https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«САМАРСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ АКАДЕМИКА С.П. КОРОЛЕВА»
(САМАРСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ)

А.Г. ОКУНЕВА

ОЦЕНКА И УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ

Рекомендовано редакционно-издательским советом федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Самарский национальный исследовательский университет имени академика С.П. Королева» в качестве учебного пособия для обучающихся по основной образовательной программе высшего образования по направлению подготовки 38.03.01 Экономика

САМАРА
Издательство Самарского университета
2023

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

УДК 338.242(075)
ББК У291.9я7
О-527

Рецензенты: д-р экон. наук, доц. Е.П. Ростова,
канд. экон. наук, доц. Л.И. Журова

Окунева, Алла Геннадьевна

О-527 **Оценка и управление стоимостью предприятия:** учебное пособие / *А.Г. Окунева*. – Самара: Издательство Самарского университета, 2023. – 72 с.: ил.

ISBN 978-5-7883-1976-6

В учебном пособии представлено краткое изложение курса по оценке и управлению стоимостью предприятия. В данном пособии рассмотрены теоретические основы курса для формирования понятийного аппарата, составляющего конструкцию оценки бизнеса, изложены основные методы оценки бизнеса и технологии ее осуществления, а также специфика оценки в конкретных целях.

Пособие предназначено для бакалавров, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 Экономика.

Подготовлено на кафедре экономики.

УДК 338.242(075)
ББК У291.9я7

ISBN 978-5-7883-1976-6 © Самарский университет, 2023

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение 5

Глава 1. Введение в оценку бизнеса 7
1.1. История оценочной деятельности в России 7
1.2. Нормативно-правовая база оценочной деятельности в РФ 12
1.3. Общие требования к проведению оценки бизнеса 14

Глава 2. Доходный подход к оценке бизнеса 20
2.1. Положения ФСО № 8 про доходный подход к оценке 20
2.2. Метод дисконтированных денежных потоков 22
2.3. Метод капитализации доходов 23
2.4. Расчет денежных потоков 24
2.5. Расчет ставки дисконтирования и ставки капитализации 26
2.6. Расчет терминальной стоимости по модели Гордона 29
2.7. Заключительные корректировки к стоимости 30
2.8. Расчет стоимости инвестированного и собственного капитала 33
Практические задачи 34

Глава 3. Затратный подход к оценке бизнеса 37
3.1. Положения ФСО № 8 про затратный подход к оценке 37
3.2. Метод чистых активов 38
3.3. Метод ликвидационной стоимости 40
Практические задачи 45

Глава 4. Сравнительный подход к оценке бизнеса 49
4.1. Положения ФСО № 8 про сравнительный подход к оценке 49
4.2. Метод рынка капитала (метод компаний-аналогов) 50

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

4.3. Метод сделок 52
4.4. Расчет мультипликаторов 53
4.5. Расчет стоимости инвестированного и собственного капитала 56
Практические задачи 58

Глава 5. Определение итоговой стоимости бизнеса 60
5.1. Согласование результатов оценки стоимости 60
5.2. Внесение корректировок на контроль 61
5.3. Внесение корректировок на ликвидность 63

Глава 6. Концепция управления стоимостью компании 65

Список литературы 70

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

ВВЕДЕНИЕ

Обсуждаемый в настоящее время процесс перезапуска приватизации, развитие фондового рынка, системы страхования, активность коммерческих банков в выдаче кредитов под залог имущества, развитие ипотечного кредитования, передача имущества в доверительное управление, арендные взаимоотношения, инвестиционные процессы формируют потребность в такой услуге как оценка стоимости предприятия (бизнеса), определение рыночной стоимости капитала фирмы.

Дисциплина «Оценка и управление стоимостью предприятия» является одной из общепрофессиональных дисциплин, обеспечивающих профессиональную подготовку экономиста-финансиста, экономиста-менеджера, коммерсанта.

Целью обучения по дисциплине является формирование теоретических, методических и практических подходов к оценке бизнеса.

Данное учебное пособие позволяет обучающемуся получить и развить познания в методологии оценки имущества в рамках деятельности хозяйствующих субъектов. Наряду с изложением методологии оценки на основе затратного, доходного и рыночного подходов к оценке бизнеса, в пособии раскрыты методики, применение которых позволит получить согласованный итоговый результат оценки.

Пособие содержит иллюстративный материал, который может быть использован как дополнение к конспекту лекций. Рисунки, схемы, алгоритмы, сводные таблицы и другие элементы, представляющие в наглядной форме значительный объем понятий теории и

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

практики оценки стоимости бизнеса и определения рыночной стоимости капитала фирмы, в существенной степени облегчают усвоение дисциплины.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Глава 1. ВВЕДЕНИЕ В ОЦЕНКУ БИЗНЕСА

1.1. История оценочной деятельности в России

История оценки бизнеса в России началась еще в XIX в., когда после отмены крепостного права было принято Положение о губернских и уездных земских учреждениях (1864). Данный документ был призван обосновать базу налогообложения имущества, и главным критерием размера налога стала доходность объекта (доход от вырубки для лесов, урожай для полей и т.д.). При этом в некоторых губерниях, например в Херсонской, была даже предпринята попытка анализа внешних факторов, влияющих на доходность объекта, – учет погодных условий при оценке земли, в частности засухи.

Окончательное законодательное закрепление оценочной деятельности царского времени произошло 4 июня 1894 г., когда министр финансов С.Ю. Витте утвердил инструкцию по разъяснению закона «О переоценке всех видов имущества в 34 губерниях», принятого правительством еще в 1893 г. А 18 января 1899 года был принят закон об оценке.

Затем наступил длительный перерыв и только в 1993 году в новой России появились странные люди… Они знали ответ на вопрос: «Что создает стоимость?» Они утверждали, что стоимость является продуктом сознания, и, в конечном итоге, именно люди создают стоимость, а не дерево, железо, строительный камень или известка. Результатом их работы был отчет, составленный в соответствии с определенными правилами. И назывались они – Оценщики. Представим краткую историю оценочной деятельности в РФ по основным датам:

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

1993 г. – создание Российского общества оценщиков. Обучение оценщиков на курсах Института экономического развития Всемирного банка.

1994-1995 г. – развитие оценочной деятельности в регионах. Обучение оценщиков проводится на краткосрочных курсах повышения квалификации 100 часов на один вид оцениваемого имущества (недвижимость; машины, оборудование и транспортные средства; интеллектуальная собственность, бизнес). По итогам обучения выдается сертификат.

27.11.1996 г. – впервые профессия «Оценщик» упоминается в постановлении Минтруда РФ «Об утверждении квалификационной характеристики по должности «Оценщик (Эксперт по оценке имущества)». Эта дата отмечается как День оценщика.

1996–1997 г. – активное участие оценщиков в обязательной переоценке основных фондов предприятий. В 1998 г. обязательная переоценка прекращена.

29.07.1998 г. – принятие закона «Об оценочной деятельности в РФ». Начало государственного регулирования оценочной деятельности. Субъектами оценочной деятельности признаются, с одной стороны, юридические лица и физические лица (индивидуальные предприниматели), деятельность которых регулируется законом (оценщики), а с другой – потребители их услуг (заказчики).

1.07.2000 г. – срок приведения документов об образовании оценщиков в соответствии с требованиями закона «Об оценочной деятельности в РФ». Обучение оценщиков осуществляется высшими учебными заведениями по программам высшего профессионального образования или профессиональной переподготовки на базе высшего образования, согласованным с Минимущества РФ. По итогам обучения выдается диплом государственного образца. Все оценщики, имеющие сертификаты, заново прошли обучение и получили дипломы.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

2001 г. – начало выдачи федеральных лицензий на осуществление оценочной деятельности Минимущества РФ взамен существовавших с 1998 года региональных лицензий.

6.07.2001 г. – введение Стандартов оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности (постановление Правительства № 519).

2.07.2005 г. – внесены изменения в закон «О лицензировании отдельных видов деятельности». С 1 января 2006 года лицензирование оценочной деятельности отменено. Осуществляется переход к саморегулированию путем создания саморегулируемых организаций (СРО).

27.07.2006 г. принят закон «О внесении изменений в Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 157-ФЗ от 27 июля 2006 года. Лица, имевшие на 30 июня 2006 года лицензии на осуществление оценочной деятельности, вправе осуществлять оценочную деятельность до 1 июля 2007 года.

июнь-август 2007 г. В единый государственный Реестр саморегулируемых организаций оценщиков (СРО) внесены первые СРО.

13.07.2007 г. Саморегулирование отложили ещё на год, до 1 января 2008 года.

сентябрь 2007 г. опубликованы Федеральные стандарты оценки: ФСО-1, ФСО-2, ФСО-3.

1 января 2008 г. Завершен переходный период к саморегулированию. Оценочная деятельность осуществляется только оценщиками – членами СРО.

4 августа 2008 года. Создание Национального Совета по оценочной деятельности.

22 июля 2010 года. Внесены очередные изменения в Федеральный Закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», регламентирующие проведение кадастровой оценки.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

28 декабря 2010 года. Внесены очередные изменения в Федеральный Закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», регламентирующие проведение экспертиз отчетов об оценке, аттестацию оценщиков, разработку Федеральных стандартов оценки.

Направления и содержание очередного этапа развития оценочной деятельности в России определили одобренная I Всероссийским съездом оценщиков 14 марта 2013 г. «Концепция развития оценочной деятельности в Российской Федерации на среднесрочную перспективу 2013–2017 гг.» и принятая Минэкономразвития России «Концепция формирования системы стандартов, правил и требований в сфере оценочной деятельности с учетом международных стандартов оценки» (Распоряжение № 132Р-УА от 16.06.2014). Плановые мероприятия по реализации Концепции отражены в дорожной карте, утвержденной Распоряжением Правительства РФ № 1744-р от 26.09.2013 (ред. от 29.12.2015) «Об утверждении плана мероприятий (“дорожной карты”) “Совершенствование оценочной деятельности”». Их разработка и содержание во многом были определены задачами формирование единого экономического пространства стран – членов Евразийского экономического союза (ЕАЭС), часть которых составляет согласование основных положений директивных и нормативных документов, действующих и разрабатываемых в этих странах.

Важнейшим результатом развития оценочной деятельности в России в период с 2008 г. по 2018 г. является разработка и утверждение основных для унификации и качества оценки различных видов и форм собственности стандартов (ФСО).

В 2022 году издается Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200 «Об утверждении федеральных стандартов оценки и о внесении изменений в некоторые приказы Минэкономразвития России о федеральных стандартах оценки».

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Хронология создания и утверждения стандартов оценки представлена на рисунке 1.



Рис. 1. Хронология стандартов оценки в РФ

В настоящее время под оценочной деятельностью понимается профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной, кадастровой, ликвидационной, инвестиционной или иной предусмотренной федеральными стандартами оценки стоимости.

Субъектами оценочной деятельности признаются физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций оценщиков и застраховавшие свою ответственность.

Оценщик может осуществлять оценочную деятельность самостоятельно, занимаясь частной практикой, а также на основании трудового договора между оценщиком и юридическим лицом.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Оценщик может осуществлять оценочную деятельность по направлениям, указанным в квалификационном аттестате.

К объектам оценки относятся:

– отдельные материальные объекты (вещи);

– совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия);

– право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;

– права требования, обязательства (долги);

– работы, услуги, информация;

– иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

1.2. Нормативно-правовая база оценочной деятельности в РФ

Нормативная правовая база РФ в сфере оценки бизнеса представлена Федеральным законом от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (далее – Закон об оценочной деятельности) и стандартами.

Общими стандартами оценки являются:

– федеральный стандарт оценки «Структура федеральных стандартов оценки и основные понятия, используемые в федеральных стандартах оценки (ФСО I)», утвержденный приказом Минэкономразвития России от 14 апреля 2022 г. № 200 (далее – ФСО I);

– федеральный стандарт оценки «Виды стоимости (ФСО II)», утвержденный приказом Минэкономразвития России от 14 апреля 2022 г. № 200 (далее – ФСО II);

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

– федеральный стандарт оценки «Процесс оценки (ФСО III)», утвержденный приказом Минэкономразвития России от 14 апреля 2022 г. № 200 (далее – ФСО III);

– федеральный стандарт оценки «Задание на оценку (ФСО IV)», утвержденный приказом Минэкономразвития России от 14 апреля 2022 г. № 200 (далее – ФСО IV);

– федеральный стандарт оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)», утвержденный приказом Минэкономразвития России от 14 апреля 2022 г. № 200 (далее – ФСО V);

– федеральный стандарт оценки «Отчет об оценке (ФСО VI)», утвержденный приказом Минэкономразвития России от 14 апреля 2022 г. № 200 (далее – ФСО VI);

– федеральный стандарт оценки «Порядок проведения экспертизы, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения (ФСО № 5)», утвержденный приказом Минэкономразвития России от 4 июля 2011 г. № 328.

До момента принятия специальных стандартов оценки, предусмотренных программой разработки федеральных стандартов оценки и внесения изменений в федеральные стандарты оценки, утвержденной приказом Минэкономразвития России от 30 декабря 2020 г. № 884, приоритет имеют нормы общих стандартов оценки ФСО I – ФСО VI.

Специальные стандарты оценки определяют дополнительные требования к порядку проведения оценки, в том числе для отдельных видов объектов оценки (недвижимости, машин и оборудования, бизнеса, нематериальных активов и интеллектуальной собственности).

Федеральный стандарт оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» утвержден Приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 326 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)» с изменениями на 14.04.2022.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Под бизнесом понимается предпринимательская деятельность организации, направленная на извлечение экономических выгод.

При определении стоимости бизнеса определяется наиболее вероятная расчетная величина, являющаяся денежным выражением экономических выгод от предпринимательской деятельности организации.

Объектами оценки могут выступать акции, паи в паевых фондах производственных кооперативов, доли в уставном (складочном) капитале.

Имущественный комплекс организации или его часть как обособленное имущество действующего бизнеса может являться объектом оценки в соответствии с требованиями настоящего Федерального стандарта.

1.3. Общие требования к проведению оценки бизнеса

Оценщик осуществляет оценку в соответствии с заданием на оценку, являющимся неотъемлемой частью договора на проведение оценки.

Задание на оценку должно содержать следующую информацию:

а) данные об объекте оценки, в частности:

– при оценке акций – количество, категория (тип), номер и дата государственной регистрации выпуска акций;

– при оценке доли в уставном (складочном) капитале организации – размер оцениваемой доли;

– при оценке пая в паевом фонде производственного кооператива – размер оцениваемого пая, количество паев;

– при оценке имущественного комплекса организации – описание его состава;

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

б) полное и сокращенное фирменное наименование организации (включая организационно-правовую форму), акции, паи в паевом фонде, доли в уставном (складочном) капитале, имущественный комплекс которой оцениваются (далее также – организация, ведущая бизнес), а также ее место нахождения, основной государственный регистрационный номер (ОГРН).

Оценка имущественного комплекса или его части осуществляется исходя из предпосылки сохранения деятельности организации, при этом состав имущественного комплекса должен быть точно идентифицирован.

Оценщик анализирует и представляет в отчете об оценке информацию о состоянии и перспективах развития отрасли, в которой функционирует организация, ведущая бизнес, в том числе информацию о положении организации, ведущей бизнес, в отрасли и другие рыночные данные, используемые в последующих расчетах для установления стоимости объекта оценки.

Оценщик анализирует и представляет в отчете об оценке информацию, характеризующую деятельность организации, ведущей бизнес, в соответствии с предполагаемым использованием результатов оценки, в том числе:

а) информацию о создании и развитии бизнеса, условиях функционирования организации, ведущей бизнес;

б) информацию о выпускаемой продукции (товарах) и (или) выполняемых работах, оказываемых услугах, информацию о результатах производственно-хозяйственной деятельности за репрезентативный период (под репрезентативным периодом понимается период, на основе анализа которого возможно сделать вывод о наиболее вероятном характере будущих показателей деятельности организации);

в) финансовую информацию, включая годовую и промежуточную (в случае необходимости) финансовую (бухгалтерскую)

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

отчетность организации, ведущей бизнес, информацию о результатах финансово-хозяйственной деятельности за репрезентативный период;

г) прогнозные данные, включая бюджеты, бизнес-планы и иные внутренние документы организации, ведущей бизнес, устанавливающие прогнозные величины основных показателей, влияющих на стоимость объекта оценки.

Оценщик анализирует и представляет в отчете об оценке информацию об объекте оценки, в том числе:

а) информацию о структуре уставного (складочного) капитала, паевого фонда организации, ведущей бизнес, в частности, при оценке стоимости акций – номинальную стоимость и количество размещенных и голосующих обыкновенных акций, номинальную стоимость и количество голосующих и неголосующих привилегированных акций, при оценке долей в уставном (складочном) капитале – размер уставного капитала, количество и номинальную стоимость долей, при оценке паев в паевых фондах производственных кооперативов – размер паевого фонда, количество паев;

б) информацию о структуре распределения уставного (складочного) капитала, паевого фонда организации, ведущей бизнес, на дату оценки между акционерами, владеющими более 5 процентов акций, членами кооператива или участниками общества с ограниченной ответственностью, товарищами хозяйственного товарищества, участниками хозяйственного партнерства;

в) информацию о правах, предусмотренных учредительными документами организации, ведущей бизнес, в отношении владельцев обыкновенных и привилегированных акций, паев в паевом фонде производственного кооператива, долей в уставном (складочном) капитале;

г) информацию о распределении прибыли организации, ведущей бизнес, в частности, при оценке стоимости акций – о диви-

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

дендной истории (дивидендных выплатах) организации за репрезентативный период, при оценке долей в уставном (складочном) капитале – о размере части прибыли организации, распределяемой между участниками организации;

д) сведения о наличии и условиях корпоративного договора, в случае если такой договор определяет объем правомочий участника акционерного общества, общества с ограниченной ответственностью, отличный от объема правомочий, присущих его доле согласно законодательству.

При проведении оценки используются сравнительный, доходный и затратный подходы. При применении каждого из подходов к оценке используются различные методы оценки. Оценщик может применять методы оценки, не указанные в федеральных стандартах оценки, с целью получения наиболее достоверных результатов оценки.

В процессе оценки оценщик рассматривает возможность применения всех подходов к оценке, в том числе для подтверждения выводов, полученных при применении других подходов. При выборе подходов и методов оценки оценщику необходимо учитывать специфику объекта оценки, цели оценки, вид стоимости, достаточность и достоверность исходной информации, допущения и ограничения оценки. Ни один из подходов и методов оценки не является универсальным, применимым во всех случаях оценки. В то же время оценщик может использовать один подход и метод оценки, если применение данного подхода и метода оценки приводит к наиболее достоверному результату оценки с учетом доступной информации, допущений и ограничений проводимой оценки.

При применении нескольких подходов и методов оценщик использует процедуру согласования их результатов. В случае существенных расхождений результатов подходов и методов оценки

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

оценщик анализирует возможные причины расхождений, устанавливает подходы и методы, позволяющие получить наиболее достоверные результаты с учетом факторов, указанных в пункте 2 настоящего федерального стандарта оценки. Не следует применять среднюю арифметическую величину или иные математические правила взвешивания в случае существенных расхождений промежуточных результатов методов и подходов оценки без такого анализа. В результате анализа оценщик может обоснованно выбрать один из результатов, полученных при использовании методов и подходов, для определения итоговой стоимости объекта оценки.

Итог работы оценщика – отчет об оценке. Отчет об оценке объекта оценки (далее – отчет об оценке) представляет собой документ, содержащий профессиональное суждение оценщика относительно итоговой стоимости объекта оценки, сформулированное на основе собранной информации, проведенного анализа и расчетов в соответствии с заданием на оценку.

При составлении отчета об оценке оценщик должен придерживаться следующих принципов (требований):

1) в отчете об оценке должна быть изложена вся существенная информация, использованная оценщиком при определении стоимости объекта оценки;

2) существенная информация, приведенная в отчете об оценке, должна быть подтверждена путем раскрытия ее источников;

3) отчет должен содержать достаточное количество сведений, позволяющих квалифицированному специалисту, не участвовавшему в процессе оценки объекта оценки, понять логику и объем проведенного оценщиком исследования, убедиться в его соответствии заданию на оценку и достаточности для цели оценки.

Отчет об оценке составляется на бумажном носителе и (или) в электронной форме. Отчет об оценке на бумажном носителе дол-

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

жен быть пронумерован постранично, прошит, подписан оценщиком или оценщиками, которые провели оценку, а также скреплен личной печатью оценщика или оценщиков либо печатью юридического лица, с которым оценщик или оценщики заключили трудовой договор.

Отчет об оценке в форме электронного документа должен быть подписан, в соответствии с законодательством Российской Федерации, усиленной квалифицированной электронной подписью оценщика или оценщиков, которые провели оценку, а также подписью руководителя юридического лица, с которым оценщик или оценщики заключили трудовой договор, или уполномоченным им лицом.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Глава 2. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

2.1. Положения ФСО № 8 про доходный подход к оценке

В рамках доходного подхода оценщик определяет стоимость объекта оценки на основе ожидаемых будущих денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес (в частности, прибыли) (п. 9 ФСО № 8).

При определении стоимости объекта оценки с использованием методов проведения оценки объектов оценки доходного подхода оценщику следует произвести поэтапный анализ и расчеты согласно методологии оценки, в частности:

1. Выбрать метод (методы) проведения оценки объекта оценки, связывающий (связывающие) стоимость объекта оценки и величины будущих денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес:

– расчет может осуществляться через прогнозируемые денежные потоки или иные показатели деятельности, ожидающиеся в расчете на вложения собственников (собственный капитал);

– расчет может осуществляться через прогнозируемые денежные потоки или иные показатели деятельности в расчете на вложения всех инвесторов, связанных на дату проведения оценки с организацией, ведущей бизнес (инвестированный капитал). Стоимость собственного капитала определяется далее путем вычитания из полученной стоимости величины обязательств такой организации (не учтенных ранее при формировании денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес).

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

2. Определить продолжительность периода, на который будет построен прогноз денежных потоков или иных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес (прогнозный период).

Продолжительность прогнозного периода зависит от ожидаемого времени достижения организацией, ведущей бизнес, стабилизации результатов деятельности или ее прекращения. В отчете об оценке должно содержаться обоснование продолжительности периода прогнозирования.

3. На основе анализа информации о деятельности организации, ведущей бизнес, которая велась ранее в течение репрезентативного периода, рассмотреть макроэкономические и отраслевые тенденции и провести прогнозирование денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности такой организации, используемых в расчете согласно выбранному методу проведения оценки объекта оценки.

4. Определить ставку дисконтирования и (или) ставку капитализации, соответствующую выбранному методу проведения оценки объекта оценки.

Расчет ставки капитализации, ставки дисконтирования должен соответствовать выбранному методу проведения оценки объекта оценки и виду денежного потока (или иного потока доходов, использованного в расчетах), а также учитывать особенности построения денежного потока в части его инфляционной (номинальный или реальный денежный поток) и налоговой (доналоговый или посленалоговый денежный поток) составляющих.

5. Если был выбран один из методов проведения оценки объекта оценки, при которых используется дисконтирование, определить постпрогнозную (терминальную) стоимость.

Постпрогнозная (терминальная) стоимость – это ожидаемая величина стоимости на дату окончания прогнозного периода.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

6. Провести расчет стоимости собственного или инвестированного капитала организации, ведущей бизнес, с учетом рыночной стоимости неоперационных активов и обязательств, не использованных ранее при формировании денежных потоков, или иных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес, выбранных в рамках применения доходного подхода.

7. Провести расчет стоимости объекта оценки.

МЕТОДЫ ДОХОДНОГО ПОДХОДА

2.2. Метод дисконтированных денежных потоков

Метод дисконтированных денежных потоков основывается на предпосылке, что стоимость бизнеса (предприятия) равна текущей стоимости будущих денежных потоков, которые будут получены в условиях меняющихся потоков дохода.

В общем виде формула имеет следующий вид (при возникновении денежных потоков в конце периода):

$$C = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_j}{(1+i)^t} + \frac{C_{TERM}}{(1+i)^n}, \qquad (2.2.1)$$

где CV – стоимость бизнеса, ден. ед.;

CF_t – денежный поток t-го периода, ден. ед.;

i – ставка дисконтирования, доли ед./период времени;

n – продолжительность прогнозного периода, периодов времени;

C_{TERM} – терминальная стоимость, ден. ед.

Дисконтный множитель (фактор (коэффициент) дисконтирования) – коэффициент, умножение на который величины денежного потока будущего периода дает его текущую стоимость:

$$d = \frac{1}{(1+i)^t}, \qquad (2.2.2)$$

где d – дисконтный множитель, доли ед.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

В случае, когда период генерации денежных потоков условно бесконечен, его разделяют на:

– прогнозный период – период времени, в течение которого моделируются денежные потоки от объекта оценки. Продолжительность прогнозного периода зависит от ожидаемого времени достижения организацией, ведущей бизнес, стабилизации результатов деятельности или ее прекращения;

– постпрогнозный (терминальный) период – период времени, наступающий после прогнозного периода.

Терминальная стоимость может определяться следующими методами:

– модель Гордона;

– метод предполагаемой продажи – моделируется продажа бизнеса в конце прогнозного периода;

– метод ликвидационной стоимости – моделируется ликвидация бизнеса в конце прогнозного периода.

2.3. Метод капитализации доходов

Метод капитализации доходов основывается на предпосылке, что стоимость бизнеса (предприятия) равна текущей стоимости будущих доходов, которые будут получены в условиях стабильного потока доходов. Метод является частным случаем метода дисконтирования денежных потоков. Применяется в случае, когда денежные потоки бизнеса относительно постоянны, либо изменяются равномерно (общая теория оценки).

Сущность метода:

$$C = \frac{CF}{R}, \qquad (2.3.1)$$

где C – рыночная стоимость объекта оценки, ден. ед.;

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

CF – денежный поток, ден.ед./год (период);

R – общая ставка капитализации, доли ед./год (период).

2.4. Расчет денежных потоков

Основные денежные потоки, применяемые при оценке бизнеса представлены в таблице 2.4.1. В таблице 2.4.2 представлены отдельные элементы денежных потоков с описанием расчета.

Примеры

1. Определить величину денежного потока на инвестированный капитал при следующих входных данных: выручка 700 млн руб., количество проданной продукции 100 ед.; рентабельность по EBIT 25%; амортизация 80 млн руб.; капитальные вложения 100 млн руб.; собственный оборотный капитал на начало периода 120 млн руб.; собственный оборотный капитал на конец периода 80 млн руб.; заемные средства на начало периода 300 млн руб., на конец 450 млн руб.; уплаченные проценты по долгу 30 млн руб.; ставка налога на прибыль 20%; налог на имущество 2%.

Решение: данных по составляющим EBIT нет, но есть рентабельность по EBIT. Рентабельность по EBIT = EBIT/Выручка. Тогда:

– рентабельность по EBIT = 25%, выручка 700 млн руб. → EBIT = 700*25% = 175 млн руб.;

– FCFF = 175 * (1 – 20%) + 80 – 100 – (80 – 120) = 160 млн руб.

2. Определить величину денежного потока на собственный капитал при следующих данных:

Инвестиции в оборотный капитал	*0,4*
Инвестиции в основные средства	*3,2*
Выплата долга	*2,0*
Привлечение нового кредита	*2,4*
Амортизация	*3,5*
Выплата процентов	*5,0*
Чистая прибыль	*7,0*
Ставка налога на прибыль	*20%*

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Решение: FCFE = 7,0 + 3,5 – 3,2 – 0,4 + (2,4 -2) = 7,3.

Таблица 2.4.1. **Денежные потоки, применяемые при оценке бизнеса**

№ п/п	Наименование потока	Синоним	Описание
1	Денежный поток на инвестированный капитал	Денежный поток на фирму, Денежный поток для всего инвестированного капитала, Free cash flows to firm, FCFF	*FCFF = EBIT*(1-Налоговая ставка) + Амортизация – Капитальные затраты – Изменение неденежного оборотного капитала* *FCFF = CFO – Капитальные затраты + Расходы на выплату процентов* (1-налоговая ставка)*
2	Денежный поток на собственный капитал	Free cash flows to equity, FCFE	*FCFE = Чистая прибыль + Амортизация – Капитальные затраты – Изменение неденежного оборотного капитала + (Новый долг – Погашение долга).*
3	Денежный поток от финансовой деятельности	Cash from financing activities, CFF	*CFF = Поток от эмиссии акций – Выкуп акций + Новые займы – Погашения займов – Выплаты дивидендов (упрощенно)*
4	Денежный поток от инвестиционной деятельности	Cash from investing activities, CFI	*CFI = Поток от продажи финансовых активов и ОС – Инвестиции в ОС – Покупка финансовых активов (упрощенно)*
5	Денежный поток от операционной деятельности	Cash from operating activities, CFO	*CFO = чистый денежный поток от операций после уплаты налогов и процентов = Чистая прибыль + Амортизация – Изменение оборотного капитала (упрощенно)*

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Таблица 2.4.2. **Отдельные элементы денежных потоков**

№ п/п	Элемент	Синоним	Описание
1	Чистая операционная прибыль после налогов	Net operating profit after tax, NOPAT	*NOPAT = EBIT*(1-Налог на прибыль)*
2	Прибыль до вычета процентов и налога на прибыль	Earnings before interest and tax, EBIT	*EBIT = Выручка – Себестоимость – – Коммерческие и управленческие расходы*
3	Прибыль до вычета процентов, налога на прибыль и амортизации	Earnings before interest, tax, depreciation and amortization, EBITDA	*EBITDA = EBIT + Амортизация*
4	Чистая прибыль на одну акцию	Earnings per share, EPS	*EPS = (Чистая прибыль – Дивиденды на привилегированные акции) / Средневзвешенное число обыкновенных акций, находившихся в обращении*

2.5. Расчет ставки дисконтирования и ставки капитализации

В оценочной практике наибольшее распространение получили следующие методы расчета ставки дисконтирования: по средневзвешенной стоимости капитала, кумулятивное построение.

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC):

$$WACC = (1-T) \times Dd \times Wd + De \times We, \qquad (2.5.1)$$

где *WACC* – средневзвешенная стоимость капитала, %;

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

T – эффективная ставка налога на прибыль, доли ед.;

Dd – стоимость долга (cost of debt, стоимость привлечения заемных средств), %;

Wd – доля заемных средств, доли ед.;

De – стоимость собственного капитала, %;

We – доля собственных средств, доли ед.

Стоимость собственного капитала (cost of equity) – доходность, которую инвесторы ожидают от инвестиций в собственный капитал.

Стоимость собственного капитала часто определяется по модели ценообразования активов (capital asset pricing model, CAPM):

$$De = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + RiskA + RiskB + RiskC, \quad (2.5.2)$$

где *Rf* – безрисковая ставка, %;

β – коэффициент бета, доли ед.;

Rm – доходность на рыночный портфель, %;

Rm – *Rf* – рыночная премия за риск (Equity risk premium), %;

RiskA – риск, связанный с небольшим размером компании, %;

RiskB – страновой риск, %;

RiskC – специфический риск оцениваемой компании, %.

Безрисковая ставка (Risk free rate) – процентная ставка доходности, которую инвестор может получить на свой капитал, при вложении в наиболее ликвидные активы, характеризующиеся отсутствием или минимальным возможным риском невозвращения вложенных средств.

Коэффициент бета характеризует риск вложения в предприятия соответствующей отрасли. Величина ставки (коэффициента) капитализации определяется с учетом предполагаемого роста (изменения) денежного потока в постпрогнозный период:

$$R = i \mp g, \quad (2.5.3)$$

где R – ставка (коэффициент) капитализации, %;

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

i – ставка дисконтирования, %;

g – темп роста (–) / падения (+) денежного потока в постпрогнозный период, %.

Пример

Определить средневзвешенную стоимость капитала, если известно: стоимость собственного капитала 18%, стоимость долга 12%, ставка налога на прибыль 20%, D/E оцениваемой компании 0,3.

Решение:

$$EV=D+E \rightarrow \frac{EV}{E} = \frac{D+E}{E} = \frac{D}{E} + 1 \rightarrow We = \frac{E}{EV} = \frac{1}{1+\frac{D}{E}} = \frac{1}{1+30\%} =$$

$$=0{,}769 \rightarrow Wd = 1 - 0{,}769 = 0{,}231$$

$$WACC = (1\text{-}20\%) * 12\% * 0{,}231 + 18\% * 0{,}769 =$$

$$= 16{,}0596\% \approx 16{,}1\%.$$

Комментарий:

– безрисковая ставка, ставка налога на имущество, премия за риск вложения в акции – лишние данные.

При отличии D/E оцениваемой компании от целевого / среднерыночного / отраслевого значения в расчетах следует использовать целевое / среднерыночное / отраслевое значение.

Вид ставки дисконтирования и капитализации должен соответствовать виду денежного потока:

– для денежного потока для собственного капитала: модель оценки капитальных активов (CAPM – Capital Asset Pricing Model) и метод кумулятивного построения;

– для денежного потока для всего инвестированного капитала: модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC – Weighted Average Cost of Capital).

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

2.6. Расчет терминальной стоимости по модели Гордона

Модель М.Дж. Гордона (Gordon Growth Model) используется для оценки фирмы, которая находится в устойчивом состоянии. Расчет стоимости основан на капитализации дохода в последний год прогнозного периода или в первый год постпрогнозного периода. Как правило, соблюдается равенство величины капиталовложений и амортизации при построении денежного потока.

Применительно к определению терминальной стоимости (реверсии) модель имеет следующий вид:

$$C_{ТЕРМ} = \frac{CF_{ППП}}{i - g}, \qquad (2.6.1)$$

где $C_{ТЕРМ}$ – терминальная стоимость, ден. ед.;

$CF_{ППП}$ – денежный поток первого года постпрогнозного периода, ден. ед.;

i – ставка дисконтирования, доли ед./период времени;

g – темп роста денежного потока в постпрогнозный период, доли ед./период времени.

Вариация формулы, оперирующая величиной денежного потока предыдущего периода (часто используется для оценки акций):

$$C_{ТЕРМ} = CF_{ППП-1} \times \frac{1+g}{i-g}, \qquad (2.6.2)$$

где $CF_{ППП-1}$ – денежный поток последнего года прогнозного периода, ден. ед.

Темп роста денежного потока в постпрогнозный период отражает средний рост в указанный период, который в большинстве случаев меньше, чем в прогнозном периоде.

Пример

В 2021 году размер дивидендов составил 10 руб. на акцию. Фирма планирует ежегодный прирост дивидендов. Рыночная

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

стоимость одной акции, определенная оценщиком, составляет 230 руб. при ожидаемой ставке дисконтирования в размере 12%. Определить планируемый ежегодный прирост дивидендов.

Решение:

$$C*(i-g) = D*(1+g) \rightarrow 1+g = \frac{C*(i-g)}{D} \rightarrow 1+g = \frac{C*i-C*g}{D}$$

$$\rightarrow 1+g+\frac{C*g}{D} = \frac{C*i}{D} \rightarrow$$

$$\rightarrow g*(1+\frac{C}{D}) = \frac{C*i}{D} - 1 \rightarrow g = \frac{\frac{C*i}{D}-1}{1+\frac{C}{D}} = \frac{\frac{12\%*230}{10}-1}{1+230/10} = \frac{1,76}{24} = 7,33\%.$$

2.7. Заключительные корректировки к стоимости

Приведенная на дату оценки стоимость денежных потоков бизнеса отражает стоимость только той его части, которая состоит из операционных активов (активов, участвующих в генерации прогнозируемых денежных потоков). Для определения стоимости всего бизнеса следует учесть стоимость неоперационных активов, что осуществляется внесением следующих корректировок:

– на чистый долг (если моделируется денежный поток на инвестированный капитал);

– на избыточные активы;

– на непрофильные активы;

– на разницу отложенных налоговых активов и обязательств (ОНА / ОНО);

– на избыток (недостаток) собственного оборотного капитала (СОК).

При оценке части уставного капитала возникает необходимость учета:

– корректировки на ликвидность;

– корректировки (скидки/премии) на контроль.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Корректировка на чистый долг – величина корректировки определяется как разница полученных кредитов и займов, с одной стороны, и суммой денежных средств, с другой.

Корректировка на избыточные активы. Избыточными называются активы, которые предназначены для осуществления основной деятельности предприятия, однако по какой-либо причине не задействованы:

– пашни и пастбища у с/х предприятия;

– автотранспорт, морские суда в компании-грузоперевозчике;

– офисные помещения у управляющей компании на рынке недвижимости.

Корректировка на непрофильные активы. Непрофильными называются активы, которые не предназначены для осуществления основной деятельности предприятия, например:

– базы отдыха и объекты социально-бытового назначения, принадлежащие производственным предприятиям;

– долгосрочные финансовые вложения в уставной капитал дочерних предприятий.

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

Корректировка на избыток (недостаток) СОК – корректировка позволяет учесть избыток (недостаток) фактического СОК относительно требуемой (прогнозной) величины.

Корректировка на ликвидность (скидка на недостаток ликвидности, Discount for the lack of liquidity) – величина, на которую уменьшается стоимость для отражения недостаточной ликвидности объекта оценки. Характеризует различие в ликвидности 100% уставного капитала и объекта оценки.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Корректировка на контроль:

– премия за контроль (Control premium) – стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций;

– скидка за неконтрольный характер пакета (DLOC) – стоимостное выражение потери полезности, связанное с владением неконтрольного пакета акций.

$$DLOC = 1 - \frac{1}{1 + \Delta_K}, \qquad (2.7.1)$$

где *DLOC* – скидка за неконтрольный характер пакета, доли ед.;

Δ_K – премия на контроль, доли ед.

Величины корректировок на контроль и ликвидность существенно зависят от рыночной конъюнктуры на дату оценки и характеристики соответствующего предприятия (например, от структуры уставного капитала) – могут существенно отличаться от усредненных статистических данных.

Необходимость учета корректировок на избыточные, непрофильные активы, на разницу ОНА / ОНО, избыток (недостаток) СОК зависит от того, как были смоделированы денежные потоки. Например, избыток (недостаток) СОК может быть учтен на этапе моделирования денежных потоков в виде составной части денежного первого прогнозного периода с соответствующим знаком. Повторный учет избытка (недостатка) СОК в виде итоговой корректировки приведет к искажению результатов расчета.

При учете отложенных налоговых активов необходимо учитывать вероятность и полноту их использования. Например, при величине отложенных налоговых активов в размере 100 млн руб. и прогнозной прибыли до налогообложения на уровне 10 млн руб. в год использование (зачет) отложенных налоговых активов будет

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

происходить в течение длительного промежутка времени, что, как минимум, требует учета через модель дисконтирования.

2.8. Расчет стоимости инвестированного и собственного капитала

Рыночная стоимость инвестированного капитала (Business enterprise value) в общем виде:

$$C_{ИК} = C_{СК} + C_{ЧД}, \qquad (2.8.1)$$

где $C_{ИК}$ – стоимость инвестированного капитала, ден. ед.;

$C_{СК}$ – стоимость собственного капитала, ден. ед.;

$C_{ЧД}$ – стоимость чистого долга, ден. ед.

Рыночная стоимость инвестированного капитала в методе дисконтирования денежных потоков:

$$C_{ИК} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFF}{(1+WACC)^t}, \qquad (2.8.2)$$

где $FCFF$ – денежный поток на инвестированный капитал, ден. ед.;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала, доли ед.

Рыночная стоимость инвестированного капитала в модели постоянного роста (капитализация):

$$C_{ИК} = \frac{FCFF}{WACC - g}, \qquad (2.8.3)$$

где $FCFF$ – денежный поток на инвестированный капитал, ден. ед.;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала, доли ед.;

g – темп роста денежного потока в постпрогнозный период, %.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Рыночная стоимость собственного капитала (Equity value) в общем виде:

$$C_{СК} = C_{ИК} - C_{ЧД}, \qquad (2.8.4)$$

где $C_{СК}$ – стоимость собственного капитала, ден. ед.;

$C_{ИК}$ – стоимость инвестированного капитала, ден. ед.;

$C_{ЧД}$ – стоимость чистого долга, ден. ед.;

Рыночная стоимость собственного капитала в методе дисконтирования денежных потоков:

$$C_{ИК} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFE}{(1+i_{СК})^t}, \qquad (2.8.5)$$

где $FCFE$ – денежный поток на собственный инвестированный капитал, ден. ед.;

$i_{СК}$ – стоимость собственного капитала, доли ед.;

Рыночная стоимость собственного капитала в модели постоянного роста (капитализация):

$$C_{ИК} = \frac{FCFE}{i_{СК} - g}, \qquad (2.8.6)$$

где $FCFE$ – денежный поток на собственный капитал, ден. ед.;

$i_{СК}$ – стоимость собственного капитала, доли ед.;

g – темп роста денежного потока в постпрогнозный период, %.

Практические задачи

1. Рассчитайте стоимость собственного капитала компании, которая осуществляет основную операционную деятельность в России. Компания относится к группе компаний с микрокапитализацией. Известно, что:

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

– доходность государственных долгосрочных облигаций России 9%;

– коэффициент бета 1,2;

– рыночная премия 7%;

– премия за страновой риск 3%;

– премия за размер компании 4% (для микрокапитализации).

2. В договоре аренды бутика ТЦ на 2017–2020 гг. установлена ставка аренды 10 млн руб./год. В 2021 г. ставка аренды повышается до 14 млн руб./год (рядом с торговым центром открывается станция метро). Какова приведенная стоимость всех арендных платежей на 01.01.2017, если ставка дисконта принята на уровне 14%, инфляция и срок жизни ТЦ игнорируются и дальнейшее повышение ставки аренды не планируется? Все платежи производятся в конце года.

3. Рассчитать EBITDA первого прогнозного периода. Выручка от реализации продукции 500 млн руб. Себестоимость реализованной продукции без учета амортизации 350 млн руб. Управленческие расходы 100 млн руб. Доход от реализации основных средств 30 млн руб. Амортизация 34 млн руб. Расходы на обслуживание долга 10 млн руб. Дополнительно менеджмент компании уточнил: выручка включает 50 млн руб. реализации продукции сервисного подразделения, которое продано на дату оценки. Рентабельность деятельности не отличалась от остальной компании. Управленческие расходы включают в себя 5 млн руб. расходов на судебный иск по нарушению авторских прав по патенту компании. Компания не предвидит в будущем дополнительных расходов по данному иску. Продажа сервисного подразделения не повлияла на данный вид расходов. Доход от реализации ОС был получен по активу остаточным сроком службы 5 лет, остаточной балансовой стоимостью 20 млн. руб. Инфляция составит 5%.

4. В 2015 году дивиденды составили 107 тыс. руб. (в 2014 г. 100 тыс. руб., в 2013 г. 93,45 тыс. руб.), фирма планирует ежегод-

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

ный прирост дивидендов на уровне уже сложившегося в ретроспективном периоде. Определить стоимость 1 акции, если общее количество акций составляет 10 тыс. ед., а коэффициент капитализации для оцениваемых акций составляет 12%, если дата оценки:

1) прошлый год;

2) прогнозный год.

5. Оцениваемое предприятие владеет неконвертируемыми привилегированными акциями компании «Эльбрус» номиналом 1 000 руб., по которым ежегодно начисляется и выплачивается дивиденд в размере 10% от номинала. Необходимо определить рыночную стоимость 1 привилегированной акции при условии, что требуемая доходность инвесторов по аналогичным инструментам составляет 8%, а ожидаемый стабильный темп роста денежных потоков компании «Эльбрус» в долгосрочном периоде составляет 3%.

6. Рассчитайте стоимость облигации номиналом 100 руб., выпущенной на 5 лет с ежегодным купоном в 5%, выплачиваемым в конце года, и погашением в конце периода (через 5 лет) при рыночной ставке доходности 7% годовых.

7. Чистый доход, ежегодно получаемый в результате функционирования бизнеса, прогнозируется на уровне 100 тыс. ед. Ипотечная постоянная 13%. Доля собственного капитала 30%. Определите стоимость бизнеса, если требуемая инвестором – предполагаемым покупателем бизнеса – ставка дохода с учетом возврата собственных средств 15%.

8. Инвестор рассматривает вариант приобретения бизнеса автостоянки. Предполагается получение чистого дохода в процессе ее эксплуатации в размере 530 ед. в год в течение пяти лет, после чего бизнес будет продан за 5 000 ед. Ставка дохода 12%. Рассчитайте возможную стоимость приобретения бизнеса.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Глава 3. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

3.1. Положения ФСО № 8 про затратный подход к оценке

В рамках затратного подхода оценщик определяет стоимость объекта оценки на основе стоимости принадлежащих организации, ведущей бизнес, активов и принятых обязательств.

Применение затратного подхода носит ограниченный характер и данный подход, как правило, применяется, когда прибыль и (или) денежный поток не могут быть достоверно определены, но при этом доступна достоверная информация об активах и обязательствах организации, ведущей бизнес.

При использовании затратного подхода конкретный метод проведения оценки объекта оценки применяется с учетом ожиданий относительно перспектив деятельности организации (как действующая или как ликвидируемая).

В случае наличия предпосылки ликвидации организации, ведущей бизнес, стоимость объекта оценки определяется как чистая выручка, получаемая после реализации активов такой организации с учетом погашения имеющейся задолженности и затрат, связанных с реализацией активов и прекращением деятельности организации, ведущей бизнес.

При определении стоимости объекта оценки с использованием методов проведения оценки объекта оценки затратного подхода оценщику следует произвести поэтапный анализ и расчеты согласно методологии оценки, в т.ч.:

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

1) изучить и представить в отчете состав активов и обязательств организации, ведущей бизнес;

2) выявить специализированные и неспециализированные активы организации, ведущей бизнес.

Специализированным активом признается актив, который не может быть продан на рынке отдельно от всего бизнеса, частью которого он является, в силу уникальности, обусловленной специализированным характером, назначением, конструкцией, конфигурацией, составом, размером, местоположением и другими свойствами актива. Оценщику необходимо проанализировать специализированные активы на предмет наличия у них признаков экономического устаревания:

1) рассчитать стоимость активов и обязательств, а также, в случае необходимости, дополнительные корректировки в соответствии с принятой методологией их расчета;

2) провести расчет стоимости объекта оценки.

МЕТОДЫ ЗАТРАТНОГО ПОДХОДА

3.2. Метод чистых активов

В рамках метода чистых активов стоимость бизнеса определяется как разница между величиной стоимости активов и обязательств.

При определении рыночной стоимости используется метод скорректированных чистых активов, подразумевающий переоценку активов и обязательств предприятия по рыночной стоимости:

$$C = \sum A - \sum O, \qquad (3.2.1)$$

где C – рыночная стоимость бизнеса, ден. ед.;

$\sum A$ – сумма рыночных стоимостей активов, ден. ед.;

$\sum O$ – сумма рыночных стоимостей обязательств, ден. ед.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Рыночная стоимость бизнеса определяется рыночной стоимости всех активов, которые участвуют в формировании его полезности, в т.ч. неучтенных на балансе.

Как правило, в качестве неучтенных активов чаще всего встречаются нематериальные активы (например, деловая репутация, бренд, торговая марка, безвозмездно используемые активы, портфель заказов), а также активы, учтенные на забалансовых счетах. Выявление неучтенных активов предприятия является крайне сложной задачей, решить которую оценщик самостоятельно, как правило, не может. На практике задача обычно решается запросом у менеджмента предприятия справки с информацией о наличии и характеристиках неучтенных активов.

Пример

Оценить рыночную стоимость 29%-ого пакета акций ПАО методом скорректированных чистых активов. Имущественный комплекс предприятия характеризуется следующими данными:

– *балансовая стоимость нематериальных активов 10 тыс. руб.;*

– *рыночная стоимость нематериальных активов 12,5 тыс. руб.;*

– *балансовая стоимость основных средств 82 тыс. руб.;*

– *рыночная стоимость основных средств 95,5 тыс. руб.;*

– *балансовая стоимость незавершенного строительства 50 тыс. руб.;*

– *рыночная стоимость незавершенного строительства 80,5 тыс. руб.;*

– *рыночная стоимость долгосрочных финансовых вложений 140 тыс. руб.;*

– *рыночная стоимость краткосрочных финансовых вложений 10 тыс. руб., в т.ч. стоимость купленных акций 3 тыс. руб.;*

– *размер уставного капитала 250 тыс. руб.;*

– *долгосрочные пассивы 10 тыс. руб.;*

– *кредиторская задолженность 30 тыс. руб.;*

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

– *резервы предстоящих расходов 8 тыс. руб.*

Решение:

– рыночная стоимость активов = 12,5 + 95,5 + 80,5 + 140 + + 10 = 338,5 тыс. руб.;

– рыночная стоимость обязательств = 10+30 = 40 тыс. руб.;

– рыночная стоимость собственного капитала = 338,5 – 40 = = 298,5 тыс. руб.;

– рыночная стоимость 29%-ого пакета акций = 29%*298,5 = = 86,6 тыс. руб.

3.3. Метод ликвидационной стоимости

Метод ликвидационной стоимости (метод плановой ликвидации) применяется в случае наличия предпосылки ликвидации организации, ведущей бизнес.

Стоимость объекта оценки определяется как чистая выручка, получаемая после реализации активов такой организации с учетом погашения имеющейся задолженности и затрат, связанных с реализацией активов и прекращением деятельности организации, ведущей бизнес.

$$C = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_A - C_O}{(1+i)^t}, \qquad (3.3.1)$$

где C – рыночная стоимость бизнеса, ден. ед.;

C_A – сумма рыночных стоимостей активов, ден. ед.;

C_O – сумма рыночных стоимостей обязательств, ден. ед.;

i – ставка дисконтирования, доли ед./период времени;

t – интервал времени с даты оценки до даты реализации актива или погашения обязательства.

Рассмотрим алгоритм оценки ликвидационной стоимости:

1. Берется последний балансовый отчет.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

2. Разрабатывается календарный график ликвидации активов, так как продажа различных видов активов предприятия требует различных временных периодов.

3. Определяется валовая выручка от ликвидации активов.

4. Оценочная стоимость активов уменьшается на величину прямых затрат. К прямым затратам, связанным с ликвидацией предприятия, относятся комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы, которые платятся при продаже. С учетом календарного графика ликвидации на дату оценки по ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск.

5. Ликвидационная стоимость активов уменьшается на расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, сохранения оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до его ликвидации.

6. Прибавляется (или вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода.

7. Вычитаются преимущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами.

Ликвидационную стоимость предприятия определим по схеме:

Ликвидационная стоимость предприятия =
=Валовая выручка от ликвидации активов –
– Затраты на ликвидацию – Сумма выходных пособий
и выплат работникам – Кредиторская задолженность

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Пример

Определите ликвидационную стоимость предприятия (бизнеса) на основе следующих данных.

Балансовая стоимость активов и пассивов предприятия:

- *Денежные средства = 150 000.*
- *Дебиторская задолженность = 300 000.*
- *Товарно-материальные запасы = 700 000.*
- *Основные средства = 2 400 000.*
- *Всего активы = 3 550 000.*
- *Текущие обязательства = 800 000.*
- *Долгосрочная задолженность = 850 000.*
- *Собственный капитал = 1 900 000.*

Ликвидация активов компании и погашение ее задолженностей займет 1,5 года. Оборудование будет продано через 8 месяцев, недвижимость через 10 месяцев, товарно-материальные запасы, готовая продукция и незавершенное производство – через 1 месяц. Производственная деятельность компании прекращена.

В ходе аналитической работы оценщик сделал следующие выводы:

- *20% дебиторской задолженности не будет собрано;*
- *25% готовой продукции, общая стоимость которой 300 000 руб., являются неликвидными;*
- *затраты при транспортировке сырья, стоимость которого равна 200 000 руб., снизят стоимость последнего на 10%;*
- *при продаже недвижимости прямые затраты составят 10% от оценочной стоимости, равной 1 050 400 руб.;*
- *при продаже машин и оборудования прямые затраты составят 20% от оценочной стоимости, равной 1 000 000 руб.;*
- *затраты, связанные с содержанием активов до ликвидации, составят: по товарно-материальным запасам – 2000 руб. в месяц; по оборудованию – 2500 рублей в месяц; по недвижимости – 3200 рублей в месяц;*

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

– управленческие расходы на ликвидацию компании – 1300 руб./мес.

Выходные пособия и выплаты работникам будут произведены в размере 200% от средней заработной платы. Средняя заработная плата на предприятии 20 000 руб. Ставка дисконтирования – 15%.

Решение:

Календарный график ликвидации активов (срок ликвидации):

– Ликвидация активов предприятия и погашение задолженности – 18 мес.

– Оборудование – 8 мес.

– Недвижимость – 10 мес.

– ТМЗ, готовая продукция и незавершенное производство – 1 мес.

Принимать в расчет при расчете стоимости ликвидируемого предприятия можно только активы, которые можно реализовать. Следовательно, малоликвидные активы, которые продать вообще проблематично и которые оценены лишь по их условной восстановительной стоимости, а также неликвидные активы, которые вообще за срок ликвидации предприятия реализовать невозможно, не следует в данном случае принимать в расчет.

Произведем корректировку балансовой стоимости активов:

Денежные средства = 150 000 – 0% = 150 000

Дебиторская задолженность = 300 000 – 20% = 240 000

Готовая продукция = 300 000 – 25% = 225 000

Сырье = 200 000 – 10% = 180 000

Прочие ТМЗ = 200 000 – 0% = 200 000

Недвижимость = 1 050 400 – 10% = 945 360

Машины и оборудование = 1 000 000 – 20% = 800 000

Прочие основные средства = 349 600 – 0% = 349 600

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Определим валовую ликвидационную стоимость активов предприятия с учетом графика ликвидации и ставки дисконтирования по формуле:

$$PV = FV * 1/(1+i/m)^n,$$

где PV – ликвидационная стоимость актива;

FV – скорректированная балансовая стоимость;

i – ставка дисконтирования;

m – 12 месяцев;

n – срок ликвидации, количество месяцев;

PV «Денежных средств» = 150 000 (не подлежит дисконтированию);

PV «Дебиторской задолженности» = 240000/(1+0,15/12)^18 = = 191911;

PV «Готовой продукции» = 225000/(1+0,15/12)^1 = 222 222;

PV «Сырья» = 180000/(1+0,15/12)^1 = 177 778;

PV «Прочих ТМЗ» = 200000/(1+0,15/12)^1 = 197 531;

PV «Недвижимости» = 945360/(1+0,15/12)^10 = 834 924;

PV «Машин и оборудования» = 800000/(1+0,15/12)^8 = = 724 319;

PV «Прочих ОС» = 349600/(1+0,15/12)^18 = 279 551;

Таким образом валовая выручка от ликвидации активов = 2 778 236 руб.

Определим валовую стоимость затрат на ликвидацию с учетом графика ликвидации и ставки дисконта по формуле:

$$PV = PMT * [(1- 1/(1+i/m)^n)/i/m],$$

где PV – стоимость затрат на ликвидацию;

PMT – сумма затрат на ликвидацию;

i – ставка дисконтирования;

m – 12 месяцев;

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

n – срок ликвидации, количество месяцев;

PV «ТМЗ» = 2000(1- 1/(1+0,15/12)^1)/0,15/12 = 1975;

PV «Оборудования» = 2500(1- 1/(1+0,15/12)^8)/0,15/12 = 18920;

PV «Недвижимости» = 3200(1- 1/(1+0,15/12)^10)/0,15/12 = 29906;

PV «Управленческие расходы» = 3200(1 – 1/(1+0,15/12)^18)/ /0,15/12 = 20838;

Таким образом, итоговые затраты на ликвидацию составили 71639 руб.

Сумма выходных пособий и выплат работникам: 20000*200% = 40000 руб.

Кредиторская задолженность = 800000+850000 = 1650000.

Определим ликвидационную стоимость предприятия:

Ликвидационная стоимость предприятия (ЛС) =
=Валовая выручка от ликвидации активов –
– Затраты на ликвидацию – Сумма выходных пособий и выплат работникам – Кредиторская задолженность

ЛС предприятия = 2778236 – 71639 – 40000 – 1650000 = = 1016597

Вывод: ликвидационная стоимость предприятия составила 1 016 597 рублей.

Практические задачи

1. Рассчитайте стоимость собственного капитала Компании методом чистых активов, основываясь на приведенных ниже данных:

Балансовая стоимость на дату оценки:

- Основные средства 100.
- Нематериальные активы 10.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

– Дебиторская задолженность 50.
– Денежные средства 3.
– Краткосрочные обязательства 60.
– Долгосрочные обязательства 70.

Корректировка, сделанная оценщиком:

– Основные средства увеличены на 30%.
– Нематериальные активы увеличены на 40%.
– Дебиторская задолженность уменьшена на 10%.
– Долгосрочные обязательства уменьшены на 10%.

2. Определите стоимость 100%-ой доли общества с ограниченной ответственностью методом скорректированных чистых активов, если известно, что имущественный комплекс предприятия характеризуется следующими данными:

– рыночная стоимость нематериальных активов 120 500 руб.;
– рыночная стоимость основных средств 82 000 руб., в том числе здание 50 000 руб., права на земельный участок 32 000 руб.;
– балансовая стоимость незавершенного строительства 50 000 руб.;
– рыночная стоимость незавершенного строительства 80 500 руб.;
– рыночная стоимость долгосрочных финансовых вложений 140 000 руб.;
– балансовая стоимость дебиторской задолженности 200 000 руб., в том числе, а) задолженность на сумму 25 000 руб. признается юристами общества безнадежной к взысканию, б) задолженность участников общества составляет 20 000 руб.;
– величина денежных средств 30 000 руб.;
– размер собственного капитала общества 200 000 руб.;

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

– долгосрочные пассивы составляют 100 000 руб., в том числе 50 000 руб. отложенные налоговые обязательства;

– кредиторская задолженность составляет 30 000 руб.;

– резервы предстоящих расходов составляют 5 000 руб.;

– прочие краткосрочные обязательства 1 000 руб.

Также известно, что дефицит собственного оборотного капитала общества составляет 100 000 руб., а величина законсервированных активов составляет 13 000 руб.

3. Оцените стоимость предприятия методом чистых активов исходя из данных таблицы и следующей информации: в результате проведенной оценки выявлено, что рыночная стоимость нематериальных активов превышает их балансовую стоимость в 2,3 раза; основных средств – в 1,5 раза. 20% запасов устарели и могут быть реализованы за 50% их стоимости. Безнадежная к погашению задолженность составляет 10% дебиторской задолженности.

Наименование актива	Значение показателя	Наименование пассива	Значение показателя
Нематериальные активы	20	Уставный капитал	4000
Основные средства	9000	Резервный капитал	1000
Запасы	700	Нераспределенная прибыль	800
Дебиторская задолженность	1300	Краткосрочные займы и кредиты	1200
Денежные средства	250	Кредиторская задолженность	4270
Баланс	11270	Баланс	11270

4. Рыночная стоимость обязательств ОАО «Сила» составляет 4748,5 тыс. руб. Оценить ликвидационную стоимость предприятия на основании данных таблицы, если ставка дисконтирования 40%.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Элементы актива	Рыночная стоимость, тыс. руб.	Условия реализации		
		Цена, тыс. руб.	Срок, мес.	Комиссионные, %
Здания	4200	4200	6	5
Оборудование	3720	2100	3	7
Долгосрочные финансовые вложения	1270	1270	1	2
Прочее	510	340	2	10
Запасы ТМЦ	1860	1200	2	5
Незавершенное производство	600	400	4	5
Дебиторская задолженность <12 мес.	1260	1100	1	3
Краткосрочные финансовые вложения	70	70	1	2
Денежные средства	130	130		
Прочие оборотные активы	390	210	2	10

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Глава 4. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

4.1. Положения ФСО № 8 про сравнительный подход к оценке

В рамках сравнительного подхода оценщик определяет стоимость акций, паев, долей в уставном (складочном) капитале, имущественного комплекса на основе информации о ценах сделок с акциями, паями, долями в уставном (складочном) капитале, имущественными комплексами организаций-аналогов с учетом сравнения финансовых и производственных показателей деятельности организаций-аналогов и соответствующих показателей организации, ведущей бизнес, а также на основе ценовой информации о предыдущих сделках с акциями, паями, долями в уставном (складочном) капитале, имущественным комплексом организации, ведущей бизнес.

Организацией-аналогом признается:

– организация, осуществляющая деятельность в той же отрасли, что и организация, ведущая бизнес;

– организация, сходная с организацией, бизнес которой оценивается, с точки зрения количественных и качественных характеристик, влияющих на стоимость объекта оценки.

При определении стоимости объекта оценки с использованием методов проведения оценки объекта оценки сравнительного подхода оценщику следует произвести поэтапный анализ и расчеты согласно методологии оценки, в частности:

1. Рассмотреть положение организации, ведущей бизнес, в отрасли и составить список организаций-аналогов.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

2. Выбрать мультипликаторы (коэффициенты, отражающие соотношение между ценой и показателями деятельности организации), которые будут использованы для расчета стоимости объекта оценки. Выбор мультипликаторов должен быть обоснован.

3. Провести расчет базы (100% собственного капитала или 100% инвестированного капитала) для определения мультипликаторов по организациям-аналогам с учетом необходимых корректировок.

4. Рассчитать значения мультипликаторов на основе информации по организациям-аналогам. Если расчет производится на основе информации по двум и более организациям-аналогам, оценщик должен провести обоснованное согласование полученных результатов расчета.

5. Провести расчет стоимости собственного или инвестированного капитала организации, ведущей бизнес, путем умножения мультипликатора на соответствующий финансовый или производственный показатель организации, ведущей бизнес. Если расчет производится с использованием более чем одного мультипликатора, оценщик должен провести обоснованное согласование полученных результатов расчета.

6. В случае наличия информации о ценах сделок с акциями, паями, долями в уставном (складочном) капитале организации, ведущей бизнес, оценщик может произвести расчет на основе указанной информации без учета мультипликаторов.

При оценке акций в рамках сравнительного подхода помимо информации о ценах сделок может быть использована информация о котировках акций организации, ведущей бизнес, и организаций-аналогов.

Оценщик при применении сравнительного подхода также может применять математические и иные методы моделирования стоимости. Выбор моделей для определения стоимости осуществляется оценщиком и должен быть обоснован.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

МЕТОДЫ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА

4.2. Метод рынка капитала (метод компаний-аналогов)

Метод рынка капитала основан на информации о ценах акций аналогичных компаний открытого типа на мировых фондовых рынках. Метод является частным случаем метода сделок. В чистом виде используется для оценки миноритарных пакетов акций.

Укрупненный алгоритм метода рынка капитала:

- сбор информации по оцениваемой компании;
- сбор информации по компаниям-аналогам;
- расчет оценочных мультипликаторов;
- применение корректировок к итоговой стоимости.

Сбор информации по оцениваемой компании – анализируется финансовая отчетность оцениваемой компании за репрезентативный период. Длительность в каждом конкретном случае определяется индивидуально, но общее требование – он должен охватывать такой период деятельности предприятия, чтобы можно было выявить существующие в его развитии закономерности и тенденции, сформировавшиеся на дату оценки. Как правило, продолжительность анализируемого периода составляет от 2 до 5 лет.

При необходимости анализируемая отчетность должна быть трансформирована и нормализована.

Сбор информации по компаниям-аналогам – необходимо собрать информацию, позволяющую выполнить их сравнение с оцениваемым предприятием.

Отбор предприятий для сравнения производят по следующим основным критериям:

- принадлежность к отрасли (сфере деятельности);
- вид и класс выпускаемой продукции, выполняемых работ или оказываемых услуг;
- характеристика основных контрагентов;

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

– стадия развития компаний;
– географические факторы;
– размеры предприятий;
– стратегия их деятельности и перспективы развития;
– финансовые характеристики.

Важная составляющая часть оценки по данному методу – анализ финансового состояния предприятий и сопоставление полученных результатов с оцениваемым предприятием.

Применение корректировок к итоговой стоимости – величина стоимости, полученная на основе мультипликаторов, должна быть откорректирована для учета специфики оцениваемого предприятия, которая не была отражена в использованных мультипликаторах, например:

– если были применены доходные (интервальные) мультипликаторы, рассчитанные на базе показателей финансовых результатов (выручки от реализации продукции, показателей прибыли) или показателей денежного потока, то необходима корректировка, учитывающая стоимость активов, не участвующих в генерации денежных потоков, отраженных в финансовых результатах (например, прибавление стоимости избыточных и непрофильных активов).

– если объектом оценки является мажоритарный пакет, то необходимо учесть премию на контроль.

4.3. Метод сделок

Метод сделок (метод сравнимых сделок) основан на информации о продажах пакетов акций или компании целиком (слияния/присоединения). Метод дает оценку рассматриваемого предприятия глазами его нового хозяина с учетом «премии за кон-

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

троль», которая содержится в цене одной акции, если она приобретается в составе крупной доли предприятия.

Принципиальным отличием от метода рынка капитала является то, что мультипликаторы рассчитываются на основе цен сделок с контрольными пакетами акций. Вследствие того, что количество сделок с контрольными пакетами акций незначительно, метод сделок применяется реже метода рынка капитала, а объемы используемых выборок рыночных данных – обычно меньше.

Расчет стоимости бизнеса осуществляется по следующей формуле:

$$C = П \times m, \qquad (4.3.1)$$

где $П$ – показатель деятельности оцениваемого предприятия, ед. изм. зависит от вида показателя (например, ден. ед., натуральные ед.);

m – мультипликатор, ед. изм. зависит от ед. изм. показателя деятельности.

При использовании нескольких мультипликаторов результаты, полученные по каждому из них, согласовываются.

4.4. Расчет мультипликаторов

Мультипликатор – коэффициент, отражающий соотношение между ценой и показателями деятельности организации.

В общем виде величина мультипликатора определяется следующим образом:

$$m = \frac{C}{П}, \qquad (4.4.1)$$

где m – мультипликатор, ед. изм. зависит от ед. изм. показателя деятельности;

C – рыночная цена (стоимость, капитализация) предприятия (собственный или инвестированный капитал) или цена акции, ден. ед.;

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

П – показатель деятельности, ед. изм. зависит от вида показателя (например, ден. ед., натуральные ед.).

Виды мультипликаторов:

– моментные (балансовые) мультипликаторы – показатель деятельности характеризует состояние на конкретную дату (например, цена / балансовая стоимость собственного капитала, цена / количество абонентов);

– интервальные (доходные) мультипликаторы – показатель характеризует результаты за некоторый период времени (например, цена / выручка, цена / чистая прибыль);

– финансовые мультипликаторы – показатель характеризует финансовые результаты деятельности организации (например, цена / чистая прибыль, цена / чистая прибыль);

– натуральные мультипликаторы – показатель характеризует нефинансовые результаты деятельности организации (например, цена / количество абонентов, цена / генерируемая мощность).

В оценочной практике наиболее часто применяются мультипликаторы, представленные в таблице 4.4.1. В таблице 4.4.2 приведены названия и обозначения понятий и оценочных мультипликаторов.

Таблице 4.4.1. **Наиболее часто применяемые мультипликаторы**

№ п/п	Условное обозначение	Расшифровка	Вид мультипликатора			
			моментн.	интерв.	фин.	натур.
1	2	3	4	5	6	7
1	EV/Sales	рыночная стоимости инвестированного капитала / выручка		+	+	
2	EV/EBITDA	стоимость бизнеса / прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации		+	+	

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Окончание табл. 4.4.1

1	2	3	4	5	6	7
3	P/BV	рыночная стоимость собственного капитала / балансовая стоимость собственного капитала, цена / балансовая стоимость собственного капитала	+		+	
4	P/E	рыночная стоимость собственного капитала / чистая прибыль, цена / чистая прибыль		+	+	
5	EV/Объемы запасов	рыночная стоимость бизнеса / объем запасов в натуральном выражении	+			+
6	EV / количество абонентов	рыночная стоимость бизнеса / количество абонентов (клиентов)	+			+
7	EV / генерируемая мощность	рыночная стоимость бизнеса / генерируемая мощность	+			+

Таблице 4.4.2. **Названия и обозначения понятий и оценочных мультипликаторов**

Английская аббревиатура	**Английский термин**	**Русский термин**
1	2	3
BV	Book value (полный вариант – Book value of equity)	Балансовая стоимость (полный вариант – Book value of equity)
DIV	Dividends	Дивиденды
E	Earnings	Чистая прибыль

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Окончание табл. 4.4.2

1	2	3
EBIT	Earnings before interest and tax	Прибыль до уплаты процентов и налогов
EBITDA	Earnings before interest, tax and depreciation	Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации
EV	Enterprise value	Стоимость бизнеса
P	Price	Цена
S	Sales	Выручка
P / BV	Price / Book value	Цена / Балансовая стоимость чистых активов
P / DIV	Price / Dividends	Цена / Дивиденды
P / E	Price / Earnings	Цена / Чистая прибыль
EV / BVA	Enterprise value / Book value of assets	Стоимость бизнеса / Балансовая стоимость активов
EV / EBIT	Enterprise value / Earnings before interest and tax	Стоимость бизнеса / Прибыль до уплаты процентов и налогов
EV / EBITDA	Enterprise value / Earnings before interest, tax and depreciation	Стоимость бизнеса / Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации
EV / S	Enterprise value / Sales	Стоимость бизнеса / Выручка
P / S	Price/ Sales	Цена / Выручка

4.5. Расчет стоимости инвестированного и собственного капитала

Конкретный вид расчета зависит от:

- используемого метода;
- мультипликатора;

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

– искомой величины (собственный или инвестированный капитал).

Следует помнить, метод рынка капитала дает результат на уровне неконтроля, а в методе сделок – на уровне контроля.

При определении стоимости бизнеса на основе данных российской системы бухгалтерского учета использование мультипликаторов, основанных на балансовых значениях показателей (например, рыночная стоимость бизнеса / балансовая стоимость чистых активов) может приводить к существенному искажению результатов, поскольку балансовая стоимость соответствующего показателя может не соответствовать его рыночной стоимости.

В ряде случаев после применения мультипликаторов необходим учет дополнительных отличий между оцениваемой компанией и аналогами (например, на наличие избыточных или непрофильных активов), что может быть осуществлено внесением соответствующих корректировок.

В целом, возможность применения сравнительного подхода к оценке российских предприятий носит ограниченный характер по следующим основным причинам:

– отсутствие необходимой для анализа информации по предприятиям-аналогам;

– отсутствие достаточной статистической информации по российскому рынку;

– невозможность полноценно учесть различия между российским и зарубежным рынком при использовании зарубежных статистических данных.

Пример

Некто оценивает стоимость собственного капитала компании А для стратегического инвестора. Для учета риска частной компании этот самый некто применяет скидку 30% к рыночной капитализации по торгуемым компаниям. Исходные данные для

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

расчета: рыночная стоимость долга 2,6 млн руб.; EBITDA нормализованная 27,1 млн руб.; мультипликатор «инвестированный капитал / EBITDA» равен 9. Оценить стоимость собственного капитала компании.

Решение:

– мультипликатор «инвестированный капитал / EBITDA» = 9, EBITDA = 27,1 млн. руб. → EV = 27,1*9 = 243,9 млн руб.;

– EV = Mcap + NetDebt → Mcap = EV – NetDebt = 243,9 – 2,6 = = 241,3 млн руб.;

– стоимость собственного капитала компании А = 241,3* (1-30%) = 168,91 ≈ 168,9 млн руб.

Комментарий: Скидку на контроль учитываем применительно к рыночной капитализации (как написано в условии!).

Практические задачи

1. Рассчитайте рыночную стоимость одной акции предприятия, уставный капитал которого разбит на 8 000 обыкновенных акций номинальной стоимостью 50 рублей каждая. Выручка предприятия составляет 15 600 тыс. руб., себестоимость производства продукции – 10 400 тыс. руб., операционные расходы – 3 200 тыс. руб., налог на прибыль – 800 тыс. руб. Известен мультипликатор «цена/прибыль до налогообложения» по аналогичным предприятиям в размере 3.

2. Рассчитайте все возможные виды мультипликаторов исходя из следующей информации по предприятию: выручка от реализации за период составила 500 тыс. руб., общая величина расходов – 400 тыс. руб. (в т.ч. затраты на амортизацию 120 тыс. руб.), сумма уплаченных процентов за пользование заемными денежными средствами – 30 тыс. руб., налог на прибыль 21 тыс. руб. Рыночная

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

стоимость одной акции составляет 100 руб., общее количество акций 25 тыс. шт.

3. Оцениваемое предприятие характеризуется следующими показателями: прибыль от продаж 12 млн руб.; налоги и прочие обязательные платежи в бюджет за счет прибыли 2 млн руб.; проценты за пользование кредитами 1 млн руб. Балансовая стоимость активов равна 25 млн руб. Известны данные по мультипликторам: «цена/прибыль после налогообложения» 7,2; «цена/балансовая стоимость чистых активов» 3,3. Рассчитайте стоимость оцениваемого предприятия, если значимость результатов применения мультипликатора «цена/прибыль» оценивается на уровне 80%, а мультипликатора «цена/балансовая стоимость чистых активов» – 20%.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Глава 5. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИТОГОВОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

5.1. Согласование результатов оценки стоимости

Ни один из подходов и методов оценки не является универсальным, применимым во всех случаях оценки. В то же время оценщик может использовать один подход и метод оценки, если применение данного подхода и метода оценки приводит к наиболее достоверному результату оценки с учетом доступной информации, допущений и ограничений проводимой оценки.

При применении нескольких подходов и методов оценщик использует процедуру согласования их результатов. В случае существенных расхождений результатов подходов и методов оценки оценщик анализирует возможные причины расхождений, устанавливает подходы и методы, позволяющие получить наиболее достоверные результаты с учетом факторов. Не следует применять среднюю арифметическую величину или иные математические правила взвешивания в случае существенных расхождений промежуточных результатов методов и подходов оценки без такого анализа.

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:

$$Сит = Сзп \times К1 + Сдп \times К2 + Ссп \times К3, \qquad (5.1.1)$$

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

где Сит – итоговая стоимость объекта оценки; Сзп, Сдп, Ссп – стоимости, определенные затратным, доходным и сравнительным подходами; К1, К2, К3 – соответствующие весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке.

Методы выбора весовых коэффициентов:

- метод логического анализа;
- метод анализа иерархий;
- метод расстановки приоритетов;
- метод согласования по критериям и др.

Метод логического анализа заключается в выборе весовых коэффициентов при согласовании результатов оценки экспертно на основе логического анализа, проводимого оценщиком, с учетом всех значимых параметров. Этот метод наиболее распространен в оценочной практике.

Метод анализа иерархий относится к классу критериальных, в его основе лежит иерархическая процедура оценки альтернатив.

Метод согласования по критериям. Для определения весов различных подходов используется четыре критерия, которыми описываются те или иные преимущества или недостатки примененного метода расчета с учетом особенностей оценки конкретного объекта.

5.2 Внесение корректировок на контроль

Права контроля имеют свою особую стоимость, подлежащую оценке. Права контроля, как правило, включают возможность решающего влияния:

- на назначение и оплату менеджмента;
- принятие стратегических решений по развитию, в том числе выбор направлений развития бизнеса;
- распределение прибыли и выплату дивидендов;

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

– приобретение и продажу активов;

– эмиссию и выкуп акций;

– реорганизацию и изменение уставных документов, в том числе выделение частей, присоединение, слияние, поглощение, принятие решения о ликвидации;

– приобретение и продажу активов;

– привлечение заемных средств;

– заключение контрактов с поставщиками и покупателями (клиентами).

Под контрольным (мажоритарным) пакетом подразумевается владение более 50% акций предприятия, дающих владельцу право полного контроля над компанией. Но на практике, если акции компании распылены, этот процент может быть значительно меньшим.

Неконтрольный (миноритарный) пакет определяет владение менее 50% акций предприятия.

Для сопоставления результатов оценки стоимости бизнеса, полученных разными подходами и методами, они должны быть пересчитаны к единому типу акций.

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

Премия за контроль – стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций, дающим дополнительные возможности контроля над предприятием по сравнению с владением миноритарным пакетом акций.

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

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Если известна стоимость акции в составе миноритарного пакета (Амин), можно определить стоимость акции в составе контрольного пакета (Акон), зная премию за контроль (Премия), которая определяется в процентах от Амин:

$$Акон = Амин \times (1 + Премия). \quad (5.2.1)$$

Если, наоборот, известна стоимость акции в составе контрольного пакета, можно определить стоимость акции в составе миноритарного пакета, зная скидку на отсутствие контроля (Скидка), которая определяется в процентах от Акон, или коэффициент контроля (Ккон):

$$Амин = Акон \times (1 – Скидка) = Акон \times Ккон. \quad (5.2.2)$$

В настоящее время имеются различные, основанные на экспертных оценках и анализе рыночных данных, предложения по оценке поправок к стоимости бизнеса в зависимости от уровня контроля.

5.3. Внесение корректировок на ликвидность

Стоимость пакета акций, кроме приходящейся на него стоимости предприятия и соответствующих ему прав контроля, зависит также от того, насколько сложно будет продать этот пакет в случае необходимости.

Пусть при прочих равных условиях акции одного предприятия ежедневно в больших объемах продаются и покупаются на фондовом рынке, а по-другому вообще неизвестны какие-либо случаи продаж и покупок акций. Тогда акции второго предприятия имеют меньшую ценность для инвестора и их стоимость должна включать определенную скидку по отношению к стоимости акций первого.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Данное обстоятельство учитывается путем анализа ликвидности акций (долей собственности). Под ликвидностью понимают способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателя. Чем ниже ликвидность, тем больше, при прочих равных условиях, должна быть скидка на неликвидность по сравнению с акциями, свободно обращающимися на рынке.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Глава 6. КОНЦЕПЦИЯ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

Концепция управления стоимостью компании (УСК), именуемая в западной практике Value Based Management (VBM), нацелена на создание предпосылок для максимизации будущих, но точно не определенных прибылей. Она выступает альтернативой традиционной концепции менеджмента, ориентированной на обеспечение текущих, но четко рассчитываемых прибылей. Данный подход к управлению, направленный на максимизацию стоимости для владельцев как собственного, так и заемного капитала, трансформировался из концепции акционерной стоимости (Shareholders' Value Concept), нацеленной, прежде всего, на держателей акций компаний.

Главная цель концепции УСК состоит в максимизации стоимости компании и достигается посредством управления основополагающими факторами стоимости (так называемыми value drivers). Ими могут быть размер инвестиций, величина денежных потоков, оборачиваемость активов, ликвидность и прочие параметры. При этом управление стоимостью компании, главного показателя успешного менеджмента, должно проводиться в интересах владельцев заемного и собственного капитала, а также других лиц, заинтересованных в эффективной работе предприятия.

Стоимость, выступающую объектом управления в рамках УСК, можно анализировать с позиции всех трех подходов к оценке бизнеса. В контексте доходного подхода усилия менеджмента должны быть сконцентрированы на максимизации денежных по-

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

токов, в контексте затратного – на создании имущественного комплекса компании с учетом синергетического эффекта материальных и нематериальных активов, в рамках сравнительного – на увеличении прибыли.

Управление стоимостью компании можно рассматривать как совокупность соответствующих управленческих решений и мероприятий, нацеленных на увеличение стоимости компании. Рассмотрим подробнее инструменты управления этим процессом.

1. Реорганизация бизнеса и реструктуризация производства – взаимосвязанные процессы, при которых совершаются принципиальные изменения в производственной структуре или организационно-правовой форме компании с целью увеличения ее стоимости. Это может быть реализовано за счет увеличения горизонтальной и вертикальной интеграции или осуществления сделок слияния/поглощения со стратегическими контрагентами. Реорганизация используется для замены или ликвидации устаревших и нерентабельных структур управления компанией и повышения ее инвестиционной привлекательности.

В российском законодательстве определено несколько форм реорганизации юридического лица: слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование.

Слияние – это объединение двух и более хозяйствующих субъектов с целью создания новой экономической единицы. Главной целью слияния компаний является синергетический эффект, что увеличивает стоимость объединенной структуры. Кроме того, у новой фирмы, появившейся в результате слияния, за счет объединения конкурентных преимуществ открываются новые стратегические возможности.

Присоединение означает прекращение самостоятельной деятельности юридического лица, сопровождающееся передачей его прав и обязанностей другому юридическому лицу. Это позволяет

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

присоединяющей фирме получить в свое распоряжение набор ценных активов другой компании, включая материальные активы, а также права интеллектуальной собственности. В результате этого стоимость присоединяющей компании возрастает.

Разделение подразумевает образование двух и более фирм из одной первоначально действующей на рынке компании. Данный тип реорганизации позволяет инвесторам вкладывать свои средства непосредственно в те подразделения, которые более привлекательны для них, что увеличивает число потенциальных акционеров.

Преобразование – прекращение деятельности компании и последующее создание новой фирмы. Новое имя, методы управления и т.п. позволяют снизить негативный эффект от ошибок и недочетов старой организации.

2. Проведение НИОКР и патентование их результатов

Суть данного инструмента УСК состоит в том, что компания выделяет финансирование на проведение НИОКР, нацеленных на разработку новой или модификацию уже производимой продукции. Необходимо отметить, что сама по себе информация об осуществляемых перспективных НИОКР может стать катализатором роста рыночной стоимости компании. Фондовый рынок, как правило, реагирует на такую информацию увеличением спроса на акции, вследствие чего их котировки растут.

Если НИОКР были проведены успешно, то результаты интеллектуальной деятельности могут быть запатентованы. Патент также можно рассматривать в качестве инструмента УСК – во-первых, он предоставляет компании возможность коммерциализации интеллектуальной собственности, когда она сочтет это наиболее целесообразным. При этом под коммерциализацией интеллектуальной собственности понимают ее использование с целью получения прибыли. Во-вторых, перспективный патент, который учтен в составе нематериальных активов, способствует росту сто-

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

имости имущественного комплекса компании. В-третьих, наличие патента дает компании-владельцу возможность получения денежных компенсаций в случае нарушения прав использования интеллектуальной собственности.

3. Повышение ценности имущественного комплекса компании

Одним из важнейших факторов инвестиционной привлекательности компании является совокупность располагаемых активов – чем выше ценность имущественного комплекса, включающего основные фонды и НМА, тем больше ее рыночная стоимость.

4. Увеличение информационной прозрачности предприятия

Данный инструмент УСК нацелен на увеличение притока капитала в компанию за счет распространения информации о том, что она выступает перспективным объектом для инвестиций. Вызвать интерес у потенциальных инвесторов можно, в частности, публикуя сведения о проведении компанией разработки новой продукции или новой технологии с высоким коммерческим потенциалом.

5. Инновационный проект

Считается одним из наиболее эффективных инструментов управления стоимостью компании, поскольку интегрирует изложенные выше методы УСК.

Для повышения эффективности инновационного проекта как инструмента УСК следует обеспечить раскрытие информации о следующем:

– содержании и конечном результате инновационных мероприятий (с целью стимулирования спроса на акции предприятия, планирующего или реализующего перспективный проект);

– финансовых результатах компании (на которые также в значительной степени способен повлиять инновационный проект);

– имущественном состоянии компании (возможность появления материальных и нематериальных активов в ходе реализации инновационного проекта).

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

В табл. 6.1 представлен краткий содержательный анализ рассмотренных инструментов управления стоимостью компании.

Таблица 6.1. **Содержательный анализ инструментов управления стоимостью**

Инструмент УСК	Цель применения	Возможные негативные последствия
Реструктуризация и реорганизация	переключение на более прибыльные и перспективные направления деятельности; улучшение финансовой и хозяйственной деятельности компании	Неверный выбор способа реорганизации; превышение затрат на проведение реорганизации над фактическим эффектом; неправильный выбор новых направлений деятельности
Проведение НИОКР и патентование их результатов	Разработка результатов интеллектуальной деятельности	Риск отрицательного результата НИОКР
Повышение ценности имущественного комплекса компании	включение прав на РИД в состав НМА; увеличение синергетического эффекта от использования активов в бизнесе	Создание новых активов для имущественного комплекса может потребовать привлечения заемных средств, что способно отрицательно сказаться на стоимости компании
Имиджевая поддержка достижений компании и ее статуса	Информирование рынка о возможном росте прибылей в будущем за счет реализации проектов по совершенствованию деятельности компании	Угроза фиаско реализуемых проектов и возможное падение доверия к компании

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ. – https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/.
2. Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» // https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586.
3. Приказ Минэкономразвития России от 14 апреля 2022 г. № 200 «Об утверждении федеральных стандартов оценки и о внесении изменений в некоторые приказы Минэкономразвития России о федеральных стандартах оценки». – https://www.economy.gov.ru/material/dokumenty/prikaz_minekonomrazvitiya_rossii_ot_14_aprelya_2022_g_200.html
4. Приказ Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 326 (ред. от 14.04.2022) «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО N 8)». – https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180654/2ff7a8c72de3994f30496a0ccbb1ddafdaddf518/
5. Касьяненко, Т.Г. Оценка стоимости бизнеса + приложение: учебник для вузов / Т.Г. Касьяненко, Г.А. Маховикова. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва: Издательство Юрайт, 2023. – 373 с.
6. Окунева, А.Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебное пособие / А.Г. Окунева, Я.С. Мязова. – Самара: Изд-во Самар. гос. аэрокосм. ун-та, 2009. – 142 с.
7. Подготовка к квалификационному экзамену оценщиков: учебник / Под общ. ред. М.О. Ильина. – Москва: 2021. – 336 с.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

8. Спиридонова, Е.А. Оценка и управление стоимостью бизнеса: учебник и практикум для вузов / Е.А. Спиридонова. – 3-е изд., испр. – Москва: Издательство Юрайт, 2023. – 257 с.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm

https://право.информ2000.рф/index.htm
Бесплатная электронная библиотека по праву и экономике

Учебное издание

Окунева Алла Геннадьевна

ОЦЕНКА И УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ

Учебное пособие

Редакционно-издательская обработка
издательства Самарского университета

Подписано в печать 20.11.2023. Формат 60x84 1/16.
Бумага офсетная. Печ. л. 4,5.
Тираж 120 экз. (1-й з-д 1-27). Заказ № . Арт. – 8(Р2УП)/2023.

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«САМАРСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ АКАДЕМИКА С.П. КОРОЛЕВА»
(САМАРСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ)
443086, Самара, Московское шоссе, 34.

Издательство Самарского университета.
443086, Самара, Московское шоссе, 34.

Вернуться в каталог книг по экорпоративному управлению
https://право.информ2000.рф/kk/kk.htm