании (дающий право на ее ликвидацию в результате голосования тремя четвертями акций), то поглощение может привести к потере поглощаемым предприятием своей юридической самостоятельности и превращению его в подразделение (структурную

единицу) поглощающей фирмы. Если же приобретается контрольный пакет, составляющий менее 75% обыкновенных акций, то поглощенная компания может не потерять своей юридической самостоятельности, но окажется выраженным дочерним предприятием (филиалом) поглощающей фирмы.

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

Примеры решения задач

Задача 1. Требуется оценить стоимость 5%-ного (в процентах от числа акций, находящихся во владении акционеров) пакета акций закрытого акционерного общества, акции которого в результате их инициативных продаж его акционерами появились на рынке и фактически уже предлагаются на нем к перепродаже. Обоснованная рыночная стоимость компании, определенная методом дисконтированного денежного потока, составляет 50 млн руб. Рекомендуемая для использования при необходимости информация относительно характерных для данной отрасли (и компаний схожего размера) скидок (премий), которые могут быть учтены при оценке рассматриваемого пакета акций:

- скидка за недостаток контроля — 25%;
- премия за приобретаемый контроль — 40%;
- скидка за недостаток ликвидности — 30%;
- скидка, основанная на издержках по размещению акций на рынке, — 15%.

Решение. Стоимость пропорциональной доли 5% акций в 100% акций предприятия равна:

$$50 \times 0,05 = 2,5 \text{ млн руб.}$$

Метод дисконтированного денежного потока неадекватен оценке предприятия в расчете на владение мелким пакетом его акций, которым фактически является 5%-ный пакет. Следовательно, с полученной величины необходимо произвести скидку за недостаток контроля (25%). Премия за приобретаемый контроль в данной ситуации заведомо не нужна.

Коль скоро оцениваемая компания является закрытым акционерным обществом, ее акции недостаточно ликвидны, так как не могут быть размещены в листинг фондовых бирж (куда принимаются акции только тех акционерных обществ, которые зарегистрированы как открытые). Значит, следует также сделать скидку на недостаток ликвидности акций (30%).

В силу того, что акции компании, несмотря на то, что она формально (судя по ее регистрации) является закрытым акционерным обществом (ЗАО),

фактически уже продавались на фондовом (внебиржевом) рынке (частью ее акционеров, которые, согласно действующему Закону «Об акционерных обществах», имеют право предложить свои акции к продаже лицам, не являющимся акционерами ЗАО) и таким образом де-факто уже размещены на рынке, скидку, основанную на издержках размещения акций на рынке, можно не делать. Это объясняется, в частности, тем, что в результате ранее имевших место сделок с акциями компании они уже, по-видимому, попали в котировки фондового рынка и появились внебиржевые брокеры, осуществляющие подбор их потенциальных покупателей и продавцов.

Таким образом, окончательная оценка рассматриваемого пакета акций оказывается равной: $2500000 \times (1 - 0,25) \times (1 - 0,30) = 1312500$ (руб.).

Задача 2. Нужно оценить стоимость 75%-ного пакета акций закрытого акционерного общества. Обоснованная рыночная стоимость предприятия, определенная методом рынка капитала, составляет 30 млн руб. Рекомендуемая для использования при необходимости информация относительно характерных для данной отрасли (и компаний схожего размера) скидок (премий), которые могут быть учтены при оценке рассматриваемого пакета акций:

- скидка за недостаток контроля — 28%;
- премия за приобретаемый контроль — 37%;
- скидка за недостаток ликвидности — 31%;
- скидка, основанная на издержках по размещению акций на рынке, — 12%.

Решение. Стоимость пропорциональной доли 75% акций в 100% акций предприятия равна:

$$30 \times 0,75 = 22,5 \text{ млн руб.}$$

Метод рынка капитала дает оценку предприятия в представлении мелких акционеров. Следовательно, необходимо к полученной величине добавить премию за приобретаемый контроль (37%). Поскольку оцениваемый пакет акций контрольный, фактор ликвидности акций незначителен, и скидку за недостаток ликвидности акций делать не следует. Так как акции закрытой компании не только неликвидны, но и не размещены на фондовом рынке (иной информации в условиях задачи нет), полагается сделать скидку, основанную на ожидаемых издержках по размещению акций на рынке. В итоге стоимость оцениваемого пакета представит собой величину: $22500000 \times (1 + 0,37) \times (1 - 0,12) = 27126000$ (руб.).

Задачи для самостоятельного решения

Задание 1

Оцените стоимость 4%-ного пакета акций открытого акционерного общества, чьи акции регулярно котируются. Однако разница между ценой, по которой их предлагают к продаже, и ценой, по которой их готовы покупать, достигает более 50% цены предложения. Обоснованная рыночная стоимость компании, определенная методом накопления активов (с учетом

корректировки кредиторской и дебиторской задолженностей), составляет 70 млн руб. Рекомендуемая для использования при необходимости информация относительно характерных для данной отрасли (и компаний схожего размера) скидок (премий), которые могут быть учтены при оценке рассматриваемого пакета акций, такова:

скидка за недостаток контроля — 28%; премия за приобретаемый контроль — 38%; скидка за недостаток ликвидности — 31%;

скидка, основанная на издержках по размещению акций на рынке, — 13%.

Задание 2

Определить обоснованную рыночную стоимость пакета акций в 52% от предназначенных для обращения акций открытого акционерного общества, чьи акции пока не котируются и не торгуются, но уже включены в листинг крупной фондовой биржи. Оценочная рыночная стоимость компании, определенная методом сделок, составляет 45 млн руб. Рекомендуемая для использования при необходимости информация относительно характерных для данной отрасли (и компаний схожего размера) скидок (премий), которые могут быть учтены при оценке рассматриваемого пакета акций такова: скидка за недостаток контроля — 32%; премия за приобретаемый контроль — 42%; скидка за недостаток ликвидности — 29%; скидка, основанная на издержках по размещению акций на рынке, — 10%.

Задание 3

Необходимо оценить 13% акций компании с ликвидными акциями. Рыночная стоимость одной обыкновенной акции составляет 103 руб. Количество акций в обращении — 150000. Премия за приобретаемый контроль — 40%. Скидка за недостаток ликвидности — 25%, скидка, основанная на издержках размещения акций на рынке, — 10%.

Вопросы к практическому занятию

1. В чем состоит основополагающий принцип оценки пакетов акций (долей) закрытых компаний или компаний с недостаточно ликвидными (лишь регулярно котируемыми на основе сильно расходящихся цен продажи покупки) акциями?

2. Какие факторы и в какой последовательности следует учесть при корректировке стоимости пакета акций оцениваемой компании, рассчитанной как пропорциональная часть общей стоимости компании?

3. Почему владельцу контрольного пакета акций предприятия неважно, являются ли акции этого предприятия ликвидными?

4. Каким образом на практике определяются скидки (премии), учитывающие степень обеспечиваемого рассматриваемым пакетом акций контроля над предприятием, а также ликвидность и размещенность акций на фондовом рынке?

5. Почему методы дисконтированного денежного потока, накопления активов и сделок адекватны оценке крупных (дающих возможность ввести в состав совета директоров своих представителей) пакетов акций, а метод рынка капитала — оценке мелких пакетов акций?

6. Что такое разводнение акций?

7. Как определяется максимально приемлемая, не допускающая разводнения акций фирмы- инвестора, цена покупки временно недооцененных фондовым рынком быстро растущих молодых компаний, по поводу которых поглощающая их компания имеет недоступную рынку достоверную информацию о прогнозе их прибылей?

Практическое занятие 7

Оценка стоимости машин, оборудования и транспортных средств в затратном подходе к оценке бизнеса.

Оценка стоимости нематериальных активов

Теоретическая часть

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

Рост рыночной стоимости фирмы и ее акций позволяет акционерам (инвесторам) получать для них самый значимый по сравнению с другими его формами доход от вложений в фирму, а именно: курсовой денежный доход от перепродажи всех или части принадлежащих им акций; курсовой неденежный доход, выражающийся в увеличении стоимости (ценности) принадлежащих акционерам чистых активов, а значит, суммы их собственного капитала.

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

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

При оценке стоимости необходима самая полная информация. Стоимость учитывает долгосрочные перспективы деятельности компании, так как в основе концепции стоимости — прогнозирование денежных потоков, которые в будущем принесут активы компании. Таким образом, в

отличие от других показателей, стоимость всегда долгосрочный показатель. Постановка во главу угла краткосрочных показателей (прибыль на акцию, рентабельность собственного капитала) может привести к практике «выжимания соков» из компании и ее финансовой несостоятельности в будущем.

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

Наиболее часто реализуемыми в практической деятельности концепциями управления стоимостью являются:

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

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

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

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

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

инвесторов либо только собственников и разных ставок дисконтирования, отражающих риск всех инвесторов либо риск только собственников компании.

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

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

Денежные потоки компании могут быть выражены в следующем виде:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

характеризующего изменения стоимости компании, — добавленной акционерной стоимости (SVA).

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

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

Вопросы к практическому занятию

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

Практическое занятие 8

Определение итоговой величины стоимости бизнеса

Теоретическая часть

Разные методы оценки при использовании разных подходов могут дать неодинаковые результаты определения стоимости бизнеса. На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости, а на практике получаемые отличающимися способами величины могут существенно различаться (от 5 до 50% и даже более, особенно при оценке бизнеса). В связи с этим Федеральные стандарты оценки России и Международные стандарты выдвигают требования сведения разных результатов в рамках «итоговой величины стоимости объекта оценки».

Итоговая величина стоимости объекта оценки — величина стоимости объекта оценки, полученная как итог обоснованного оценщиком обобщения результатов расчетов стоимости объекта оценки при использовании различных подходов к оценке и методов оценки. Для сведения воедино разрозненных значений стоимости, полученных классическими подходами к оценке, проводят согласование результатов.

Согласование результатов оценки — это получение итоговой оценки имущества путем взвешивания и сравнения результатов, полученных с применением различных подходов к оценке.

Для согласования результатов необходимо определить «веса», в соответствии с которыми отдельные ранее полученные величины сформируют итоговую рыночную стоимость имущества с учетом всех значимых параметров на базе экспертного мнения оценщика. Согласование результатов, полученных различными подходами оценки, проводится по формуле:

$$C_{\text{итоговая}} = C_{\text{зп}} \cdot K_{\text{зп}} + C_{\text{сп}} \cdot K_{\text{сп}} + C_{\text{дп}} \cdot K_{\text{дп}} \quad (1.11)$$

где $C_{\text{итоговая}}$ — итоговая стоимость объекта оценки;

$C_{\text{зп}}, C_{\text{сп}}, C_{\text{дп}}$ — стоимости, определенные затратным, сравнительным и доходным подходами;

$K_{\text{зп}}, K_{\text{сп}}, K_{\text{дп}}$ — соответствующие весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке.

В отношении этих коэффициентов выполняется равенство:

$$K_{\text{зп}} + K_{\text{сп}} + K_{\text{дп}} = 1$$

При согласовании при определении веса каждого подхода учитываются (экспертно): полнота и достоверность информации; соответствие цели; преимущества и недостатки подходов в конкретной ситуации и пр.

Весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке, округляются с точностью до 10% (реже до 5%) в целях использования данных весов для согласования. На основе округленных весов рассчитывается согласованная стоимость оцениваемого имущества. Полученное значение округляется.

Ориентировочные значения рейтингов применяемых подходов представлены в таблице 8.1.

Таблица 8.1 Значение рейтингов затратного, доходного и сравнительного подходов

№	Уровень износа основных фондов и рентабельности продукции	Значение рейтинга		
		Затратный подход	Доходный подход	Сравнительный подход
1	Средний уровень износа основных фондов (от 40 до 60%) и высокий уровень рентабельности продукции (более 15%)	0,2	0,4	0,4
2	Средний уровень износа основных фондов и средний уровень рентабельности продукции (от 10 до 15%)	0,3	0,3	0,4
3	Незначительный уровень износа основных фондов и средний уровень рентабельности продукции (более 15%)	0,25	0,35	0,4
4	Незначительный уровень износа	0,35	0,25	0,4

	основных фондов и невысокий уровень рентабельности продукции (менее 10%)			
5	Высокий уровень износа основных фондов (более 60%) и достаточно высокий уровень рентабельности продукции (15 и более 60%)	0,15	0,45	0,4
6	Высокий уровень износа основных фондов и относительно низкий уровень рентабельности продукции (менее 10%)	0,3	0,3	0,4
7	Высокий уровень износа основных фондов и средний уровень рентабельности продукции	0,1	0,5	0,4

В таблице 8.2 приводится сравнительный анализ традиционных подходов к оценке стоимости предприятий.

Таблица 8.2- Сравнительный анализ подходов к оценке стоимости предприятий

Подход	Преимущества	Недостатки
Затратный	Учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов. Дает оценку уровня развития технологии с учетом степени износа активов. Расчеты опираются на финансовые и учетные документы, т.е. результаты оценки более обоснованы	Отражает прошлую стоимость. Не учитывает рыночную ситуацию на дату оценки. Не учитывает перспектив развития предприятия. Не учитывает риски. Статичен. Отсутствуют связи с настоящими и будущими результатами деятельности предприятия
Доходный	Учитывает будущие изменения доходов, расходов. Учитывает уровень риска (через ставку дисконта). Учитывает интересы инвестора	Сложность прогнозирования будущих результатов и затрат. Возможно использование нескольких норм доходности, что затрудняет принятие решений. Не учитывает конъюнктуру рынка. Трудоемкость расчетов
Сравнительный (рыночный)	Базируется на реальных рыночных данных. Отражает существующую практику продаж и покупок. Учитывает влияние	Недостаточно четко характеризует особенности организационной, технической, финансовой подготовки предприятия. В

	отраслевых (региональных) факторов на цену акций предприятия	расчет принимается только ретроспективная информация. Требуется внесения множества поправок в анализируемую информацию. Не принимает во внимание будущие ожидания инвесторов
--	--	--

По этим данным можно сделать вывод, что ни один из них не может быть использован в качестве основного. Поэтому для определения итоговой величины рыночной стоимости компании анализируются преимущества и недостатки использованных подходов и качество полученной информации с присвоением каждому подходу весового коэффициента.

В области оценки бизнеса прямое применение классических методов в России затруднено в силу объективных причин :

1. Неразвитость российского рынка ценных бумаг.
2. Информационная закрытость, приводящая к сложности использования, прежде всего, сравнительного подхода.
3. Необходимость внесения большого количества корректировок, связанных с непрозрачностью бухгалтерской отчетности. Для оценки менеджменту следует использовать данные управленческого учета, который должен быть приспособлен для целей оценки.
4. Неопределенность с долгосрочным планированием в российских условиях (как правило, в России планируется деятельность на один год) приводит к сложности в применении доходных способов оценки. В основном используется ретроспективные данные за прошлые периоды.
5. Бухгалтерская оценка активов значительно занижена по сравнению с рыночной, что приводит к занижению стоимости чистых активов. Необходима рыночная переоценка всех основных фондов и НМА.
6. Традиционные методы оценки дают «точечный» во времени результат, который не может использоваться для оперативного или стратегического управления предприятием. Ни одна из обязательных для оценки ситуаций не предполагают возможность дальнейшего мониторинга.
7. Трудность поиска информации и громоздкость расчета. Использование оценки бизнеса на регулярной основе должно быть максимально простым, а результат наглядным.

Таким образом, из существующих подходов к оценке доходный метод наиболее точно отражает стоимость компании как бизнеса, то есть работающего механизма, приносящего прибыль. Однако использование прогнозных данных позволяет усомниться в точности расчетов. Источники информации для использования сравнительного метода весьма ограничены. Российский рынок корпоративного контроля (банкротства и слияния и поглощения) действует в основном вне организованных фондовых рынков и

объем перераспределения акций в экономике (промышленности) России, проходящий вне организованных рынков, в принципе трудно оценить. Как следствие, в российских условиях имущественный подход к оценке предприятий, зачастую, наиболее актуален. Это обусловлено в первую очередь наличием достоверной и доступной исходной информации для расчетов (так как основной информационной базой имущественного подхода является баланс предприятия), а также использованием в определенной мере известных, традиционных для отечественной экономики затратных подходов к оценке стоимости предприятия. Но основным недостатком имущественного подхода является то, что он не учитывает будущие возможности предприятия в получении чистого дохода. Кроме того, расчет стоимости на основе затратного подхода не дает возможности выявления источников создания стоимости, а, следовательно, исключает управление ими.

Таким образом, большинство специалистов в области оценки приходят к мнению о несовершенстве методологической базы оценки бизнеса. «Методики, предлагающие одну взвешенную оценку стоимости бизнеса можно использовать исключительно для целей продажи бизнеса в том или ином его виде» [15. С.2]. Но что делать, если стоимость бизнеса нужна менеджерам не для продажи, а для формирования стратегии и принятия управленческих решений, нацеленных на реализацию стоимостного подхода к управлению? В то же время способы оценки бизнеса, для принятия управленческих решений, предлагаемые западными экономистами Модильяни, Дамодараном, Коуплендом, не находят своего применения в России, равно как и в других странах с формирующимися и неэффективными рынками, которые характеризуются рядом схожих проблем, таких как высокая степень зависимости от иностранных инвестиций и заимствований на фоне, как правило, немалой внутренней и/или внешней задолженности, слабость и нестабильность финансового сектора в связи с обремененностью банков значительными безнадежными долгами предприятий, неразвитость инфраструктуры, несовершенство нормативной базы, не разработанность системы финансовой отчетности эмитентов или несоответствие ее международным стандартам и связанная с этим их информационная непрозрачность и высокий уровень рисков, информационная непрозрачность, где не существует развитого рынка акций, а, следовательно, не существует и рыночной оценки самих предприятий. А в связи с низкой степенью эффективностью рынков в арсенале отечественных компаний нет полностью адаптированных способов оценки бизнеса.

Результаты оценки собственности должны оформляться письменно в виде отчета об оценке. Отчет об оценке — документ, содержащий обоснование мнения оценщика о стоимости имущества. При составлении отчета об оценке оценщик обязан использовать информацию, обеспечивающую достоверность отчета об оценке как документа, содержащего сведения доказательственного значения. Отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение.

Своевременное составление в письменной форме и передача заказчику отчета об оценке объекта является надлежащим исполнением оценщиком обязанностей, возложенных на него договором. Требования к содержанию отчета об оценке собственности, структура и содержание отчета. Общие требования к оформлению результатов оценки установлены Федеральным законом от 29.07.1998 № 153-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Согласно ст. 11 указанного Закона «отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. В отчете в обязательном порядке указываются дата проведения оценки объекта оценки, используемые стандарты оценки, цели и задачи проведения оценки объекта оценки, а также приводятся иные сведения, которые необходимы для полного и недвусмысленного толкования результатов проведения оценки объекта оценки, отраженных в отчете». Если при проведении оценки определяется не рыночная стоимость, а иные виды стоимости, в отчете должны быть указаны критерии их установления и причины отступления от возможности определения рыночной стоимости. В отчете должны быть указаны (ст. 11 Закона об оценочной деятельности): — дата составления и порядковый номер отчета; — основание для проведения оценщиком оценки объекта оценки; — юридический адрес оценщика и сведения о выданной ему лицензии на осуществление оценочной деятельности по данному виду имущества;

— точное описание объекта оценки, а в отношении объекта оценки, принадлежащего юридическому лицу, — реквизиты юридического лица и балансовая стоимость данного объекта оценки; — стандарты оценки для определения соответствующего вида стоимости объекта оценки, обоснование их использования при проведении оценки данного объекта, перечень использованных при проведении оценки объекта данных с указанием источников их получения, а также принятые при проведении оценки объекта допущения; — последовательность определения стоимости объекта оценки и ее итоговая величина, а также ограничения и пределы применения полученного результата; — дата определения стоимости объекта оценки; — перечень документов, используемых оценщиком и устанавливающих количественные и качественные характеристики объекта оценки. Отчет может содержать и иные сведения, являющиеся, по мнению оценщика, существенно важными для полноты отражения примененного им метода расчета стоимости конкретного объекта оценки. Отчет собственноручно подписывается оценщиком и заверяется его печатью. Для проведения оценки отдельных видов объектов оценки законодательством Российской Федерации могут быть предусмотрены специальные формы отчетов. В случае наличия спора о достоверности величины рыночной или иной стоимости объекта оценки, установленной в отчете, в том числе и в связи с имеющимся иным отчетом об оценке этого же объекта, указанный спор подлежит рассмотрению судом в порядке, установленном законодательством Российской Федерации. Оценщик имеет право запрашивать в письменной или устной форме у третьих лиц информацию, необходимую для проведения

оценки объекта оценки, за исключением информации, являющейся государственной или коммерческой тайной. Если отказ в предоставлении указанной информации существенным образом влияет на достоверность оценки объекта оценки, оценщик должен указывать это в отчете. Оценщик не должен разглашать конфиденциальную информацию, полученную от заказчика в ходе проведения оценки объекта оценки, за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации. В соответствии с постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 № 519 «Об утверждении стандартов оценки» итоговая величина стоимости объекта оценки, указанная в отчете об оценке, составленном в порядке и на основании требований, установленных Законом об оценочной деятельности, стандартами оценки и нормативными актами по оценочной деятельности уполномоченного органа по контролю за осуществлением оценочной деятельности в Российской Федерации, может быть признана рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом оценки, если с даты составления отчета об оценке до даты совершения сделки с объектом оценки или даты представления публичной оферты прошло не более шести месяцев. Недобросовестность оценщика может привести к значительным финансовым потерям со стороны его клиентов, банков-кредиторов. Оценщик должен составлять и передавать заказчику отчеты об оценке имущества в установленные договором сроки и хранить копии отчетов об оценке в течение трех лет. Результаты оценки действительны только для указанной даты оценки и заявленной цели. Оценщик, подписавший отчет об оценке, несет ответственность за заявления, сделанные в отчете об оценке. Характеристика основных разделов отчета Здесь представлены наиболее общие требования. Каждый оценщик в зависимости от особенностей ситуации может менять количество разделов, их содержание. Главное — придерживаться требований законодательства к содержанию отчета.

Характеристика основных разделов отчета об оценке бизнеса

Разделы отчета об оценке	Содержание разделов
Введение	Задание по оценке: цель оценки, исполнители работ по оценке Вид определяемой стоимости Описание оцениваемой доли предприятия Краткая характеристика предприятия Краткая характеристика применяемых методов оценки Величина стоимости Дата оценки Допущения и ограничивающие условия Отсутствие личной заинтересованности оценщика

Разделы отчета об оценке	Содержание разделов
Описание макроэкономических параметров	Основные макроэкономические факторы (на национальном и региональном уровнях), влияющие на результаты оценки Тенденции макроэкономических факторов и их воздействие на перспективы бизнеса
Описание отрасли, в которой функционирует исследуемое предприятие	Состояние отрасли Рынки сбыта и особенности сбыта продукции Условия конкуренции в отрасли, наличие основных конкурентов, производящих товары-заменители (цены, качество обслуживания, каналы сбыта, объемы продаж, реклама)
Описание оцениваемого бизнеса	Тип организации (организационно-правовая форма, партнерство, корпорация) Использованные источники информации Данные об истории предприятия Направления деятельности (основная производственная деятельность, продукция, услуги) Характеристика поставщиков и потребителей Чувствительность к сезонным и циклическим факторам Имущество, в том числе нематериальные активы и производственные мощности (собственные и арендуемые) Рабочий и управленческий персонал (качество управления, квалификация, текучесть) Перспективы развития бизнеса Прошлые сделки с аналогичными долями в бизнесе
Финансовый анализ	Анализ финансовых отчетов (за 3—5 лет) Пояснения внесенных в целях оценки корректировок финансовой отчетности (нормализующих и прочих) Анализ финансовых коэффициентов Принятые допущения, результаты сравнения с финансовыми показателями аналогов, прогнозы финансового состояния предприятия Влияние финансовых показателей на

	стоимость бизнеса
Выбор подходов к оценке	Основания для выбора методов оценки, применимых в конкретной ситуации Обязательное обоснование отказа от использования какого-либо подхода (в случае невозможности применить все три подхода к оценке)
Определение стоимости предприятия выбранными подходами к оценке	Расчеты и логика рассуждений по определению стоимости предприятия с применением выбранных подходов и методов оценки Способы получения переменных (ставки дисконтирования, ставки капитализации, мультипликаторы)
Определение итоговой стоимости объекта оценки	Согласование полученных результатов в итоговую оценку стоимости бизнеса Логические рассуждения, обосновывающие применение премий и скидок (скидок за неконтрольный характер и недостаточную ликвидность, премий за контроль)
Разделы отчета об оценке	Содержание разделов
Заключение	Основные выводы и величина стоимости бизнеса Рекомендации по результатам проведенной оценки
Список использованных источников	Информационные агентства, органы статистики и т.п. Периодическая экономическая печать (газеты, журналы) Методическая литература (книги, статьи, стандарты)
Приложения	Документы, на основе которых проводился финансовый анализ: данные баланса (форма № 1) и отчета о финансовых результатах (форма № 2) за анализируемый период Фотографии объекта оценки (в случае необходимости) Копии документов о квалификации оценщика Прочие сведения

В ряде случаев при оценке предприятия с учетом ограничений, налагаемых продажей при банкротстве, делается корректировка на вынужденность продажи, учитывающая следующие факторы: — сроки

продажи (могут быть ограничены); — способы продажи (торги, аукционы); — затраты на продажу (комиссионные посредникам, подготовка объекта к продаже) и др.

Согласно российскому законодательству оценщик обязан использовать три подхода к оценке, а в случае невозможности применения какого-либо из них — обосновывать отказ от его использования.

Окончательное, итоговое суждение о стоимости имущества выносится оценщиком на основе анализа результатов примененных подходов к определению стоимости объекта оценки.

Ситуационная задача (Кейс)

Выбор объекта оценки для выполнения данной практической работы осуществляется студентом по последней цифре в его зачетной книжке, которая соответствует виду бизнеса:

1. Строительство промышленных зданий и сооружений.
2. Строительство и реализация жилья.
3. Строительство социально-значимых объектов.
4. Клининг (уборка, складирование и переработка мусора) и жилищно-коммунальное хозяйство.
5. Дорожное строительство.
6. Лизинг и аренда объектов недвижимости.
7. Производство строительных материалов.
8. Оценка и продажа недвижимого имущества.
9. Строительство торгово-офисных центров.
10. Строительство отелей и гостиниц.

Цель оценки, а, следовательно, вид определяемой стоимости оцениваемого объекта, соответствует ее порядковому номеру (табл. 6.1) и последней цифре в номере зачетки студента. Таким же образом, по последней цифре, выбирается оцениваемый бизнес. Исходные данные для оценки стоимости предприятия приведены в табл. 6.3 и табл. 6.4, где номер предприятия соответствует коду бизнеса.

Исходные данные для оценки стоимости бизнеса подбираются студентом самостоятельно в процессе анализа рекомендованных и других информационных источников, имеющих в его распоряжении. Анализ опубликованных статистических материалов позволяет сделать «бизнес-прогноз». Пример бизнес-прогноза (один из вариантов) приведен в таблице 6.5, которая заполняется студентом самостоятельно как в качественном, так и в количественном виде. Это первый этап выполнения работы, результаты которого дают возможность охарактеризовать внешнюю среду предприятия и выявить факторы, действующие на стоимость предприятия в сторону ее повышения или понижения.

Второй этап выполнения работы (оценка стоимости предприятия) состоит в анализе имущества предприятия и обосновании соответствующего вида его стоимости. На данном этапе студент заполняет таблицы 6.6 – 6.15, которые соответствуют затратной, доходной и рыночной концепции, и определяет обоснованную рыночную стоимость предприятия.

Рыночная стоимость предприятия по методу чистых активов равна разнице между текущими активами и текущими обязательствами. Исходные данные содержатся в табл. 6.3.

Рыночная стоимость предприятия, определяемая методом «ликвидационной стоимости», равна разнице между вероятной ценой продажи активов предприятия и затрат на их ликвидацию. Исходные данные содержатся в приложении А.

Рыночная стоимость предприятия, рассчитанная методом «дисконтированных денежных потоков», предполагает два способа – оценка денежного потока, генерируемого собственным капиталом и инвестированным капиталом. Величина собственного капитала отличается от величины инвестированного капитала на сумму заемного. Исходные данные для оценки находятся в таблицах А.3, А.4, прил.А. Денежный поток для собственного капитала (ДПС) равен:

$$\text{ДПС} = \text{Чистая прибыль} + \text{Амортизация} + \text{Уменьшение чистого оборотного капитала} - \text{Прирост чистого оборотного капитала} + \text{Продажа активов} - \text{Капитальные вложения} - \text{Уменьшение долгосрочной дебиторской задолженности} + \text{Прирост долгосрочной дебиторской задолженности} \quad (6.2)$$

Величина чистого оборотного капитала определяет стоимость акций и равна:

$$\text{Чистый оборотный капитал} = \text{Собственный капитал} + \text{Долгосрочная кредиторская задолженность} - \text{Внеоборотные активы} \quad (6.3)$$

Денежный поток для всего инвестированного капитала (ДПИ) равен:

$$\text{ДПИ} = \text{Чистая прибыль} + \text{Амортизация} - \text{Уменьшение чистого оборотного капитала} + \text{Прирост чистого оборотного капитала} + \text{Продажа активов} - \text{Капитальные вложения} \quad (6.4)$$

Для оценки рыночной стоимости акций необходимо чистый оборотный капитал увеличить на размер остаточной стоимости предприятия, рассчитанной по модели Гордона, которая предполагает постоянный темп роста денежного потока (ДП). Остаточную стоимость (ОС) студент оценивает как прогноз накопленного за три года после момента оценки денежного потока, применяя формулу:

$$\text{ОС} = \text{ДП} : (\text{Ставка дисконта} - \text{Ожидаемый темп роста денежного потока}) \quad (6.5)$$

Дисконт – это коэффициент, позволяющий привести расходы и доходы к одному моменту времени. Он выбирается или рассчитывается студентом самостоятельно по результатам бизнес-прогноза. Рыночная стоимость предприятия методом капитализации ведется по формуле (исходные данные

содержатся в таблице 10.1):

$$\begin{aligned} \text{Рыночная стоимость предприятия} &= \\ &= \text{Чистая прибыль} / \text{Ставка капитализации} \end{aligned} \quad (6.6)$$

Оценка рыночной стоимости предприятия в сравнительном подходе осуществляется согласно алгоритму, состоящему из нескольких шагов. Первый шаг – выбор трех предприятий-аналогов из десяти выше перечисленных, которые наиболее близки оцениваемому предприятию по параметру «балансовая стоимость всех активов». Исходные данные находятся в таблице 6.4. На этом шаге делается допущение, что все три выбранных предприятия были проданы, и их цена равна величине балансовой стоимости общих активов.

Второй шаг оценки в рыночном подходе сводится к корректировке цены проданного предприятия-аналога по трем показателям – балансовая стоимость основных средств, размеры фонда оплаты труда с начислениями и чистая прибыль. За каждый процент отклонения от аналогичного показателя оцениваемого предприятия цена продажи аналога корректируется на 10 % в соответствующую сторону. Результаты данного шага сводятся в табл. 6.9, которая представляет собой расчет рыночной стоимости предприятия методом сделок. Данный метод позволяет оценить рыночную стоимость контрольного пакета акций.

Третий шаг связан со сравнением рентабельности издержек предприятия со средне - отраслевой рентабельностью или нормальной. Этот шаг позволяет рассчитать рыночную стоимость предприятия методом отраслевых коэффициентов (табл. 111110.2.). Средняя по отрасли рентабельность прогнозируется студентом самостоятельно.

На четвертом шаге происходит расчет мультипликаторов по предприятиям-аналогам, что позволяет оценить рыночную стоимость предприятия методом рынка капитала (табл. 6.11), который определяет стоимость неконтрольного пакета акций по формуле:

$$\begin{aligned} \text{Рыночная стоимость предприятия} &= \\ &= \text{Чистая прибыль} * \text{Величина мультипликатора по предприятиям-} \end{aligned} \quad (6.7)$$

аналогам

Второй этап выполнения работы завершается расчетом обоснованной рыночной стоимости предприятия (табл. 10.3) и специальной стоимости, определяемой целью оценки. Расчет специальной стоимости предприятия оформляется студентом самостоятельно и не только в табличном виде. Допускается текст с пояснениями и комментариями. Второй этап работы связан с определением значимости методов и концепций. Величины соответствующих коэффициентов выбираются студентом самостоятельно, руководствуясь целью оценки и условиями применения того или иного подхода к ней. Следует соблюдать общее правило: сумма коэффициентов значимости не должна превышать единицу.

Третий этап выполнения практической работы сводится к анализу

деятельности предприятия и прогнозу рыночной стоимости бизнеса, зависящей от результатов его финансово-хозяйственной деятельности, которые, в свою очередь, зависят от организации управления бизнес-структурой. Величина рыночной стоимости предприятия отличается от рыночной стоимости бизнеса на величину гудвилл (стоимость деловой репутации).

Оценку стоимости деловой репутации принято осуществлять только в отношении предприятий с высокими и устойчивыми прибылями, вместе с тем, любое предприятие обладает деловой репутацией, стоимость которой повышает или понижает стоимость бизнеса. В гудвилл, по мнению некоторых специалистов, не входит и стоимость труда наемного персонала, создающего внешние и внутренние связи предприятия.

В настоящей практической работе студентам предлагается при оценке стоимости бизнеса откорректировать рыночную стоимость предприятия на стоимость гудвилл, состоящую из стоимости управления капиталом (инфра-капитал, величина которого равна прибыли с оборота капитала) и стоимости наемного труда (интра-капитал, величина которого равна производительности труда наемного персонала). Расчет стоимости гудвилл ведется методом сделок (табл. 10.4.). Предприятиями-аналогами выбираются 6 и 9 предприятия, т.к. они являются лидерами по рентабельности производства. Стоимость инфра-капитала предприятия рассчитывается по формуле:

$$\text{Стоимость инфра-капитала} = \text{Выручка} - \text{Балансовая стоимость общих активов} * (1 + \text{банковский процент по кредиту}) \quad (6.8)$$

Стоимость интра-капитала предприятия рассчитывается по формуле:

$$\text{Стоимость интра-капитала} = \text{Выручка} / \text{Величина оплаты труда с начислениями} \quad (6.9)$$

Четвертый этап самостоятельной работы студента представляет собой оформление практической работы, а пятый – ее защиту.

При этом, по желанию студента, допускается оформление работы по правилам оформления «Отчета об оценке».

2. Задания

Задание 1

Задание приведено в таблице 10.1, где цель оценки определяет ее вид – внешняя или внутренняя. Выполняя работу, студент должен самостоятельно сделать некоторые допущения: распределить балансовую стоимость запасов на группы – материалы и готовая продукция; распределить стоимость краткосрочных финансовых вложений на долевы и долговые ценные бумаги, определить условия кредитного договора и т.д.,

Таблица 10.1 – Задание на оценку стоимости предприятия, бизнеса

Цель оценки	Вид стоимости	Вид бизнеса
-------------	---------------	-------------

предприятия или бизнеса	предприятия или бизнеса	1	2	3	4	5	6	7	8	9	0	
		Основные формулы расчета										
1.Повышение эффективности текущего управления	Эффективная стоимость (ЭС)	ЭС= РС ₁ – РС ₀ = max Где РС ₁ – настоящая рыночная стоимость объекта оценки РС ₀ – прошлая рыночная стоимость объекта оценки										
2.Купля- продажа акций	Ликвидационна я стоимость (ЛС) - контрольный пакет - неконтрольный пакет	ЛС = ЦА Где ЦА - цена одной акции или пакета ЛС _{куп} = ЛС * (1 + 0,35) учет премии за контроль ЛС _{нкуп} = ЛС * (1 - 0,225) скидка на неконтрольный характер пакета Скидка на низкую ликвидность (акции ЗАО) определяется самостоятельно										
3.Принятие обоснованного инвестиционно го решения	Инвестиционна я стоимость (ИС) Может быть определена как в денежных единицах, так и в %	ИС = РС _{СК} * D _{СК} + РС _{ЗК} * D _{ЗК} Где РС _{СК} – рыночная стоимость собственного капитала РС _{ЗК} – рыночная стоимость заемного капитала, которая равна произведению балансовой стоимости заемного капитала и коэффициента, характеризующего банковский процент по кредиту D _{СК} , D _{ЗК} – доля собственного и заемного капитала соответственно										
4.Купля- продажа объекта оценки	Рыночная стоимость (РС)	Рассчитывается студентом самостоятельно как согласование между подходами к оценке и методами оценки										
5.Установлени е доли в уставном капитале стоимости ОИС	Специальная стоимость (СС)	Рассчитывается студентом самостоятельно как согласование между подходами к оценке и методами оценки ОИС										
6.Принятие обоснованного решения о реструктуризац ии	Чистая текущая стоимость (ЧТС)	ЧТС = (РС _{нк} – РС _{ск} – ИР) > 0 Где РС _{нк} – рыночная стоимость объекта после его реструктуризации с учетом прогнозируемой выгоды (либо снижение издержек, либо рост доходов) РС _{нк} – рыночная стоимость объекта до его реструктуризации ИР – затраты на реструктуризацию										
7.Принятие	Специальная	По результатам имущественного и										

обоснованного стратегического решения о развитии	стоимость (при «улучшении» объекта оценки)	функционального анализа оценивается чистый оборотный капитал и функциональный чистый оборотный капитал, возникающие как последствия стратегического решения
8.Определение будущей кредитоспособности	Стоимость при существующем использовании (ДДП)	Ставка дисконта рассчитывается студентом самостоятельно одним из возможных методов и применяется к денежному потоку, генерируемого либо собственным капиталом, либо всем инвестированным капиталом
9.Принятие обоснованного финансового решения	Стоимость воспроизводства (СВ) основных факторов производства	Стоимость воспроизводства рассчитывается как изменение рыночной стоимости от реализации мероприятий финансового менеджмента. Существует множество финансовых решений, однако в первую очередь следует рассмотреть переоценку основных средств (см. табл.2)
10.Принятие бизнес-решения, связанного с освоением нового рынка или диверсификацией производства	Стоимость замещения (СЗ) основных факторов производства	Рассчитывается студентом самостоятельно как согласование между методами затратного подхода к оценке

Таблица 6.2 – Влияние переоценки основных средств на увеличение стоимости предприятия, бизнеса

Цель переоценки	Основные аналитические формулы	Обозначения
Изменение структуры и объема Налоговых платежей	$ОСП = БСА * К * И$ $ИНИ = 0,02 * (ОСП - БСА)$ $A = a * БСА - a * БСА * И$ $ИНП = 0,24 * A$	ОСП – остаточная стоимость основных средств после переоценки БСА – балансовая стоимость всех переоцениваемых основных средств
Изменение структуры затрат за счет изменения величины амортизации	$BC = a * БСА$ $ИВС = A$ Изменение амортизации вызывает изменение восстановительной стоимости основных средств, себестоимости (ИСС), цены	К – коэффициент износа по каждому виду основных средств И – индекс переоценки по

	продукции (ИЦ) объема продаж (ИОП), что приводит к изменению прибыли и налога на нее ИЦ = ИСС / ОП ИП = (ИЦ * ОПП – ИОП * Ц) - ИСС	каждому виду основных средств ИНИ – изменение налога на имущество А – изменение суммы накопленной амортизации а - норма амортизационных отчислений по каждому виду основных средств ВС – восстановительная стоимость основных средств ИВС – изменение восстановительной стоимости основных средств Ц – цена продукции ОП – объем продаж до переоценки ЭС – «эмиссионная» стоимость основных средств ДП – денежный поток ЗЭ – затраты на эмиссию ИДСК – изменение доли собственного капитала ИСК – изменение величины собственного капитала ИВБ – изменение валюты баланса (суммарной стоимости всех активов) ВБ – суммарная стоимость всех активов до переоценки
Изменение величины денежного потока от эмиссии акций	ИВС = ЭС ДП = ЭС - ЗЭ	
Изменение структуры капитала	ИДСК = ИСК / ИВБ ИСК = А ИВБ = ВБ + А	

Таблица 10.3 – Основные среднегодовые показатели предпринимательских структур, расположенных на территории Омской области

№ пр	Основные экономические показатели на момент оценки (млн.руб.)							Индекс изменения за год, предшествующий моменту оценки				
	Выручка-нетто	Прибыль (чистая) (ЧП)	Себестоимость	Балансовая стоимость внеоборотных активов	Расходы на оплату труда с начислениями	Простая экономическая рентабельность производства (%) по		Прибыль (П)	Выручки	Себестоимости	Балансовой стоимости вне обо	Расходов на
						ЧП	П					

											рот ных ак- ти- вов	чис ле- ния ми
1	163,8	9,0	161,5	238,3	19,3	5,6	1,4	2,3	1,12	0,98	0,9	1,0
2	310,5	1,9	304,7	190,2	49,5	0,6	1,9	5,8	1,25	1,11	1,0	1,2
3	12,21	0,653	11,28	2,974	0,456	5,8	8,0	0,9	0,56	1,00	1,1	0,8
4	119,8	2,4	116,5	196,8	14,4	0,9	2,8	3,3	1,38	0,99	1,3	1,1
5	118,8	2,4	113,4	71,4	17,7	2,1	4,8	5,4	1,27	1,13	0,8	0,9
6	205,3	36,7	155,1	96,8	41,7	23,7	32,4	50,2	1,42	0,95	1,2	1,0
7	15,4	0,38	14,8	13,6	5,45	2,6	4,1	0,6	1,00	1,12	0,7	0,8
8	243,0	2,3	237,8	146,9	25,1	1,0	2,2	5,2	1,10	1,05	1,4	1,3
9	205,0	36,7	155,1	101,8	41,8	23,7	32,2	49,9	1,29	1,15	0,9	1,0
10	86,9	4,42	81,5	82,9	13,7	5,4	10,0	8,2	0,94	0,86	1,0	0,7

Таблица 10.4 – Дополнительные данные и агрегированный баланс предприятия на момент оценки, млн. руб.

Статьи баланса	Код предприятия									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.Актив всего	381,7	246,9	4,849	445,8	247,2	164,1	21,4	245,8	222,2	157,3
1.1.внеоборотные активы	238,3	190,2	2,974	196,8	71,4	96,8	13,6	146,9	101,8	82,9
1.1.1. здания и сооружения	59,6	28,5	-	55,1	4,0	7,9	6,0	23,5	20,9	18,3
1.1.2. машины и оборудование	128,7	102,7	-	110,2	21,4	57,1	4,0	89,6	49,9	43,9
1.1.3. транспортные средства	40,5	51,4	2,974	29,5	21,3	28,6	3,6	25,0	24,9	12,4
1.1.4. прочие	9,5	7,6	-	2,0	24,7	3,2	-	8,8	6,1	8,3
1.2. оборотные активы	143,4	56,7	1,875	249,0	175,8	67,3	7,8	98,9	120,4	74,4
1.2.1. запасы	68,6	35,3	0,075	210,8	64,1	-	2,5	94,7	80,8	67,7
1.2.2. долгосрочная деб. Задолженность, Индекс изменения	10,0 1,3	1,0 1,3	-	6,8 1,3	-	-	-	-	20,0 1,3	5,0 1,3
1.2.3. краткосрочная дебиторская задолженность. Индекс изменения	50,0 1,1	20,0 1,2	1,5 1,3	7,5 1,4	96,0 1,5	67,1 1,6	5,2 1,7	3,7 1,8	10,0 1,9	1,6 0,9
1.2.4 краткосрочные финансовые	14,3	-	-	23,0	15,0	-	-	-	9,0	-

вложения										
1.2.5. денежные средства	0,5	0,4	0,3	0,9	0,7	0,2	0,1	0,5	0,6	0,1
2. Пассив всего	381,7	246,9	4,849	445,8	247,2	164,1	21,4	245,8	222,2	157,3
2.1. собственный капитал.	79,0	43,9	2,153	43,1	8,9	69,3	10,68	57,6	39,1	53,6
Индекс изменения	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	0,9	0,8	0,7	0,6
2.1.1. уставной капитал	10,0	7,0	1,0	10,0	7,0	5,0	7,0	6,0	1,0	5,0
2.1.2. добавочный капитал	35,0	25,0	0,5	0,7	0,8	0,6	3,0	13,0	0,9	10,0
2.1.3. резервный капитал	25,0	10,0	-	30,0	5,0	27,0	0,3	36,3	0,5	1,9
2.1.4. нераспределенная прибыль	9,0	1,9	0,653	2,4	2,4	36,7	0,38	2,3	36,7	36,7
Индекс	0,35	0,08	0,08	0,08	0,46	0,65	0,15	0,59	0,4	0,53
2.2. заемный капитал	302,7	203,0	2,696	402,7	238,3	94,8	10,72	188,2	183,1	103,7
2.2.1. краткосрочная кредиторская задолженность	100,7	156,7	2,696	102,0	35,8	42,7	8,22	86,0	57,5	103,7
2.2.2. долгосрочная кредиторская задолженность (К)	199,0	26,0	-	300,0	200,0	50,0	-	-	30,0	-
Плата за кредит	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Индекс изменения К	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,1	1,1
Ставка капитализации	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
2.2.3. прочая кредиторская задолженность	3,0	20,3	-	0,7	2,5	2,1	2,5	102,2	95,6	-
БАЛАНС	381,7	246,9	4,849	445,8	247,2	164,1	21,4	245,8	222,2	157,3
Индекс изменения валюты баланса	1,1	0,8	0,9	1,2	1,4	1,07	1,3	0,6	0,3	1,6

Таблица 10.5 – Прогноз деловой активности строительных организаций на 1 год

Наименование прогнозного показателя	Качественный прогноз	Количественный прогноз
Индекс предпринимательской уверенности, в %	Нормальный	59 %
Численность наемного персонала организаций	Останется без изменений в 77 %	

Экономическая ситуация 74 % организаций				Удовлетворительная для		
Физический объем работ изменится				Велика вероятность, что не		
Число заключенных договоров	Изменение					
	Увеличение	6	25	30	32	
	Без изменений	50	44	58	40	
	Уменьшение	44	31	12	28	
Уровень загрузки производственных мощностей,		Останется без изменений		в 61 % организаций		
Цены на строительно-монтажные работы		Увеличатся		в 69 % организаций		
Обеспеченность собственными финансовыми ресурсами		Сократится		в 38 % организаций		
Факторы, ограничивающие деловую активность	Недостаток заказов на работы	Отметили следующее количество организаций в % к общему числу			28	
	Неплатежеспособность заказчиков				74	
	Высокий уровень налогов				56	
	Высокий процент коммерческого кредита				-	
	Недостаток квалифицированных рабочих				15	
	Высокая стоимость материалов, конструкций, изделий				27	
	Нехватка и изношенность машин и механизмов				8	
	Конкуренция со стороны других строительных фирм				6	

Таблица 10.6 – Форма для расчета рыночной стоимости предприятия в затратном подходе (млн.руб.)

Наименование актива	Метод чистых активов	Метод ликвидационной стоимости	Значимость метода	Согласованная стоимость предприятия
- здания и сооружения			Коэффициент, характеризующий значимость «метода чистых активов» для данного предприятия	
- машины и оборудование				
- транспортные средства				
- запасы,				

материалы				
продукция				
- долгосрочная дебиторская задолженность				
- краткосрочная дебиторская задолженность			Коэффициент, характеризующий значимость «метода ликвидационной стоимости» для данного предприятия	
- краткосрочные финансовые вложения (долговые и долевы ценные бумаги)				
Рыночная стоимость предприятия				

Таблица 10.7 – Форма для расчета рыночной стоимости предприятия в доходном подходе методом дисконтированных денежных потоков (млн.руб.)

Наименование показателя	Денежный поток, генерируемый собственным капиталом	Денежный поток (прогноз по модели Гордона)	Стоимость акционерного капитала	Денежный поток, генерируемый инвестируемым капиталом	Значимость метода	Согласованная стоимость предприятия
Чистая прибыль					Коэффициент, характеризующий значимость «метода собственного капитала» для данного предприятия	
Амортизация		-				
Изменение чистого оборотного капитала		-				
Продажа активов		-				
Капитальные вложения		-				
Изменение долгосрочной дебиторской задолженности		-				
Ставка дисконта	-				Коэффициент,	
Ожидаемый темп	-					

роста денежного потока					характер изысканий	
Рыночная стоимость предприятия					значение «метода инвестированного капитала» для данного предприятия	

Таблица 10.8 – Форма для расчета рыночной стоимости предприятия в доходном подходе (млн.руб.)

Наименование показателя	Рыночная стоимость предприятия, оцененная методом дисконтированных денежных потоков	Рыночная стоимость предприятия, оцененная методом прямой капитализации	Значимость метода	Согласованная стоимость предприятия
Чистая прибыль	-		Коэффициент, характеризующий значение «метода дисконтированных денежных потоков» для данного предприятия	
Ставка капитализации	-		Коэффициент, характеризующий значение «метода прямой капитализации» для данного предприятия	
Рыночная стоимость предприятия				

Таблица 10.9 – Форма для расчета рыночной стоимости в сравнительном подходе методом сделок (млн.руб.)

Наименование показателя	Номер компании-аналога			Величина показателя оцениваемого предприятия	Рыночная стоимость оцениваемого предприятия
Цена продажи				-	
Балансовая стоимость основных средств					
Процент отклонения от показателя оцениваемого предприятия				-	
Скорректированная цена продажи				-	
Размер фонда оплаты труда с начислениями					

Процент отклонения от показателя оцениваемого предприятия				-	
Скорректированная цена продажи				-	
Чистая прибыль					
Процент отклонения от показателя оцениваемого предприятия				-	
Скорректированная цена продажи				-	
Средняя цена продажи предприятия-аналога					

Таблица 10.10 – Форма для расчета рыночной стоимости предприятия методом отраслевых коэффициентов (млн.руб.)

Наименование показателя	Величина показателя	Рыночная стоимость предприятия
Выручка		
Нормальная рентабельность производства (%)		
Простая экономическая рентабельность оцениваемого предприятия		
Отклонение от нормальной рентабельности (%)		
Скорректированная выручка		
Рыночная стоимость предприятия		

Таблица 10.11 – Расчет рыночной стоимости в сравнительном подходе методом рынка капитала (млн.руб.)

Методы рынка капитала (MKT)										
Наименование показателя	Величина показателя по оцениваемому предприятию	Величина показателя по предприятию-аналогу			Номер предприятия-аналога			Средняя величина мультипликатора	Значимость мультипликатора	Рыночная стоимость оцениваемого предприятия
		Номер предприятия-аналога								
					Мультипликаторы по предприятиям-аналогам					
Цена продажи предприятия-аналога	-									
Величина собственного капитала	-									
Долгосро										

чные заемные средства	-							
Сумма								
Чистая прибыль								
Амортиза ция	-							
Сумма								
Прибыль до уплаты налогов	-							
Выручка	-							
Мультипликаторы								
Цена продажи / чистая прибыль								
Цена продажи / чистая прибыль + амортиза ция								
Цена продажи / «грязная» прибыль								
Собствен-ный капитал + долгосрочные заемные средства / «грязная» прибыль								
Цена продажи / собствен-ный капитал								
Цена продажи / выручка								
Средневзвешенная величина мультипликатора								
Согласованная рыночная стоимость оцениваемого предприятия								

Таблица 10.12 – Форма для расчета согласованной рыночной стоимости предприятия в сравнительном подходе (млн.руб.)

Наименование показателя	Величина показателя			
	Метод сделок	Метод отраслевых коэффициентов	Метод рынка капитала	Согласованная рыночная стоимость предприятия
Рыночная стоимость предприятия				
Коэффициент значимости метода				
Взвешенная рыночная стоимость предприятия				

Таблица 10.13 – Форма для расчета обоснованной рыночной стоимости предприятия (млн.руб.)

Наименование концепции оценки	Величина рыночной стоимости предприятия	Значимость подхода к оценке рыночной стоимости предприятия	Согласованная стоимость предприятия
Затратная			

Доходная			
Сравнительная			
Согласованная стоимость предприятия			

Таблица 10.14 – Форма для расчета гудвилл оцениваемого предприятия (млн.руб.)

Наименование показателя	Предприятия-лидеры		Средняя по группе предприятий-лидеров	Величина показателя оцениваемого предприятия
	6	9		
	Величина показателя			
Выручка				
Балансовая стоимость общих активов				
Банковский процент по кредиту				
Стоимость инфра-капитала				
Отклонение стоимости инфра-капитала оцениваемого предприятия от средней по группе предприятий- лидеров				
Чистая прибыль	-	-	-	
Скорректированная стоимость инфра-капитала (за 1 % отклонения из чистой прибыли вычитаются или прибавляются 10 %)				
Размер оплаты наемного труда				
Величина интра-капитала				
Отклонение интра-капитала оцениваемого предприятия от средней по группе предприятий- лидеров				
Скорректированная стоимость интра-капитала (за 1 % отклонения из чистой прибыли вычитаются или прибавляются 10 %)				
Стоимость гудвилл оцениваемого предприятия				

Таблица 10.15 – Форма для расчета рыночной стоимости бизнеса оцениваемого предприятия (млн.руб.)

Наименование элемента рыночной стоимости бизнеса	Величина элемента рыночной стоимости бизнеса
Рыночная стоимость предприятия	
Рыночная стоимость деловой репутации предприятия	
Рыночная стоимость бизнеса предприятия	

Пример составления расчетно-аналитических таблиц для оценки рыночной стоимости предприятия и его бизнеса

Проиллюстрируем оценку рыночной стоимости предприятия 2, занимающегося строительством жилья.

Таблица 10.16 – Расчет рыночной стоимости предприятия в затратном подходе (млн.руб.)

Наименование актива	Метод чистых активов	Метод ликвидационной стоимости	Значимость метода	Согласованная стоимость предприятия
- здания и сооружения	$56,7 - 203,0 = -146,3$ $56,7 - 156,7 = -100,0$ полученные величины свидетельствуют о том, что данный метод для данного предприятия не применим	$28,5 * 1,27 - 28,5 * 0,85 = 11,97$	Коэффициент, характеризующий значимость «метода чистых активов» для данного предприятия	
- машины и оборудование		$102,7 * 0,98 - 102,7 * 0,1 = 100,6 - 10,3 = 90,3$		
- транспортные средства		$51,4 * 1,1 - 51,4 * 0,05 = 56,5 - 2,6 = 53,9$		
- прочие		Как правило, списывается, если не требует специального учета и оценки как ОИС		
- запасы		Материалы $15,3 * 0,95 - 0,25 * 15,3 = 10,71$ $20,0 * 1,0 - 20 * 0,05 = 20,0 - 1,0 = 19,0$		
- долгосрочная дебиторская задолженность		Как правило, списывается, т.е. не учитывается данным методом	Коэффициент, характеризующий значимость «метода ликвидационной стоимости» для данного предприятия	
- краткосрочная дебиторская задолженность		$20,0 * 0,7 - 20,0 * 0,3 = 14,0 - 6,0 = 8,0$		
- краткосрочные финансовые вложения (долговые и долевы ценные бумаги)		Долговых – нет Долевых - нет		
Рыночная стоимость предприятия	-	183,2		183,2

Таблица 10.17 – Расчет рыночной стоимости предприятия в доходном подходе методом дисконтированных денежных потоков (млн.руб.)

Наименование показателя	Денежный поток, генерируемый собственным капиталом	Денежный поток (прогноз по модели Гордона)	Стоимость акционерного капитала	Денежный поток, генерируемый инвестируемым капиталом	Значимость метода	Согласованная стоимость предприятия
Чистая прибыль	1,9	13,8		1,9	Коэффициент, характеризующий значимость «метода собственного капитала» для данного предприятия	
Амортизация	23,9	-		23,9		
Изменение чистого оборотного капитала	Уменьшение на 68,3	-		Уменьшение на 68,3		
Продажа активов	190,2*0,1 =19,0	-		19,0		
Капитальные вложения	Не было	-		Не было		
Изменение долгосрочной дебиторской задолженности	+ 0,23	-		-		
Ставка дисконта	-	10%+2,9% =12,9 %		-	Коэффициент, характеризующий значимость «метода инвестированного капитала» для данного предприятия	114,68
Ожидаемый темп роста денежного потока	-	2,9 %		-		
Рыночная стоимость предприятия	113,3	13,8 : (12,9 % – 2,9%) = 1,38	114,68	- 23,5	инвестированного капитала» для данного предприятия	

Таблица 10.18 – Расчет амортизационных отчислений (млн.руб.)

Наименование актива	Норма амортизационных отчислений	Балансовая стоимость основных средств	Сумма амортизационных отчислений
- здания и сооружения	5 %	28,5	1,4
- машины и оборудование	10 %	102,7	10,3
- транспортные средства	20 %	51,4	10,3
- прочие	25 %	7,6	1,9
Сумма амортизационных			23,9

отчислений			
------------	--	--	--

Таблица 10.19 – Динамика основных финансово-экономических показателей (млн.руб.)

Наименование показателя	Величина показателя на дату оценки	Индекс изменения	Величина показателя на дату прошлой оценки	Отклонение
Краткосрочная дебиторская задолженность	20,0	1,2	16,7	+ 3,3
Собственный капитал	43,9	1,5	29,3	+ 20,0
Долгосрочная кредиторская задолженность	26,0	0,2	130,0	- 104,0
Долгосрочная дебиторская задолженность	1,0	1,3	0,77	+ 0,23
Валюта баланса (общие активы)	246,9	0,8	308,6	- 61,7
Заемный капитал	203,0		279,3	- 76,3
Внеоборотные активы	190,2	0,9	211,3	- 21,1
Оборотные активы	56,7		97,3	- 40,6
Выручка	310,5	1,25	248,4	+ 62,1
Себестоимость	304,7	1,11	274,5	+ 30,2
Прибыль	5,8		- 26,1	
Чистая прибыль	1,9	0,08	23,7	- 17,1
Расходы на оплату труда	49,5	1,2	41,3	+ 8,2
Чистый оборотный капитал	$43,9 + 26,0 - 190,2 = - 120,3$		$29,3 + 130,0 - 211,3 = - 52,0$	Потребность в оборотном заемном капитале возросла на 68,3

Таблица 10.20 – Прогноз денежного потока по экономической модели оценки (млн.руб.)

Наименование показателя	Величина показателя на момент оценки	Шаг оценки		
		1 прогнозный год после момента оценки	2 прогнозный год после момента оценки	3 прогнозный год после момента оценки
Выручка (приток)	310,5	357,1 прирост 15 %	381,5 прирост 6,8 %	422,9 прирост 10,9 %
Себестоимость (отток)	304,7	338,2	375,4	416,7
Прибыль (сальдо)	5,8	18,9	6,1	6,2

Налог на прибыль (24 %)	1,4	12,0	1,5	1,5
Чистая прибыль	4,4	4,5	4,6	4,7
Накопленная чистая прибыль				13,8
Темп роста прибыли		2,9 %	2,9 %	2,9 %

Таблица 10.21 – Расчет рыночной стоимости предприятия в доходном подходе (млн.руб.)

Наименование показателя	Рыночная стоимость предприятия методом дисконтированных денежных потоков	Рыночная стоимость предприятия методом прямой капитализации	Значимость метода	Согласованная стоимость предприятия
Чистая прибыль	-	1,9:0,05=38,0	Коэффициент, характеризующий значимость «метода дисконтированных денежных потоков»	114,68 * 0,7 = 80,3
Ставка капитализации	-		Коэффициент, характеризующий значимость «метода прямой капитализации»	
Рыночная стоимость предприятия	114,68	38,0		38,0 * 0,3 = 11,4
				45,85

Таблица 10.22 – Расчет рыночной стоимости в сравнительном подходе методом сделок (млн.руб.)

Наименование показателя	Номер компании-аналога			Величина показателя оцениваемого предприятия	Рыночная стоимость оцениваемого предприятия
	5	8	9		
Цена продажи	247,2	245,8	222,2	-	
Балансовая стоимость основных средств	71,4	146,9	101,8	190,2	
Процент отклонения от показателя оцениваемого предприятия	-63%	-23%	-47%	-	

Скорректированная цена продажи	1557,4	565,3	1044,3	-	
Размер фонда оплаты труда с начислениями	17,7	25,1	41,8	49,5	
Процент отклонения от показателя оцениваемого предприятия	-65%	-50%	-16%	-	
Скорректированная цена продажи	10123,1	2826,5	1670,9	-	
Чистая прибыль	2,4	2,3	36,7	1,9	
Процент отклонения от показателя оцениваемого предприятия	+26%	+21%	+1931%	-	
Скорректированная цена продажи	3893,5	1346,0	0,87	-	
Средняя цена продажи	1746,8			-	1746,8

Таблица 10.23 – Расчет рыночной стоимости предприятия методом отраслевых коэффициентов (млн.руб.)

Наименование показателя	Величина показателя	Рыночная стоимость предприятия
Выручка	310,5	
Нормальная рентабельность производства (%)	70%	
Простая экономическая рентабельность оцениваемого предприятия	1,9%	
Отклонение от нормальной рентабельности (%)	68,1%	
Скорректированная выручка	45,7	
Рыночная стоимость предприятия		45,7

Таблица 10.24 – Расчет рыночной стоимости в сравнительном подходе методом рынка капитала (млн.руб.)

Наименование показателя	Величина показателя по оцениваемому предприятию	Величина показателя по предприятию-аналогу			Номер предприятия-аналога			Средняя величина мультипликатора	Значимость мультипликатора	Рыночная стоимость оцениваемого предприятия
		Номер предприятия-аналога			5	8	9			
		5	8	9	Мультипликаторы по предприятиям-аналогам					
Цена продажи предприятия-аналога	-	247,2	245,8	222,2						
Величина		8,9	57,6	39,1						

собственн ого капитала	-								
Долгосро чные заемные средства	-	200,0	-	30,0					
Сумма		208,9	57,6	69,1					
Чистая прибыль	1,9	2,4	2,3	36,7					
Амортиза ция	-	12,7	17,4	11,0					
Сумма		15,1	19,7	47,7					
Прибыль до уплаты налогов	-	5,4	5,2	49,9					
Выручка	-	118,8	243,0	205,0					
Мультипликаторы									
Цена продажи / чистая прибыль					103, 0	106, 9	6,1	72,0	0,1 7,2
Цена продажи / чистая прибыль + амортиза- ция					16,4	12,5	4,7	33,6	0,1 3,4
Цена продажи / «грязная» прибыль					45,8	47,3	4,5	32,5	0,1 3,3
Собствен-ный капитал + долгосрочные заемные средства / «грязная» прибыль					38,7	11,1	1,4	17,1	0,1 1,7
Цена продажи / собствен-ный капитал					27,8	4,3	5,7	12,6	0,5 6,3
Цена продажи / выручка					2,1	1,0	1,1	1,4	0,1 0,1
Средневзвешенная величина мультипликатора									3,7
Согласованная рыночная стоимость оцениваемого предприятия (1,9 * 3,7)									7,03

Таблица 10.25 – Расчет амортизационных отчислений по предприятиям
–аналогам (млн.руб.)

Наименование актива	Норма амортиза ции	5		8		9	
		Величина внеоборо тных активов	Сумма амортиза ции	Величина внеоборо тных активов	Сумма амортиза ции	Величина внеоборо тных активов	Сумма амортиза ции
- здания и сооружения	5	4,0	0,2	23,5	1,2	20,9	1,0
- машины и оборудование	10	21,4	2,1	89,6	9,0	49,9	5,0
- транспортные средства	20	21,3	4,2	25,0	5,0	24,9	5,0
- прочие	25	24,7	6,2	8,8	2,2	6,1	1,5
Сумма амортизации			12,7		17,4		11,0

Таблица 10.26 – Расчет согласованной рыночной стоимости
предприятия в сравнительном подходе(млн.руб.)

Наименование показателя	Величина показателя			
	Метод сделок	Метод отраслевых коэффициентов	Метод рынка капитала	Согласованная рыночная стоимость предприятия
Рыночная стоимость предприятия	1746,8	45,7	7,03	
Коэффициент значимости метода	0,1	0,2	0,7	
Взвешенная рыночная стоимость предприятия	174,7	9,1	4,9	62,9

Таблица 10.27 – Расчет обоснованной рыночной стоимости предприятия (млн.руб.)

Наименование концепции оценки	Величина рыночной стоимости предприятия	Значимость подхода к оценке рыночной стоимости предприятия	Согласованная стоимость предприятия
Затратная	183,2	0,1	18,3
Доходная	45,85	0,7	32,1
Сравнительная	62,9	0,2	12,6
Согласованная стоимость предприятия			63,0

Таблица 10.28 – Расчет стоимости гудвилл оцениваемого предприятия (млн.руб.)

Наименование показателя	Предприятия-лидеры		Средняя по группе предприятий-лидеров	Величина показателя оцениваемого предприятия
	6	9		
	Величина показателя			
Выручка	205,3	205,0	205,0	310,5
Балансовая стоимость общих активов	164,1	222,2	193,2	246,9
Банковский процент по кредиту	10	10		10
Стоимость инфра-капитала	24,8	39,4	32,1	38,9
Отклонение стоимости инфра-капитала оцениваемого предприятия от средней по группе предприятий-лидеров				+ 6,8 (21 %)
Чистая прибыль	-	-	-	1,9
Скорректированная стоимость инфра-капитала (за 1 % отклонения из чистой прибыли вычитаются или прибавляются 10 %)				4,0
Размер оплаты наемного труда	41,7	41,8	41,7	49,5
Величина интра-капитала	4,9	4,9	4,9	6,3
Отклонение интра-капитала оцениваемого предприятия от средней по				+ 1,4 (29 %)

группе предприятий- лидеров	
Скорректированная стоимость интра-капитала (за 1 % отклонения из чистой прибыли вычитаются или прибавляются 10 %)	5,5
Стоимость гудвилл оцениваемого предприятия	9,5

Таблица 10.29 – Расчет рыночной стоимости бизнеса оцениваемого предприятия (млн.руб.)

Наименование элемента рыночной стоимости бизнеса	Величина элемента рыночной стоимости бизнеса
Рыночная стоимость предприятия	63,0
Рыночная стоимость деловой репутации предприятия	9,5
Рыночная стоимость бизнеса предприятия	72,5

Таблица 10.30 – Дополнительные исходные данные для оценки

Наименование показателя	Код предприятия									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. Коэффициент износа по каждому виду основных средств										
- здания и сооружения	0,59	0,45	0,62	0,55	0,74	0,79	0,69	0,57	0,90	0,83
- машины и оборудование	0,85	0,78	0,87	0,56	0,92	0,99	0,61	0,95	0,71	0,67
- транспортные средства	0,87	1,00	0,97	0,92	0,94	0,79	0,89	0,96	0,91	0,93
- прочие	0,40	0,51	0,94	0,29	0,21	0,28	0,65	0,10	0,24	0,12
2. Индекс переоценки по каждому виду основных средств										
- здания и сооружения	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27
- машины и оборудование	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98
- транспортные средства	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
- прочие	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
3. Индекс переоценки по каждому виду оборотных средств										
- запасы										
материалы	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95
готовая продукция	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
- долгосрочная дебиторская задолженность	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- краткосрочная дебиторская задолженность	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
- краткосрочные финансовые вложения	Длого в. 0,8	Длого в. 0,8	Длого в. 0,8	Длого в. 0,8	Длого в. 0,8	Длог о 0,8	Длог ов0,8	Длог ов0,8	Длог ов0,8	Длог о 0,8

(долговые и долевые ценные бумаги)	Долев 1,2	Долев 1,2	Долев 1,2	Долев. 1,2	Долев. 1,2	Дол ев 1,2	Дол ев.1, 2	Доле в. 1,2	Доле в. 1,2	Дол ев.1, 2
4. Норма амортизационных отчислений по каждому виду основных средств (%)										
- здания и сооружения	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
- машины и оборудование	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
- транспортные средства	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
- прочие	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
5. Затраты на эмиссию акций										
Затраты на эмиссию акций (% от объема эмиссии)	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
6. Затраты на ликвидацию (в % от балансовой стоимости)										
- здания и сооружения	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
- машины и оборудование	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
- транспортные средства	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
- прочие	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
- запасы, материалы продукция	25 5	25 5	25 5	25 5	25 5	25 5	25 5	25 5	25 5	25 5
- долгосрочная дебиторская задолженность	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
- краткосрочная дебиторская задолженность	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
- краткосрочные финансовые вложения (долговые и долевые ценные бумаги)	Долг. 30 Дол. 15	Долг. 30 Дол. 15	Долг. 30 Дол. 15	Долг. 30 Дол. 15	Долг. 30 Дол. 15	Долг. 30 Дол. 15	Долг. 30 Дол. 15	Долг. 30 Дол. 15	Долг. 30 Дол. 15	Долг. 30 Дол. 15

3. Вопросы к практическому занятию

Задания

1. В каком ФСО отражаются требования к отчету об оценке?
2. Что представляет собой отчет об оценке?
3. Какую информацию содержит отчет об оценке?
4. Что означает принцип существенности?
5. Что означает принцип обоснованности?
6. Что означает принцип однозначности?

7. Что означает принцип проверяемости?
8. В течение какого срока должна храниться оценщиком копия отчета об оценке?
9. Какие предъявляются требования к оформлению отчета об оценке?
10. Какие разделы должен содержать отчет об оценке?
11. Сведения о каких лицах должен содержать отчет об оценке?
12. Что содержит раздел отчета «Основные факты и выводы»?
13. Информация о каких стандартах должна быть приведена в отчете?
14. Какая информация об объекте оценки должна быть приведена в отчете?
15. Копии каких документов должны содержаться в приложении к отчету?
16. В каком случае информация, представленная заказчиком (в том числе справки, таблицы, балансы) считается достоверной?
17. Какие существуют требования к описанию информации в отчете об оценке?
18. Какие три подхода к оценке должны быть приведены в описании процесса оценки?
19. С какой целью в отчете должно содержаться подробное описание последовательности определения стоимости объекта?
20. Как должен решаться спор о достоверности величины рыночной или иной стоимости объекта оценки?

Список рекомендуемой литературы

Основная литература:

1. Основы бизнеса : учебное пособие / И. Б. Тесленко, М. П. Вахромеева, Д. В. Виноградов [и др.] ; под редакцией И. Б. Тесленко. — Владимир : Издательство Владимирского государственного университета, 2025. — 163 с. — ISBN 978-5-9984-1972-0. — Текст : электронный // Цифровой образовательный ресурс IPR SMART : [сайт]. — URL: <https://www.iprbookshop.ru/152329.html>
2. Чмышенко, Е. Г. Стратегии развития бизнеса: выбор и реализация : учебное пособие / Е. Г. Чмышенко, Е. В. Чмышенко. — Оренбург : Оренбургский государственный университет, ЭБС АСВ, 2024. — 175 с. — ISBN 978-5-7410-3189-6. — Текст : электронный // Цифровой образовательный ресурс IPR SMART : [сайт]. — URL: <https://www.iprbookshop.ru/153091.html>

Дополнительная литература:

1. Антилл Н. Оценка компаний [Электронный ресурс]: анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО/ Ник Антилл, Кеннет Ли - Эл. текст. данные.- М.: Альпина Паблишер, 2017. - 448с. -Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/58561>. - ЭБС «IPRbooks»

2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка [Электронный ресурс]: инструменты и методы оценки любых активов/ Асват Дамодаран - Электрон. текстовые данные.- М.: Альпина Паблишер, 2014.-

1320 с. - Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/22833>.- ЭБС«IPRbooks»

3. Интернет-ресурсы:

- 1 Информационная справочная система ГАРАНТ.РУ // Режим доступа: <http://www.garant.ru/>
- 2 Информационная справочная система КонсультантПлюс. // Режим доступа: <http://www.consultant.ru>
- 3 Профессиональная база данных «Всероссийская система данных о компаниях и бизнесе «За честный бизнес» // Режим доступа: <https://zachestnyibiznes.ru>
- 4 Профессиональная база данных Росстата // Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/databases/
- 5 Федеральный портал «Российское образование» // Режим доступа: <http://edu.ru/>

МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ
по выполнению практических работ
по дисциплине «Оценка и управление стоимостью бизнеса»
для студентов направления подготовки 38.04.01 Экономика направленности
(профиля) «Экономическая безопасность и управление рисками»

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«СЕВЕРО-КАВКАЗСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ
по организации самостоятельной работы
для студентов направления подготовки 38.04.01 Экономика направленности
(профиля) «Экономическая безопасность и управление рисками»
по организации самостоятельной работы
по дисциплине «Оценка и управление стоимостью бизнеса»

Данные методические указания предназначены для оказания помощи студентам при изучении дисциплины. Работа содержит требования к выполнению индивидуального творческого проекта, порядок выполнения и защиты, рекомендации по оформлению.

Методические указания предназначены для студентов направления подготовки 38.04.01 Экономика направленности (профиля) «Экономическая безопасность и управление рисками».

Индивидуальный творческий проект (ИТП) - самостоятельная работа студента, основной целью и содержанием которой является развитие навыков теоретических исследований, обобщений, оценка результатов исследований.

Индивидуальный творческий проект должен отразить умение студента с помощью системного анализа и осмысления фактического материала исследовать избранную тему и грамотно изложить результаты исследования.

Целью подготовки ИТП по дисциплине является глубокое изучение и усвоение предмета по одной из тем.

ИТП должен представлять собой самостоятельное изложение существа (содержания) основных вопросов избранной темы. Выполнение ИТП должно помочь студенту:

- научиться подбирать литературу по определенной теме;
- содействовать развитию и закреплению навыков теоретического и практического использования различных источников: учебной литературы, научных работ, нормативно-законодательных актов, статистических материалов;
- на основе полученных знаний выполнять теоретическую разработку избранной темы;
- выработать умение самостоятельно формулировать свои мысли и выводы, логично и последовательно доказывать их, уметь анализировать;
- научиться: правильно оформлять научно-справочный материал;
- выработать умение публичной защиты подготовленной работы (сделать доклад, дать ответы на вопросы, отстаивать свое мнение и т. д.).

Наиболее важным и ответственным моментом, предопределяющим успех в подготовке ИТП, является выбор темы.

Темы ИТП охватывают наиболее актуальные проблемы в области изучения дисциплины. Тематика ИТП составлена в соответствии с программой по дисциплине и выдается студентам, в начале семестра. Тема ИТП выбирается студентами самостоятельно, по желанию, или выдается преподавателем. Прежде чем приступить к написанию ИТП, необходимо ознакомиться с заданием и подобрать необходимую литературу. После выбора темы составляется список литературы, опубликованных статей, необходимых справочных источников. Подбранную литературу следует зафиксировать согласно ГОСТ по библиографическому описанию произведений печати. Подбранная литература изучается в следующем порядке:

- знакомство с литературой, просмотр ее и выборочное чтение с целью общего представления проблемы и структуры будущей научной работы;
- исследование необходимых источников, сплошное чтение отдельных работ, их изучение, конспектирование необходимого материала;
- обращение к литературе для дополнений и уточнений на этапе написания ИТП.

Для разработки ИТП достаточно изучение 4 - 5 важнейших источников по избранной проблеме. При изучении литературы необходимо выбирать

материал, не только подтверждающий позицию автора ИТП, но и материал для полемики.

Тематика ИТП разрабатывается, утверждается кафедрой и предоставляется студентам для ознакомления.

Объем ИТП ориентировочно составляет 20 - 25 страниц рукописного или 15-20 страниц напечатанного текста (межстрочное расстояние - полуторное; размер шрифта. - 14 пунктов).

2 ОБЩИЕ ТРЕБОВАНИЯ К НАПИСАНИЮ ИТП

ИТП должен отвечать следующим требованиям. По содержанию:

- 1) в ИТП должны присутствовать характерные поисковые признаки:
 - раскрытие содержания основных концепций;
 - цитирование мнений некоторых специалистов по данной проблеме;
 - материал следует излагать кратко, не допуская дословного переписывания текста из литературных источников;
- 2) при обработке полученного материала автор должен:
 - систематизировать его по разделам;
 - выдвинуть и обосновать свои гипотезы;
 - определить свою позицию, точку зрения по рассматриваемой проблеме;
 - уточнить объем и содержание понятий, которыми приходится оперировать при разработке темы;
 - сформулировать определения и основные выводы, характеризующие результаты исследования;
 - окончательно уточнить структуру ИТП.
- 3) при использовании цитат, статистических и исторических данных и т. п. необходимо делать сноски с указанием источника: автор, название книги, место издания, год издания, страница цитируемого материала;
- 4) ИТП должен включать в себя:
 - титульный лист;
 - содержание, которое должно иметь внутреннее единство, строгую логику изложения, смысловую завершенность раскрываемой темы;
 - введение, где обосновывается актуальность проблемы, сопоставляются основные точки зрения, ставятся цель и задачи исследования;
 - основную часть, в которой раскрывается содержание проблемы. В основной части формулируются ключевые понятия и положения, вытекающие из анализа теоретических источников (теоретических точек зрения, моделей, концепций), документальных источников к материалам практики, экспертных суждений по вопросам исследуемой проблемы, а также результатов эмпирических исследований. ИТП носит исследовательский характер, содержит результат творческого поиска автора;
 - заключение, в котором формулируются главные итоги авторского исследования в соответствии с выдвинутой целью и задачами ИТП,

излагаются обобщенные выводы или практические рекомендации по разрешению исследуемой проблемы в рамках государства, регионального уровня или уровня конкретной организации;

- список использованных источников;
- приложения - при необходимости.

ИТП относится к текстовым документам и должен соответствовать требованиям ГОСТ 2.105-95. ЕСКД. Общие требования к текстовым документам и ГОСТ 2.106-96. ЕСКД. Текстовые документы. Текст ИТП может быть выполнен как в рукописном виде, так и с применением средств оргтехники.

При выполнении работы в рукописном виде почерк должен быть легко читаем, не содержать не установленных сокращений и не создавать затруднений при проверке. При изложении материала необходимо придерживаться принятого плана.

Работа выполняется на листах формата А 4 (210 x 297 мм) с указанием нумерации листов (сверху, по центру); шрифт Times New Roman, размер -14; междустрочный интервал - полуторный; с соблюдением трафаретов (полей): слева - 30 мм; справа - 15 мм; сверху - 20 мм; снизу - 20 мм.

Содержание оформляется в виде перечня разделов и подразделов ИТП с указанием номера страницы, с которой они начинаются.

Разделы ИТП нумеруются арабскими цифрами, подразделы нумеруются в пределах каждого раздела. Номер подраздела состоит из номера раздела и подраздела, разделенных точкой. В конце номера подраздела точка не ставится (например, 1.1; Г. 1.1). Разделы и подразделы должны иметь названия. Подчеркивание, раскрашивание и перенос слов в заголовках не допускается. Каждый раздел следует начинать с новой страницы. Нумерация страниц должна быть сплошной: первой страницей является титульный лист, второй - содержание ИТП и т. д. Цифровой материал оформляется, как правило, в виде таблиц. Номер таблицы и; ее название помещается над таблицей с абзацного отступа. Внизу под таблицей (а не снизу страницы) необходимо указать источники данных. Иллюстрации обозначаются словом «Рисунок» и нумеруются последовательно арабскими цифрами сквозной нумерацией. Приложения следует помещать после текстового материала и обозначать заглавными буквами русского алфавита, начиная с А.

Прежде чем приступить к написанию ИТП, студенту необходимо по выбранной теме задания изучить рекомендуемую как основную, так и дополнительную литературу, а также периодическую печать. Затем приступить к написанию работы.

Подготовка ИТП - это особый вид работы с литературой, прежде всего научной. Изучение литературы по теме следует начинать с учебников и учебных пособий, которые более доступны и позволяют определить круг

рассматриваемых вопросов избранной темы. Однако эти источники не могут быть использованы в качестве теоретической основы ИТП. Являясь самостоятельным исследованием, он должен опираться на научную, монографическую литературу, а также журнальные статьи. Работа с монографиями включает ознакомление с заглавиями, аннотациями, предисловиями, в которых содержатся данные о структуре издания, его актуальности и отличие от других работ.

Подобный подход позволяет за максимально короткий срок определить ценность библиографических источников и составить их список.

Предварительное общее знакомство с литературой чрезвычайно полезно. Проведя систематизацию изученных работ, студент одновременно определяет способы будущей обработки того или иного материала. Изучение вопросов темы лучше начинать с основных обобщающих работ, постепенно переходя к специальным исследованиям. При изучении научной литературы надо обязательно обращать внимание на научно-справочный аппарат: примечания, подстрочные ссылки, библиографию, приложение и т. д.

Изучение специальной литературы может производиться двумя способами. В каждой научной работе материал, относящийся к теме, прочитывается и осмысливается сразу по всем вопросам. В этом случае после изучения каждого такого источника у студента складывается более или менее цельное представление о содержании ИТП. Но при таком способе труднее акцентировать внимание на каждом его вопросе в отдельности. Поэтому применяем и другой способ - изучение литературы по каждому отдельному вопросу.

При изучении литературы нужно записывать все встречающиеся спорные вопросы, выявлять точки зрения различных авторов, с тем чтобы, сопоставив их, получить правильное представление.

Изучив необходимую по данной проблеме литературу, автор должен разобраться в имеющихся точках зрения, показать умение обобщать, систематизировать, сопоставлять, кратко и концептуально излагать и оценивать идеи различных авторов и на этой основе формулировать собственную точку зрения или присоединяться к одной из изложенных в научных работах.

После ознакомления с литературой студент составляет план ИТП. План работы есть отображение ее структуры, под которой понимается порядок построения и взаимосвязь ее частей. Следует отметить, что часто встречается такой недостаток, как несоразмерность глав, разделов темы, что объясняется увлечением какой-то одной проблемой в ущерб другим.

ИТП рекомендуется выполнять в соответствии с графиком выполнения, предложенным преподавателем. На основе графика студент сам должен планировать ход своего исследования, которое включает индивидуальное составление календарного плана научного исследования и плана предполагаемого ИТПе..

Календарный план исследования включает следующие элементы:

-выбор и формулирование проблемы, разработка плана исследования и

предварительного плана ИТП;

- сбор и изучение неходкого материала, подбор литературы;
- анализ собранного материала, теоретическая разработка проблемы;
- сообщение о предварительных результатах исследования;
- литературное оформление исследовательской проблемы;
- обсуждение работы (на практических занятиях, в студенческом

Научном обществе, на конференции и т. п.).

4 ПОРЯДОК ЗАЩИТЫ И ОТВЕТСТВЕННОСТЬ СТУДЕНТА ЗА ВЫПОЛНЕНИЕ ЗАДАНИЯ

ИТП должен быть представлен к защите согласно графику выполнения работы. Работа должна быть выполнена по выбранной теме, в противном случае она возвращается без проверки. Студент может получить консультацию на кафедре от преподавателя, который проверяет ИТП.

Защита ИТП проводится в устной форме и предполагает проверку знаний студента относительно теоретической части задания, кроме того, по теме ИТП преподавателем и студентами группы задаются дополнительные вопросы. Перед защитой студент готовится как по работе в целом, так и по замечаниям преподавателя. На защите студент должен хорошо ориентироваться в вопросах темы, уметь объяснить основные положения как теоретического, так и практического характера, относящиеся к теме работы.

Содержание ИТП может быть изложено студентом на одном из практических занятий и обсуждено в группе. В конце своего сообщения студент отвечает на замечания преподавателя, сделанные им при проверке ИТП, и вопросы сокурсников. При оценке учитывается качество написанной работы и результаты ее защиты. В случае, когда студент не выполняет задание по написанию ИТП, то он не допускается к сдаче экзамена (зачета).

Студенты, подготовившие наиболее удачные ИТП, могут быть рекомендованы к участию в студенческих научных конференциях.

Оценка ИТП определяется по четырехбалльной системе: «отлично», «хорошо», «удовлетворительно» и «неудовлетворительно» и зависит от знания студентом сути проблемы и умения грамотно отвечать на вопросы и критические замечания.

5 ОФОРМЛЕНИЕ СПИСКА ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

Список использованной литературы должен содержать перечень источников, использованных при выполнении работы, с указанием авторов, наименования, места издания, издательства, года выпуска и количества страниц.

Схема расположения материала в библиографическом списке (литература):

Официальные материалы:

- конституция;
- кодексы;

- законы;
- указы;
- постановления;
- труды, речи, выступления государственных деятелей;
- источники статистических данных;
- ведомственные положения, инструкции, письма.

Отечественная литература:

В алфавите фамилии авторов или заглавий книг и статей.

Иностранная литература:

В латинском алфавите.

Допускается также использование источника информации из глобальной сети Интернет с указанием адреса.

6 ТЕМАТИКА ИНДИВИДУАЛЬНЫХ ТВОРЧЕСКИХ ПРОЕКТОВ

ИТП (сроки выполнения 1-16 недели, выдача задания – 1 неделя) выполняется по следующей тематике:

Базовый уровень

1. Охарактеризуйте оценку интеллектуальной собственности и нематериальных активов, как вид деятельности.
2. Дайте определение следующим объектам оценки: интеллектуальная собственность; передаваемые по авторским, лицензионным и иным договорам права; размеры ущерба при нарушении исключительных прав, другие активы.
3. Назовите основные принципы оценки интеллектуальной собственности и нематериальных активов.
4. Перечислите основные этапы процедуры оценки.
5. Охарактеризуйте правовые аспекты оценки.
6. Международные, европейские и российские стандарты оценки интеллектуальной собственности и нематериальных активов.
7. Выбор показателя доходности в зависимости от целей оценки и определяемого вида стоимости.
8. Выбор вида стоимости и метода оценки в зависимости от цели.
9. Определение рыночной стоимости патента при продаже.
10. Применение метода сравнения продаж при оценке программного обеспечения.
11. Реализация подхода от общего профиля бизнеса при оценке лицензии.
12. Инвестиционная стоимость портфеля прав на результаты интеллектуальной деятельности при реализации инновационного проекта.
13. Стоимость нематериального актива для существующего использования в действующем предприятии.

14. Особенности применения доходного подхода при оценке интеллектуальной собственности и нематериальных активов.
15. Метод освобождения от роялти.
16. Метод дисконтирования/капитализации преимуществ в доходах.
17. Метод дисконтирования/капитализации экономии затрат.
18. Учет рисков посредством штрафов.
19. Учет рисков путем коррекции ставки дисконтирования.
20. Определение безрисковой ставки.
21. Учет отраслевых рисков, выбор коэффициентов.
22. Учет рисков, специфичных для нематериальных активов.
23. Экономическое содержание метода опционов.
24. Техника расчетов при использовании теории опционов.
25. Развитие метода, основанного на теории опционов.
26. Состав интеллектуального капитала.
27. Ноу-хау в составе человеческого и структурного капитала.
28. Измерение и демонстрация человеческого капитала.
29. Соотношение между репутацией, брэндом и товарным знаком.
30. Отчет об интеллектуальном капитале, его структура.

Повышенный уровень

1. В чем заключается сущность метода дисконтированных денежных потоков?
2. Какова методика выбора модели денежного потока?
3. Основные требования к определению длительности прогнозного периода.
4. Какова суть ретроспективного анализа и прогноза валовой выручки от реализации?
5. Сущность основных методов расчета величины потока денежных средств.
6. Определение ставки дисконта.
7. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.
8. В чем заключается экономическое содержание метода капитализации прибыли и основные этапы его применения?
9. Содержание анализа финансовой отчетности.
10. В каких условиях возможно применение сравнительного подхода и его основных методов?
11. Какие критерии используются оценщиком для принятия решения о сходстве предприятий?
12. В чем заключаются особенности финансового анализа для целей сравнительного подхода?
13. Что такое ценовой мультипликатор, какие виды мультипликаторов используются в процессе оценки?
14. Почему итоговая величина стоимости нуждается в корректировке? Перечислить основные виды поправок, вносимых оценщиком.

15. В чём заключаются особенности земли как объекта стоимостной оценки?
16. Для каких целей необходима оценка земли в Российской Федерации?
17. Какие факторы обуславливают сложность оценки земельных участков в Российской Федерации?
18. Какие методы оценки могут применяться для расчёта рыночной стоимости земельного участка под объектами бизнеса?
19. В чём заключается экономическое содержание доходного подхода к оценке стоимости земельного участка?
20. Какие основные этапы включает метод капитализации дохода при оценке земельного участка?
21. Какие методы используются для расчёта коэффициента капитализации при определении стоимости земли?
22. Для оценки каких земельных участков может быть использован метод остатка дохода, приходящегося на земельный участок?
23. В чём состоит экономическое содержание сравнительного подхода к оценке рыночной стоимости земельного участка?
24. Какие основные этапы включает метод сравнения продаж при оценке земельных участков?
25. Какие элементы сравнения используются при оценке земельных участков?
26. В чём заключается экономическое содержание метода распределения (переноса)?
27. На каких принципах оценки базируется затратный подход к определению рыночной стоимости земли?
28. Из каких основных этапов состоит оценка земли методом выделения (изъятия)?
29. В чём заключаются различия между кадастровой и единичной оценкой земельных участков?
30. Основные этапы оценки методом ликвидационной стоимости.

Задания для контроля

Номер задания	Содержание вопроса	Компетенция
1.	Стоимость открытых акционерных обществ по отношению к закрытым должна быть: а) выше б) ниже в) равна	ПК-5
2.	Расчетная величина, за которую предполагается переход имущества из рук в руки на дату оценки в результате сделки между продавцом и покупателем, называется: а) рыночная стоимость	ПК-5

	б) инвестиционная стоимость в) ликвидационная стоимость г) кадастровая стоимость	
3.	Рыночная стоимость может выражаться отрицательной величиной в случае оценки: а) нематериальных активов б) изношенного оборудования в) имущества, сданного в аренду г) устаревших объектов недвижимости, сумма затрат на снос которых превышает стоимость земельного участка д) экологически неблагополучных объектов	ПК-5
4.	Какой документ является основанием для проведения оценки бизнеса? а) лицензия б) договор в) акт г) сертификат д) распоряжение	ПК-5
5.	Потребителями результатов оценки могут являться: а) только заказчик оценки б) любой участник оценочной деятельности в) органы исполнительной власти г) собственник оцениваемого имущества	ПК-5
6.	При балансовой или бухгалтерской оценке активы фирмы равны: а) сумме неосязаемых активов, обязательств и собственного капитала б) сумме обязательств и величины чистого собственного капитала в) чистому собственному капиталу г) сумме стоимости: гарантий, лицензии и страховки	ПК-5
7.	Если расчет стоимости бизнеса производится с целью заключения сделки купли-продажи, то рассчитывается: а) инвестиционная стоимость б) стоимость замещения объекта оценки в) рыночная стоимость г) ликвидационная стоимость	ПК-5
8.	К какому подходу относятся метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости? а) затратному б) доходному в) сравнительному	ПК-5
9.	Практика оценки бизнеса в России показывает, что наибольшее применение находит: а) доходный подход	ПК-5

	б) сравнительный подход в) затратный подход	
10.	К какому подходу относятся метод капитализации доходов и метод дисконтированных денежных потоков? а) затратному б) доходному в) сравнительному	ПК-5
11.	Сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату оценки, необходимых для создания объекта идентичного объекту оценки, является: а) нормативной стоимостью б) рыночной стоимостью в) стоимостью воспроизводства г) инвестиционной стоимостью	ПК-5
12.	В основу какого подхода к оценке бизнеса положен принцип замещения? а) затратного б) доходного в) сравнительного	ПК-5
13.	В основу какого подхода к оценке бизнеса положен принцип ожидания? а) затратного б) доходного в) сравнительного	
14.	Какой метод оценки необходимо использовать в случае принятия собранием кредиторов решения о введении на предприятии конкурсного производства? а) дисконтированных денежных потоков б) капитализации доходов в) ликвидационной стоимости г) чистых активов	
15.	Как называется вероятность того, что доходы от инвестиций в оцениваемый бизнес окажутся больше или меньше прогнозируемых	
16.	"Чем больше предприятие способно удовлетворить потребность собственника, тем выше его стоимость" - это принцип: а) ожидания б) предвидения в) полезности г) вклада д) остаточной продуктивности	
17.		

	17. К какому подходу относятся метод рынка капитала, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов? а) затратному б) доходному <u>в) сравнительному</u>	
18.	"Максимальная стоимость предприятия определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью" - это принцип: а) предвидения б) полезности в) вклада г) замещения	
19.	В настоящее время в России для осуществления оценочной деятельности необходимо иметь: а) лицензию Министерства экономического развития б) свидетельство о членстве в СРОО оценщика в) лицензию Минимущества г) разрешение Министерства финансов	
20.	20. В договоре об оценке должны содержаться следующие условия: а) основания заключения договора б) вид объекта оценки в) вид определяемой стоимости (стоимостей) объекта оценки г) сведения о страховании гражданской ответственности оценщика д) все перечисленное	
21.	Цели оценки бизнеса.	ПК-5
22.	Эффективность инвестирования	ПК-5
23.	<i>Начисление сложных процентов</i>	ПК-5
24.	Дисконтирование	ПК-5
25.	Ставка процента	ПК-5
26.		ПК-5
27.	Будущая и текущая стоимость денег. Аннуитет	ПК-5
28.	Чистый дисконтированный доход	ПК-5
29.	Внутренняя норма доходности	ПК-5
30.	Метод окупаемости	ПК-5

Список рекомендуемой литературы

Основная литература:

1. Основы бизнеса : учебное пособие / И. Б. Тесленко, М. П. Вахромеева, Д. В. Виноградов [и др.] ; под редакцией И. Б. Тесленко. — Владимир : Издательство Владимирского государственного университета, 2025. — 163 с. — ISBN 978-5-9984-1972-0. — Текст : электронный // Цифровой образовательный ресурс IPR SMART : [сайт]. — URL: <https://www.iprbookshop.ru/152329.html>
2. Чмышенко, Е. Г. Стратегии развития бизнеса: выбор и реализация : учебное пособие / Е. Г. Чмышенко, Е. В. Чмышенко. — Оренбург : Оренбургский государственный университет, ЭБС АСВ, 2024. — 175 с. — ISBN 978-5-7410-3189-6. — Текст : электронный // Цифровой образовательный ресурс IPR SMART : [сайт]. — URL: <https://www.iprbookshop.ru/153091.html>

Дополнительная литература:

1. Антилл Н. Оценка компаний [Электронный ресурс]: анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО/ Ник Антилл, Кеннет Ли - Эл. текст. данные.- М.: Альпина Паблишер, 2017. - 448с. -Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/58561>. - ЭБС «IPRbooks»
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка [Электронный ресурс]: инструменты и методы оценки любых активов/ Асват Дамодаран - Электрон. текстовые данные.- М.: Альпина Паблишер, 2014.- 1320 с. - Режим доступа: <http://www.iprbookshop.ru/22833>.- ЭБС«IPRbooks»

Интернет-ресурсы:

- 1 Информационная справочная система ГАРАНТ.РУ // Режим доступа: <http://www.garant.ru/>
- 2 Информационная справочная система КонсультантПлюс. // Режим доступа: <http://www.consultant.ru>
- 3 Профессиональная база данных «Всероссийская система данных о компаниях и бизнесе «За честный бизнес» // Режим доступа: <https://zachestnyibiznes.ru>
- 4 Профессиональная база данных Росстата // Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/databases/
- 5 Федеральный портал «Российское образование» // Режим доступа: <http://edu.ru/>