

Оценка стоимости бизнеса

курс лекций

Литература

НОРМАТИВНО-ПРАВОВЫЕ АКТЫ

1. Гражданский кодекс РФ, часть I, принят Федеральным законом №52 от 30.11.94г.
2. Закон РФ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», № 135-ФЗ от 29.07.98 г.
3. Закон РФ «Об акционерных обществах», № 208-ФЗ от 26.12.95г.
4. Федеральный закон "О несостоятельности (банкротстве)" от 08.01.98 № 6-ФЗ.
5. Федеральный закон «Об ООО» № 14-ФЗ от 8.12.1998г.
6. Федеральный закон «О саморегулируемых организациях» от №315-ФЗ от 01.12.07г
7. Федеральные стандарты оценки №1,2,3 Приказы МЭРТ №№254-256 от 20.07.07г
8. Постановление Правительства РФ от 14.02.2006 N 87 "Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества"
9. Постановлением Правительства РФ от 20 мая 1994 г. N 498 «О некоторых мерах по реализации законодательства о несостоятельности (банкротстве) предприятий».
10. Приказ Минфина России от 28.08.2014 N 84н "Об утверждении Порядка определения стоимости чистых активов»

ОБЩИЕ ВОПРОСЫ ОЦЕНКИ

1. Антикризисное управление: Учебное пособие для технических вузов /Под ред. проф. Минаева Э.С. и проф. Панагушина В.П./ - М.:Издательство "ПРИОР", 1998.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов.- М.: Олимп-Бизнес,2007.
3. Грибовский С.В. Оценка доходной недвижимости. Учебное пособие.- СПб.:ПИТЕР,2001.
4. [Болдырев В.С., Галушка А.С., Федоров А.Е. Введение в теорию оценки недвижимости.- М.: 1998.](#)
5. Международные стандарты оценки. Кн.1 и 2. Микерин Г.И. и др. —М.:Новости, 2007.
6. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник / под ред. Е.С. Стояновой. – 4-е изд., перераб. и доп.- М.: Изд-во "Перспектива", 1999.

Литература

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

1. [Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ.- М.:Дело,1999.](#)
2. Бродунов А.Н., Кичигин Ю.А. Об итоговых поправках при оценке бизнеса методами доходного подхода. - Имущественные отношения в РФ, №9, 2010, стр. 55-59.
3. Булычева Г.В., Демшин В.В. Практические аспекты применения доходного подхода к оценке Российских предприятий: Учебное пособие. —М.: Финансовая академия, 1999.-.84с.
4. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инноваций. —М.: Филинь, 1997. – 336с.
5. [Валдайцев С.В. Оценка бизнеса. Управление стоимостью предприятия.- М.:ЮНИТИ,2001.](#)
6. Грибовский С.В. Методы капитализации дохода. -Санкт-Петербург, 1997.
7. Григорьев В.В. Оценка и переоценка основных фондов: Учебно-практическое пособие. –М.: Инфра-М, 1996.
8. [Григорьев В. В. Оценка предприятий. Доходный подход.–М.: Федеративное из-во, 1998.](#)
9. [Григорьев В. В., Островкин И. М. Оценка предприятий. Имущественный подход. Учебно-практическое пособие. –М.: Дело, 1998.](#)
10. Григорьев В. В., Федотова М. А. Оценка предприятия: теория и практика. - М.: ИНФРА-М, 1997.
11. [Грязнова А.Г., Федотова М.А., Эскиндаров М.А. и др. Оценка стоимости предприятия \(бизнеса\). – М.: Интерреклама, 2003.](#)
12. Десмонд Г.М., Келли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса. - М.:РОО,1996.
13. Есипов В.Е., Маховицкая Г.А., Терехова В.В., Оценка бизнеса. – СПб: Питер, 2002.-416с.
14. Кичигин Ю.А. Оценка стоимости – услуга или работа? - Имущественные отношения в РФ, №3, 2014г, стр. 65-69.
15. Кичигин Ю.А. Оценка стоимости бизнеса. Учеб. пособие. – М.:РИО МАОК, 2008г – 28с.
16. Ковалев А.П. Оценка стоимости имущества промышленного предприятия. Учеб. пособие.- М.:Станкин,1995.

Литература

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

17. Ковалев А.П. Сколько стоит имущество предприятия?- М.:Финстаинформ,1996.
18. Ковалев А.П. Оценка стоимости активной части основных фондов.- М.: Финстаинформ,1997.
19. Коуплер Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компании: оценка и управление. – М.: Олимп-Бизнес, 2005.
20. Мерсер З.К., Хармс Т.У. Интегрированная теория оценки бизнеса./под ред. В.М. Рутгайзера.-М.: Маросейка. 2008.
21. [Оценка бизнеса: Учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой.– М.: Финансы и статистика, 2000.](#)
22. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Учебное пособие/Под ред. Абдулаева Н.А., Колайко Н.А. —М.:Изд-во ЭКМОС, 2000 –352с.
23. Пратт Шеннон П. Анализ и оценка закрытых компаний. – Институт экономического развития всемирного банка, 2000г.
24. [Решеткин К.А. Оценка стоимости коммерческого банка. —М.:Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2002. – 286с.](#)
25. Федотова М.А. Сколько стоит бизнес? Методы оценки. —М.:Перспектива, 1996.- 103с.
26. Фишмен Дж., Пратт Ш. и др. Руководство по оценке стоимости бизнеса. – М.: ЗАО «Квинто-Консалтинг», 2000. – 388с.
27. Черняк В. З. Оценка бизнеса. - М.: Финансы и статистика, 1996.
28. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг/ Е.В. Чиркова. –М.:Альпина Бизнес Букс, 2005.-190с.
29. Эванс Ф.Ч., Бишоп Д.М. Оценка компании при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях/пер. с англ.-М.:Альпина Бизнес Беркс, 2004.-332с.

Литература

ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ

1. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов.- М.: ЮНИТИ,1997.
2. Глазунов В.Н. Финансовый анализ и оценка риска реальных инвестиций. – М.: Финстатинформ,-1997.
3. [Донцова Л.В., Никифорова Н.А. Анализ бухгалтерской отчетности. – М.: ИКЦ «ДИС»,1998.-206с.](#)
4. Зайцева Н.А., Кичигин Ю.А. Финансовый анализ предприятий. Учебное пособие. - М.: РИО МАОК, 2002г – 85с
5. [Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности - 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2000.](#)
6. Переверзева Л. В. Оценка финансового состояния предприятия по критериям банкротства. Учебное пособие. - Санкт-Петербург, 1997.
7. Хелферт Э. Техника финансового анализа. - М.: Аудит, 1996.
8. [Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. – 3-е изд., перераб.и доп. – М.: ИНФРА-М, 2001.](#)
9. Экономический анализ: ситуации, тесты, примеры, задачи, выбор оптимальных решений, финансовое прогнозирование: Учебное пособие /под ред. М. И. Баканова, А. Д. Шеремета/. – М.: Финансы и статистика, 2000.

Литература

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

1. Беренс В., Хавранек П. М. Руководство по оценке эффективности инвестиций. - М.: Интерэксперт: Инфа-М, 1995.
2. Воронцовский А.В. Методы обоснования инвестиционных проектов в условиях определенности.- С-петербург:СПбГУЭФ,1999.
3. [Дамодаран А.](#) Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. пер. с англ.-3-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2010. – 134с.
4. Дегтяренко В.Н. Оценка эффективности инвестиционных проектов.- М.: Эксперт. Бюро-М, 1997.
5. Липсиц И.В., Косов В.В. Инвестиционный проект. -М.:БЕК,1996.
6. Оценка эффективности инвестиционных проектов./под общей редакцией В. Н. Лившица/.- М.: Дело, 1998.
7. Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бейли Д.В. Инвестиции. – М.: Инфра-М,200

ОЦЕНКА НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ

1. Астахов В.П. Нематериальные активы. – М.,1996.
2. Асфагуларов Б.М., Ефимов А.Н. Программные продукты как интеллектуальная собственность. – HARD&SOFT, №№3÷5,9, 1996.
3. Дружиловская Т.Ю. Трактовка понятия нематериальные активы в российском и международном стандартах. Аудиторские ведомости №2, 2003г.
4. [Козырев А.Н.](#) Оценка интеллектуальной собственности. -М.:Экспертное бюро,1997.
5. Комов Ю. Рыночная стоимость товарного знака. -Экономика и жизнь,1995 №18.

ОЦЕНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

1. [Бердникова Т.Б.](#) Оценка ценных бумаг.- М.: ИНФРА-М, 2003.
2. Каратуев А.Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. Учебное пособие. —М.: Русская деловая литература, 1997.-256с.

Цель курса

Основной целью курса является обучение слушателей теоретическим основам, базовым положениями понятиям, принципам и подходам современной оценки рыночной стоимости экономических субъектов различной организационно-правовой формы и практическому их применению в условиях российского рынка

Задачи курса

- изучении роли, места и цели рыночной оценки стоимости экономических субъектов в существующей экономической системе;
- изучении основных методов доходного, затратного и сравнительного подходов к оценке стоимости бизнеса, а также условий их применения;
- формировании практических навыков самостоятельного выбора и применения адекватных методов оценки стоимости бизнеса;
- формировании навыков сбора, обработки и анализа информации, необходимой для оценки стоимости.

Основные понятия

1. Оценка, как процедура: её содержание, роль, место, значение, сущность
2. Объект оценки стоимости
3. Бизнес – как объект оценки стоимости

Оценка, как процедура

Содержание. Оценка, наряду с измерениями, представляет собой способ установления количественного значения характеристики, параметра или свойства объекта, процесса или явления.

Область применения способа. Оценка применяется наряду с измерениями, является ее альтернативой и используется в случаях, когда:

- измерение провести невозможно;
- проведение измерений является слишком затратным, а требования к точности получаемого результата не высоки;
- измерение не даёт оснований для принятия решений, в то время как оценка даёт

Характеристики оценки, как процедуры

Оценка как процедура характеризуется ролью, местом, значимостью и сущностью.

Роль оценки заключается в обеспечении сделок с объектами оценки

Место оценки – используется в системе принятия решений финансового и имущественного характера.

Значимость оценки – является основой принятия решений участниками гражданско-правовых сделок по существу сделки.

Сущность оценки – является профессиональным суждением оценщика о количественном значении стоимости объекта оценки, как его свойства, выраженном в денежной форме.

Суждение — форма мышления, в которой что-либо утверждается или отрицается о предмете, его свойствах или отношениях между предметами.

ОЦЕНКА НЕ ПРЕВРАЩАЕТ ЛОЖЬ В ИСТИНУ И ИСТИНУ В НЕ ИСТИНУ. ОЦЕНКА - ЭТО ВЫБОР МЕЖДУ ПОЛЕЗНЫМ И ВРЕДНЫМ.

Мо – узы, китайский философ, 5 век до н.э. 11

Характеристики оценки, как результата выполнения процедуры

Оценочный продукт – документ, доказательственного значения, содержащий суждение Оценщика по поводу величины стоимости объекта оценки.

Документ - зафиксированная на материальном носителе идентифицируемая информация, созданная, полученная и сохраняемая субъектом в качестве доказательства при подтверждении правовых обязательств или деловой деятельности (з ГОСТ Р ИСО 15489-1-2007. Национальный стандарт РФ. Система стандартов по информации, библиотечному и издательскому делу. Управление документами. Общие требования. Утв. Приказом Ростехрегулирования от 12.03.2007 № 28-ст.)

Оценщик – субъект оценочной деятельности, которому Федеральным законом «Об оценочной деятельности в РФ» предоставлено право выносить документально оформленное суждение по поводу величины стоимости объекта оценки.

Характеристики оценки, как процедуры

СТАТУС ОЦЕНЩИКА

Статус оценщика определяется его положением, полномочиями, ответственностью, решаемыми задачами и компетенцией:

- единственный субъект оценочной деятельности;
- специалист, обладающий профессиональными знаниями в области оценки стоимости объектов оценки для целей свершения сделок с ними;
- единственный, кто управомочен государством создавать гражданский документ доказательственного значения – Отчёт об оценке стоимости;
- независимый свидетель стоимости.

Характеристики оценки, как процедуры

СТАТУС ЭКСПЕРТА В ОБЛАСТИ ОЦЕНКИ

Статус эксперта определяется его положением, полномочиями, ответственностью, решаемыми задачами и компетенцией:

- любое лицо, обладающее специальными знаниями по существу поставленных вопросов в области науки, техники, искусства или ремесла;
- эксперт назначается в соответствии с определением суда;
- эксперт готовит своё заключение только для суда, заключение эксперта не имеет гражданского оборота;
- Заключение эксперта – письменный документ, отражающий ход и результаты исследований, проведённых экспертом;
- судебная экспертиза осуществляется по нормам процессуальных кодексов, а не оценочного законодательства;
- заключение эксперта не опровергается и не экспертируется, оно либо признается судом, либо нет;
- деятельность эксперта не страхуется.

Характеристики оценки, как процедуры

СТАТУС ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖЕРА

Статус финансового менеджера определяется его положением, и решаемыми задачами:

- представляет интересы одного из субъектов экономических отношений на рынке;
- специалист, обладающий профессиональными знаниями в области оценки стоимости бизнеса, для целей оптимизации его использования и построения прогноза;
- консультант в области построения финансовых прогнозов и финансовых оценок.

Задачи формирования объекта оценки

Формирование объекта оценки позволяет:

- идентифицировать объект оценки и установить возможность оценки его стоимости
- выбрать и обосновать стандарт стоимости
- выбрать и обосновать методы оценки стоимости
- определить источники стоимости и рисков объекта оценки

Объект оценки

ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ»

ст. 5. Объекты оценки

К объектам оценки относятся:

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определённого 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.

Объекты гражданских прав

Гражданский Кодекс РФ, ч.1

Статья 128. Объекты гражданских прав

К объектам гражданских прав относятся:

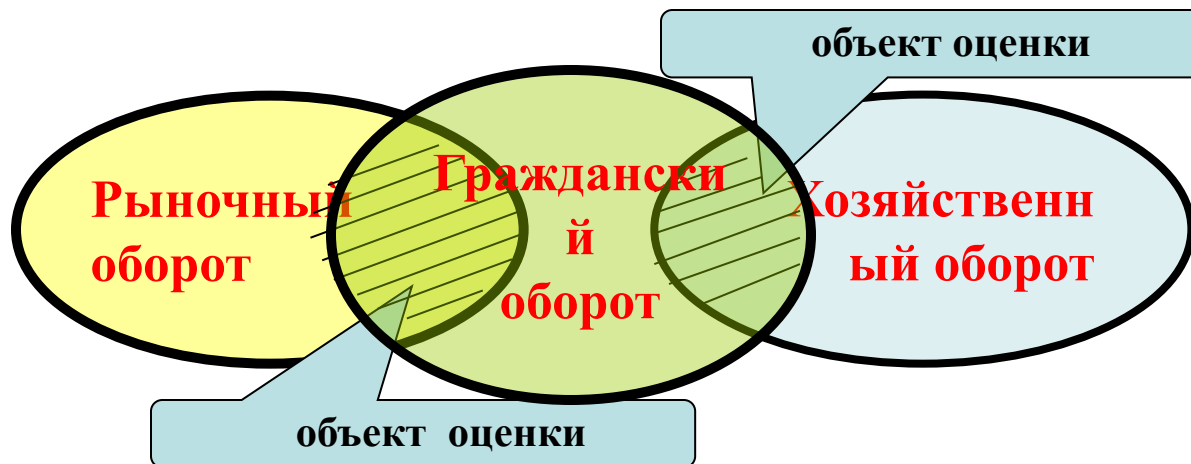
- вещи, включая деньги и ценные бумаги,
- иное имущество, в том числе имущественные права;
- работы и услуги;
- охраняемые результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации (интеллектуальная собственность);
- нематериальные блага.

Оборотоспособность объектов гражданских прав

Гражданский Кодекс РФ, ч.1

Ст. 129. Оборотоспособность объектов гражданских прав

1. Объекты гражданских прав могут свободно отчуждаться или переходить от одного лица к другому в порядке универсального правопреемства (наследование, реорганизация юридического лица) либо иным способом, если они не изъяты из оборота или не ограничены в обороте.
2. ...
3. Земля и другие природные ресурсы могут отчуждаться или переходить от одного лица к другому иными способами в той мере, в какой их оборот допускается законами о земле и других природных ресурсах.
4. ...



Бизнес – как объект оценки

Бизнес - это предпринимательская деятельность субъекта, осуществляемая с целью извлечения дохода в его интересах.

Понятие бизнес отсутствует в гражданском законодательстве и возникло из обычаев делового оборота. Оно является объединительным на все случаи, где вкладывается капитал и от него ожидается отдача. При этом вопросы производства (т.е. как производится продукт и как он продается) отходят на второй план.

Бизнес – как объект оценки

ХОЗЯЙСТВУЮЩИЙ СУБЪЕКТ

КОМПАНИЯ

ПРЕДПРИЯТИЕ

ИМУЩЕСТВЕННЫЙ КОМПЛЕКС

ОРГАНИЗАЦИЯ

ЮРИДИЧЕСКОЕ ЛИЦО

Бизнес – как объект оценки *предприятия*

Предприятие – является объектом гражданских прав, вступает в хозяйственный оборот и участвует в хозяйственных операциях. (ст. 132 ГК РФ)

В результате возникает потребность в оценке его стоимости.

Предприятием признается имущественный комплекс, используемый для предпринимательской деятельности (ст. 132 ГК РФ)

Имущественный комплекс (ст. 132 ГК РФ):

- в состав имущественного комплекса входят все виды имущества, предназначенного для деятельности (земля, недвижимость, оборудование, транспортные средства, сырье, продукция, нематериальные активы и ОИС, а также права).

Бизнес – как объект оценки

юридическое лицо

**Предприятие одновременно является и юридическим
лицом**

ГК РФ ст.48. Понятие юридического лица

1. Юридическим лицом признается организация, которая имеет обособленное имущество и отвечает им по своим обязательствам, может от своего имени приобретать и осуществлять гражданские права и нести гражданские обязанности, быть истцом и ответчиком в суде.
 2. Юридическое лицо должно быть зарегистрировано в едином государственном реестре юридических лиц в одной из организационно-правовых форм, предусмотренных настоящим Кодексом.
 3. К юридическим лицам, на имущество которых их учредители имеют вещные права, относятся государственные и муниципальные унитарные предприятия, а также учреждения.
- К юридическим лицам, в отношении которых их участники имеют корпоративные права, относятся корпоративные организации (статья 65.1). (ст. 48 ГК РФ).

Бизнес – как объект оценки юридическое лицо

Функции юридического лица:

В интересах производственной деятельности

- Посредничество между производством и внешними субъектами

В интересах предпринимательской деятельности

- Оформление коллективных интересов
- Объединение капиталов
- Ограничение предпринимательского риска
- Управление капиталом

Юридическое лицо одновременно является:

- субъектом права и собственником принадлежащего ему имущества (предприятие, имущественный комплекс, право на осуществление производственной деятельности на рынке);
- объектом права собственности своих учредителей (собственников).

Бизнес – как объект оценки компания

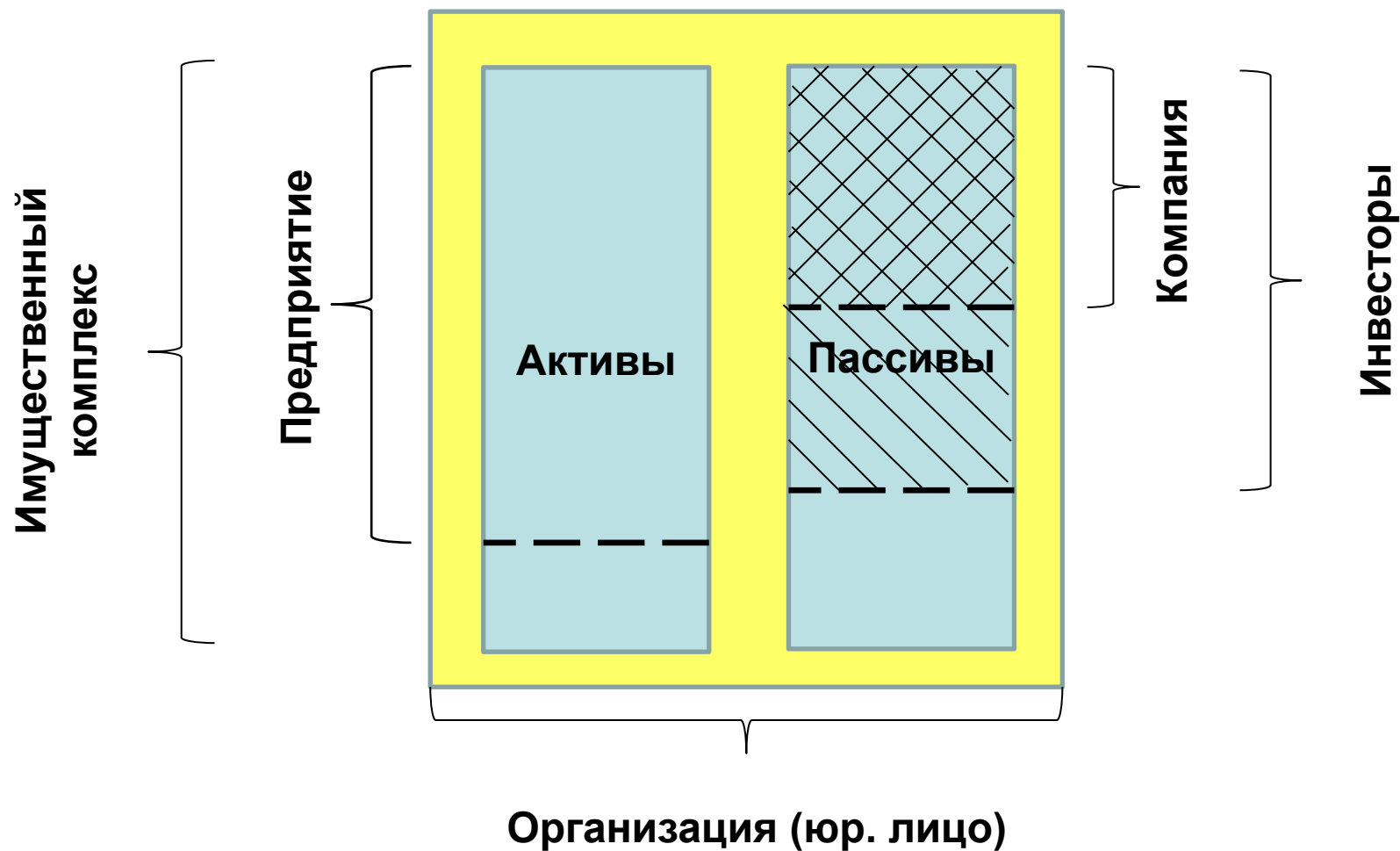
Компания – целевое объединение лиц на основе членства для создания условий совместного финансирования создания и деятельности коммерческой организации в виде самостоятельного юридического лица.

Юридического статуса у Компании нет.

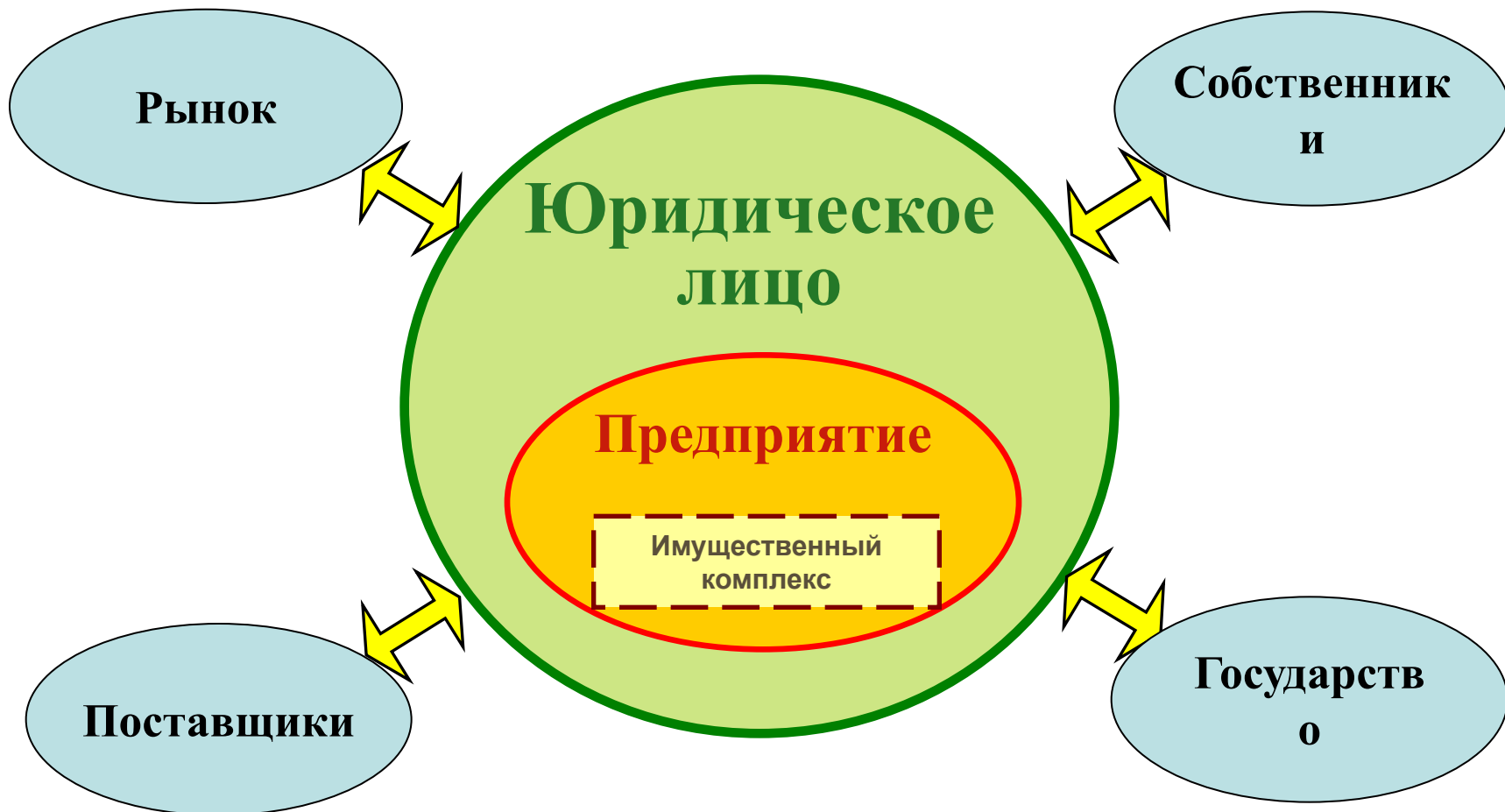
Отношения внутри Компании регулируются на основе Корпоративного права

Отношения между Компанией и созданной ею организацией регулируются на основе Обязательственного права.

Бизнес – как объект оценки



Структура и связи бизнеса



Бизнес – как объект оценки

Различия прав юридического лица и его собственников:

1. Виды продукции

- Поступления, полученные в результате использования имущества (плоды, продукция, доходы), принадлежат лицу, использующему это имущество на законном основании, если иное не предусмотрено законом, иными правовыми актами или договором об использовании имущества. (ст. 136, ч.1 ГК РФ, ч.2 ст. 29 ФЗ «Об ипотеке»)
- Акционеры ... имеют право на получение дивидендов (ч.2 ст.31 ФЗ «Об акционерных обществах»). Источником выплаты дивидендов является прибыль общества после налогообложения (ч.2 ст.42ФЗ «Об акционерных обществах»).

2. Виды доходов

- Доходами акционеров могут быть дивиденды, начисляемые в соответствии с Уставом общества и решением общего собрания участников
- Доходами организации являются денежные средства, вырученные от продажи плодов, продукции, имущества общества за вычетом расходов, а также поступления в виде части прибыли (реинвестированной прибыли)

3. Права на имущество

- Организация, как юридическое лицо, имеет право собственности на все принадлежащее ему имущество (ч.1 ст. 48 ГК РФ)
- Акционеры имеют право на получение части имущества общества в случае его ликвидации (ч.2 ст.31 ФЗ «Об акционерных обществах»)
- Правами на имущество хозяйственного общества, товарищества или кооператива его собственники (учредители, участники, пайщики) не обладают (п.1 ст. 48 ГК РФ)
- Эта же правовая норма усиливается положениями п.1 ст.66 ГК РФ «Имущество, созданное за счет вкладов учредителей (участников), а также произведенное и приобретенное хозяйственным товариществом или обществом в процессе его деятельности, принадлежит ему на праве собственности.»

Бизнес – как объект оценки

Факторы, определяющие статус объекта оценки «БИЗНЕС»

Вид имущества:

- имущественные (обязательственные) права на получение части прибыли и на управление организацией

Юридическая форма закрепления:

- пакет акций
- доля участия в Уставном капитал
- пай.

Экономическая сущность – капитал

Бизнес – как объект оценки

Капитал в экономике

— ресурсы, приносящие на рынке доход.

Способ существования капитала:

- имущественно-правовой;
- вещный;
- финансовый;
- физический (труд);
- интеллектуальный.

Бизнес – как объект оценки

Капитал собственников (собственный капитал в представлении бухгалтерского учета) – имущественные права на получение части прибыли и управление обществом, численно равные объему вложенных ими средств.

Собственный капитал – III раздел бухгалтерского баланса, показывает признаваемую учетным способом сумму экономических обязательств организации перед участниками, учредителями, собственниками в связи с предоставлением ей ценностей, как на этапе образования организации, так и в результате реинвестирования заработанной прибыли в течение всего периода ее деятельности с момента учреждения.

Таким образом, при осуществлении вклада в УК капитал учредителей меняет свою форму с *вещной* на *имущественно-правовую* в виде обязательственного права.

Бизнес – как объект оценки

Форма представления в бухгалтерском учёте (III Раздел ББ):

в виде капитала и резервов (собственного капитала) в составе:

- вклад в уставный капитал (ст.410 ф.1);
- часть прибыли (направляется на формирование фондов и в нераспределенную прибыль, ст.470 ф.1);
- добавочная стоимость от переоценки основных фондов (ст.420 ф.1)
- резервный капитал (ст.430 ф.1)

Структура объекта оценки (ст.410 ф.1):

- обыкновенные акции
- привилегированные акции

Бизнес – как объект оценки:
предпринимательская деятельность → капитал →
имущество → объект оценки

Капитал является связующим звеном между предпринимательской деятельностью и имуществом.

Капитал – это ещё не имущество, а возможности, при помощи которых может быть реализована предпринимательская деятельность (базис)

С другой стороны – капитал может легко стать имуществом, приняв и зафиксировав свою имущественную форму.

Капитал – ресурсы, приносящие его собственнику доход на рынке.

Капитал – отражается в денежной форме в балансе в разделе III.

Капитал закрепляется в пакете акций, доле в УК, пае – это объект оценки

Описание объекта оценки

при оценке бизнеса (последствия)

Идентификация объекта оценки «бизнес» предполагает решение следующих задач:

- Идентификация вида объекта оценки (*доходный бизнес, бизнес как действующее предприятие, бизнес как имущественный комплекс*)
- Определение возможности оборота объекта оценки (*гражданского и рыночного*)
- Идентификация видов деятельности (*хозяйственного оборота: производственной, финансовой инвестиционной*)
- Фиксирование организационно-правовой формы бизнеса (*общество, товарищество, кооператив*)
- Фиксирование способа использования бизнеса в конце прогнозного периода (*продолжающееся использование, продажа, ликвидация*)

Описание объекта оценки бизнес (по виду дохода)

По виду приносимого дохода (ценность бизнеса)

- организация, основной целью деятельности которых является получение денежного дохода - **бизнес** в чистом виде
- организация, для которых получение денежного дохода не является основной целью деятельности - **бизнес КАК действующие предприятия.**
- организация, не приносящие доход - **бизнес КАК имущественный комплекс**

В зависимости от основного вида деятельности (назначение бизнеса)

- промышленные предприятий
- финансовые институты (банки, страховые компаний и пр.)
- инвестиционные компании

В зависимости от организации бизнеса (организационно-правовая форма)

- открытые компании / закрытые компании.
- общество, товарищество, кооператив

Описание объекта оценки бизнес

(по виду дохода)

Отличие объекта оценки «бизнес, как действующее предприятие» (для собственников капитала) от объекта оценки «действующее предприятие» (для юр. лица) :

- Поток доходов объекта оценки «ДП» может быть сформирован из различных источников, поток доходов объекта оценки «бизнеса, как ДП» может быть сформирован только из чистой прибыли;
- Поток доходов объекта оценки «ДП» не проходит налоговую очистку, поток доходов объекта оценки «бизнеса, как ДП» проходит налоговую очистку;
- При оценке объекта оценки «ДП» не учитывается риск на структуру уставного капитал, при оценке объекта оценки «бизнеса, как ДП» учитывается риск на структуру уставного капитала;
- Поток доходов объекта оценки «ДП» формируется за любой период времени, поток доходов объекта оценки «бизнеса, как ДП» формируется только за отчетный период, установленный в уставе.

Описание объекта оценки бизнес

(по виду дохода)

Отличие объекта оценки «бизнес, как имущественный комплекс» от объекта оценки «имущественный комплекс» :

- При оценке стоимости объекта оценки «бизнес, как ИК» не требуется регистрация ИК как объекта недвижимости, при оценке стоимости объекта оценки «ИК» требуется регистрация объекта оценки ИК как недвижимости;
- При оценке стоимости объекта оценки «ИК» учитывается только стоимость активов, при оценке стоимости объекта оценки «бизнес, как ИК» учитывается величина как активов, так и обязательств организации;
- При оценке стоимости объекта оценки «ИК» не учитывается стоимость лицензии, при оценке стоимости объекта оценки «бизнес, как ИК» учитывается стоимость лицензии.

Описание объекта оценки бизнес

(по видам рынков)

Источники стоимости в зависимости от вида объекта оценки «бизнес»:

- бизнес как хозяйствующий субъект и права на него (имущество собственников – акции, доли, паи) – *определяется уровнем развития фондового, товарного рынков и рынка имущества;*
- бизнес как действующее предприятие и права на него (имущество хозяйствующего субъекта – действующее предприятие и произведенная на нем продукция) – *определяется уровнем развития товарного рынка и рынка имущества;*
- бизнес как имущественный комплекс и права на него (имущество хозяйствующего субъекта – вещи, права, в т.ч. права требования) – *определяется уровнем развития рынка имущества.*

Описание объекта оценки бизнес

(по виду производственной деятельности)

В соответствии с классификацией бизнес может различаться по видам деятельности:

- производственная деятельность – *промышленные предприятия*
- финансовая деятельность – *финансовые институты*
- инвестиционные компании – *инвестиционные фонды и компании*

Примечание: за исключением хозяйствующих субъектов, занимающихся эксклюзивными видами деятельности, любой частный бизнес может заниматься всеми незапрещенными видами деятельности в любом сочетании.

По результатам идентификации видов деятельности обосновывается:

- возможный выбор стандартов стоимости (рыночная, действующего предприятия, инвестиционная, ликвидационная, залоговая и пр.)
- формирование источников рисков

Описание объекта оценки бизнес (по виду ОПФ)

В зависимости от организационно-правовой формы бизнеса различают:

по качеству публичности

- открытые компании (ОАО)
- закрытые компании (ООО, ОДО, ЗАО, ХТ, ПК)

по форме объединения ресурсов

- общества,
- товарищества,
- кооперативы

Фиксация установленной организационно-правовой формы бизнеса позволяет учесть возможные скидки при определении стоимости или риски, присущие бизнесу.

Описание объекта оценки бизнес (по перспективам использования)

Имеется три варианта использования бизнеса:

- неограниченно долго;
- продажа в конце инвестиционного периода;
- ликвидация в конце инвестиционного периода:
 - упорядоченная ликвидация;
 - ускоренная ликвидация.

Выбор соответствующего варианта осуществляется:

- на основе *решения собственников* или
- на основе принципа *«Наилучшего наиболее эффективного использования»*.

Фиксирование выбранного и обоснованного варианта позволяет выбрать и обосновать методы оценки бизнеса в прогнозный (*метод дисконтирования, капитализации*) и постпрогнозный период (*остаточной стоимости, ликвидационной стоимости*).

Уточнение характеристик бизнеса на основе свойств полученных результатов

Уточнение характеристик бизнеса на основе свойств полученных результатов необходимо для принятия оценочных решений на этапе согласования результатов.

Уточнение осуществляется на основе следующих критериев:

- доминирование достоинств и недостатков каждого из примененных оценочных подходов.
- установленная ценность объекта на основе каждого подхода с учетом сложившейся ситуации на реальном рынке:
 - сравнительный подход – как хозяйствующий субъект среди аналогов;
 - доходный подход – как генератор доходов;
 - затратный подход – как совокупность имущества.

Стоимость (Value)

Стоимость – это одно из свойств товара, отражающее отношение к нему различных участников рыночного оборота – производителя, продавца, покупателя, пользователя.

Наиболее очевидные свойства стоимости

- мера полезности, содействующая или приносящая удовлетворение;
- мера затрат, которые необходимо понести для создания вещи аналогичной полезности;
- мера доступности, которая со своим ростом снижает стоимость;
- мера способности к обмену на другие вещи;
- способность быть измеренной, в частности в денежных единицах.

ВИДЫ СТОИМОСТИ

Стоимость при имеющемся использовании (потребительская стоимость) - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из существующих (а не из лучших) условий и цели его использования.

Стоимость в обмене (меновая стоимость) - стоимость, возможная к получению в условиях свободной продажи на открытом, конкурентном и сбалансированном рынке.

Разновидности стоимости

Рыночная стоимость - наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть продан на основании сделки в условиях конкуренции, когда продавец и покупатель действуют, располагая всей доступной информацией об объекте оценки, а на цене сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- продавец не обязан продавать объект оценки, а покупатель не обязан его приобретать
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах
- объект сделки представлен на продажу в форме публичной оферты
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме

(Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»)

Происхождение термина РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ вытекает из понятия «стоимость на открытом рынке»

Разновидности стоимости

Текущая стоимость – стоимость имущества на сегодняшний момент. Под имуществом понимаются все вещи (в т.ч. деньги, ценные бумаги, имущественные права и пр.)

Будущая стоимость – стоимость имущества на какой-то заданный отдаленный момент времени

Стоимость воспроизводства – текущая стоимость вещи, соответствующей полностью своему назначению и воссозданной по прежним конструктивам, из прежних материалов. Это стоимость в представлении текущего собственника.

Стоимость замещения – текущая стоимость вещи, соответствующей полностью своему назначению и воссозданной по современным конструктивам, из современных материалов. Это стоимость в представлении будущего собственника.

Справедливая стоимость – понятие стоимости, основанное на рыночной стоимости, но определяемое не на конкретную дату, а учитывающее динамику поведения цен в течение определённого интервала времени.

Разновидности стоимости

Инвестиционная стоимость - это стоимость, которая показывает, во что обходятся актив вполне определенному инвестору и определяется исходя из доходности объекта оценки для конкретного лица при заданных инвестиционных целях. В отличие от рыночной инвестиционная стоимость связана с определенным проектом и его инвестором. К оценке инвестиционной стоимости обращаются при осуществлении инвестиций в интересах проведения реорганизационных мероприятий и обоснования инвестиционных проектов.

Ликвидационная стоимость - это стоимость бизнеса, определяемая в предположении ожидания прекращения его деятельности и последующей реализации имущества. Ликвидационная стоимость может определяться для двух случаев:

Стоимость при упорядоченной ликвидации - это стоимость активов, реализация которых осуществляется в течение разумного промежутка времени необходимого для того, чтобы получить наибольшую цену за каждый из продаваемых активов.

Стоимость при вынужденной ликвидации - это стоимость активов, реализация которых осуществляется в короткие сроки, когда не остается времени на рекламу, маркетинг, экспозицию товаров на рынке.

Разновидности стоимости

Страховая стоимость - это стоимость замещения или воспроизводства имущества в случае его утраты или физического уничтожения.

Залоговая стоимость – представляет собой стоимость имущественного права обратиться взыскание на предмет залога. Отличается от стоимости права собственности величиной издержек (временных и финансовых), связанные с осуществлением процедуры обращения взыскания и процедуры реализации имущества на рынке.

Стоимость действующего предприятия - это стоимость актива организации, в которой к стоимости материальной части имущества добавляется стоимость нематериальных активов, гудвилл и пр., что позволяет предприятию приносить (генерировать) доходы.

Балансовая стоимость - это стоимость активов за вычетом накопленной амортизации (финансовый износ), использованных текущих ресурсов в соответствии с записями в бухгалтерских счетах.

Номинальная стоимость - это стоимость активов это стоимость актива, определённая в номинальных денежных показателях на текущий момент времени, без поправок на инфляцию.

Номинальная и реальная – номинальная – в номинальных ценах (учитывает инфляцию), реальная – не учитывает инфляцию.

Себестоимость - количество затрат, понесенных при изготовлении и продаже продукции

Стандарт стоимости

Стандарт стоимости является характеристикой результата оценки стоимости в каждом конкретном отчёте и учитывает в себе:

1. Вид определяемой стоимости, установленный в Задании на оценку
2. Вид объекта оценки, соответствующего установленному в отчёте результату оценки стоимости
3. Назначение оценки стоимости, установленном в Задании на оценку
4. Степень соответствия определению стоимости, зафиксированном в ст3 Закона №135-ФЗ
5. Степень соответствия рынку (сложившимся рыночным условиям) на дату оценки
6. Наличие прав, допущений и ограничений в отношении объекта оценки

Оценка стоимости

ПРИМЕР АНАЛИЗА РЫНКА

для целей определения возможности применения требуемого стандарта
СТОИМОСТИ

При проведении анализа рынка исследуются:

1. Соотношение спроса и предложения с целью идентификации рынка продавцов или рынка покупателей
2. Анализ уровня конкуренции (степени монополизации)
3. Анализ стабильности (волатильности) рынка
4. Анализ уровня развитости рынка (количество сделок)
5. Анализ сложившихся тенденций на рынке – направление поведения рынка (рост, снижение по размеру оборота, по количеству сделок)
6. Степень однородности рынка – присутствие на рынке покупателей с различными уровнями доходов
7. Ликвидность рынке – соотношение суммы цен всех товаров, имеющих на рынке с суммой денежных средств, обращающихся на рынке
8. Подверженность влиянию поведения других рынков (труда, капитала, валюты и пр.)

Соотношение назначения оценки и стандарта стоимости

Назначение оценки (вид сделки)	Вид стоимости
Сделка купли-продажи бизнеса	Рыночная
Слияние или разделение компаний	Рыночная
Поглощение компании	Инвестиционная или рыночная
Создание или расширение компании	Инвестиционная
Ликвидация компании, изъятие собственности по суду	Ликвидационная или рыночная
Для определения налогов	Рыночная
Для целей страхования	Страховая (воспроизводства или замещения)
Для получения займов или кредитов	Рыночная или ликвидационная
Для определения выгоды или упущенной выгоды	Инвестиционная

Оценочные подходы, их сущность и значимость

Оценочный подход – совокупность методов, решающих задачу оценки стоимости имущества с точки зрения интересов одного из участников сделки. Оценочный подход направлен на выявление денежной величины стоимости как функции полезности возможного целесообразного (в представлении собственника) использования имущества, включая имущественные права.

Метод оценки - установленный порядок применения специфических оценочных инструментов, позволяющих получить искомый результат.

Всего различают три основных подхода - **доходный**, **затратный** и **сравнительный**.

Положение 3-х подходов на рынке определяется тем, что каждый из них:

- имеет собственные достоинства и недостатки;
- обеспечиваются исходными данными (ИД) определенного качества и объема;
- соответствуют в большей или меньшей степени назначению оценки;
- соответствуют в большей или меньшей степени состоянию рынка (маятник рынка);
- соответствуют в большей или меньшей степени объекту оценки (его рыночному обороту).

Экономическая база подходов

Затратный подход - COST APPROACH - основан на исторических затратах, формирующих остаточную текущую стоимость имущества, и отражает позицию продавца. Его содержанием являются следующие утверждения:

- стоимость пакета акций (доли) определяется на основании величины затрат, пошедших на создание аналогичной компании;
- стоимость пакета акции (доли) является производной от стоимости активной части капитала;
- стоимость пакета акций (доли) зависит от величины рыночной стоимости каждого элемента актива, скорректированной с учетом времени и затрат на их реализацию за вычетом стоимости обязательств.

Сравнительный подход – DIRECT MARKET COMPARISON APPROACH - является компромиссным и отражает ситуацию, которая сложилась на рынке на текущий момент. Он основан на исторических результатах деятельности, осуществляемой на имеющихся активах (имуществе). Его содержанием являются следующие утверждения:

- пакет акция (доля) имеет стоимость, сопоставимую со стоимостью продаж акций, аналогичных по виду деятельности, профилю, объему капитала, коэффициентам и иным параметрам компании;
- стоимость пакета акций (доли) зависит от размера созданной прибыли;
- стоимость пакета акций (доли) определяется сложившимся соотношением спроса и предложения, а также конкуренцией на рынке.

Доходный подход – INCOME APPROACH - основан на исторической способности для создания перспективных доходов, создаваемых на перспективной стоимости имущества (которое в т.ч. еще будет приобретено) и отражает позицию покупателя. Его содержанием являются следующие утверждения:

- стоимость пакета акций (доли) зависит от величины будущей прибыли и размера рисков вложений;
- стоимость пакета акций (доли) определяется способностью бизнес генерировать прибыль.

Содержание подходов

Затратный подход

Получаемый результат характеризуется тем, что

- подход дает стоимость акций из контрольного пакета (контрольной доли).
- подход дает рыночную стоимость компании, формирующуюся на рынках активов (вторичных).

Область применения. Этот подход обычно применяется как основной к компаниям, стоимость которых незначительно превышает стоимость их материальных активов, (например, к холдинговым или инвестиционным компаниям, которые сами не создают массу чистого дохода, или когда значительная часть предприятия составляет финансовые активы), а также для целей страхования, залога или ликвидации.

Методы. Затратный подход объединяет в себе следующие методы

- метод накопления активов
- метод скорректированной балансовой стоимости (чистых активов)
- метод ликвидационной стоимости

Достоинства

- основан на рыночной стоимости реально существующих активов
- особенно пригоден для некоторых видов компаний и целей оценки
- всегда реализуем

Недостатки

- часто не учитывает стоимость НМА и Goodwill
- статичен, нет учета будущих ожиданий
- не рассматривает уровни прибыльности или убыточности
- не учитывает риски, источниками которых является сам бизнес и фондовый рынок, а учитывает риски, источниками которых являются рынки активов.
- не учитывает занимаемый компанией этап жизненного цикла
- не учитывает соотношение спроса и предложения на производимую продукцию.

Проблемы. Использование метода избыточной прибыли не дает точной оценки рыночной стоимости нематериальных активов, поскольку он опирается не на рыночные, а на среднеотраслевые показатели, которые не всегда адекватны рыночным представлениям (касается отраслей, компании которых не котируются на рынках и биржах).

Опирается на принципы: полезности, вклада, остаточной продуктивности земли, экономического разделения прав.

Содержание подходов

Доходный подход

Получаемый результат характеризуется тем, что

- подход дает оценку стоимости контрольного пакета акций (контрольной доли).
- подход дает фундаментальную стоимость организации, основанную на способностях производства приносить доходы.

Область применения. Этот подход применяется к организациям, приносящим доход в чистом виде, то есть именно к бизнесу, а также для целей купли-продажи. По крайней мере, при оценке бизнеса он будет играть ключевую роль. Подход не применим к убыточным организациям.

Методы. Доходный подход объединяет в себе следующие методы

- метод дисконтирования потока доходов (метод пересчета будущих ежегодных доходов компании в текущую стоимость)
- метод капитализации доходов (метод накопления средней величины доходов).

Достоинства.

- единственный метод, учитывающий будущие ожидания
- учитывает рыночные риски
- учитывает экономическое устаревание (стадию ЖЦ)

Недостатки.

- трудоемок прогноз
- носит частично вероятностный характер
- не учитывает реальных изменений и колебаний цен, так как предполагает равномерное и стабильное изменение спроса и предложения
- не всегда реализуем (не применим к убыточным компаниям)

Проблемы подхода. Присутствуют сложности с определением ставки дисконтирования, поскольку МОКА имеет ограниченную область применения в связи с жесткими требованиями, предъявляемыми ею к качеству рынка и к размеру выборки данных для обеспечения требуемой точности статистических оценок. Расчеты на основе КМ существенно формализованы, что снижает ее достоверность.

Опирается на принципы: ожидания, остаточной продуктивности земли, возрастающей/убывающей отдачи, зависимости, спроса и предложения, конкуренции, изменения.

Содержание подходов

Сравнительный подход

Получаемый результат характеризуется тем, что

- подход дает стоимость акций как из контрольного, так и из неконтрольного пакета (контрольной и неконтрольной доли), в зависимости от применяемых оценочных методов.
- подход дает рыночную стоимость компании, основанную на результатах торгов на фондовом рынке, что может не совпадать с внутренней стоимостью компании (отсюда возникает недооцененность и переоцененность).

Область применения. Данный подход применим ко всем компаниям, для которых можно найти аналоги на рынке.

Ограничения.

Результат подхода будет состоятельный при условии сформировавшегося и стабильного рынка. Выполнение этих условий и предполагает баланс интересов участников

Методы.

- метод компании-аналога (или метод рынка капиталов)
- метод сделок (или метод продаж)
- метод отраслевых коэффициентов (или метод отраслевых соотношений).

Достоинства.

- полностью рыночный метод
- отражает текущую реальную практику продаж
- доступен для всех компаний

Недостатки.

- основан только на исторических итогах деятельности
- необходим ряд сложных поправок и корректировок
- трудно доступные данные, в связи с чем, не всегда реализуем
- нет учета будущих ожиданий

Проблемы подхода. Практически полностью отсутствует методическая база корректировки цены компаний-аналогов, что существенно сужает область применения подхода, а в российских условиях практически лишает оценщиков возможности воспользоваться им.

Опирается на принципы: полезности, замещения, вклада, сбалансированности, экономического разделения прав, соответствия, спроса и предложения.

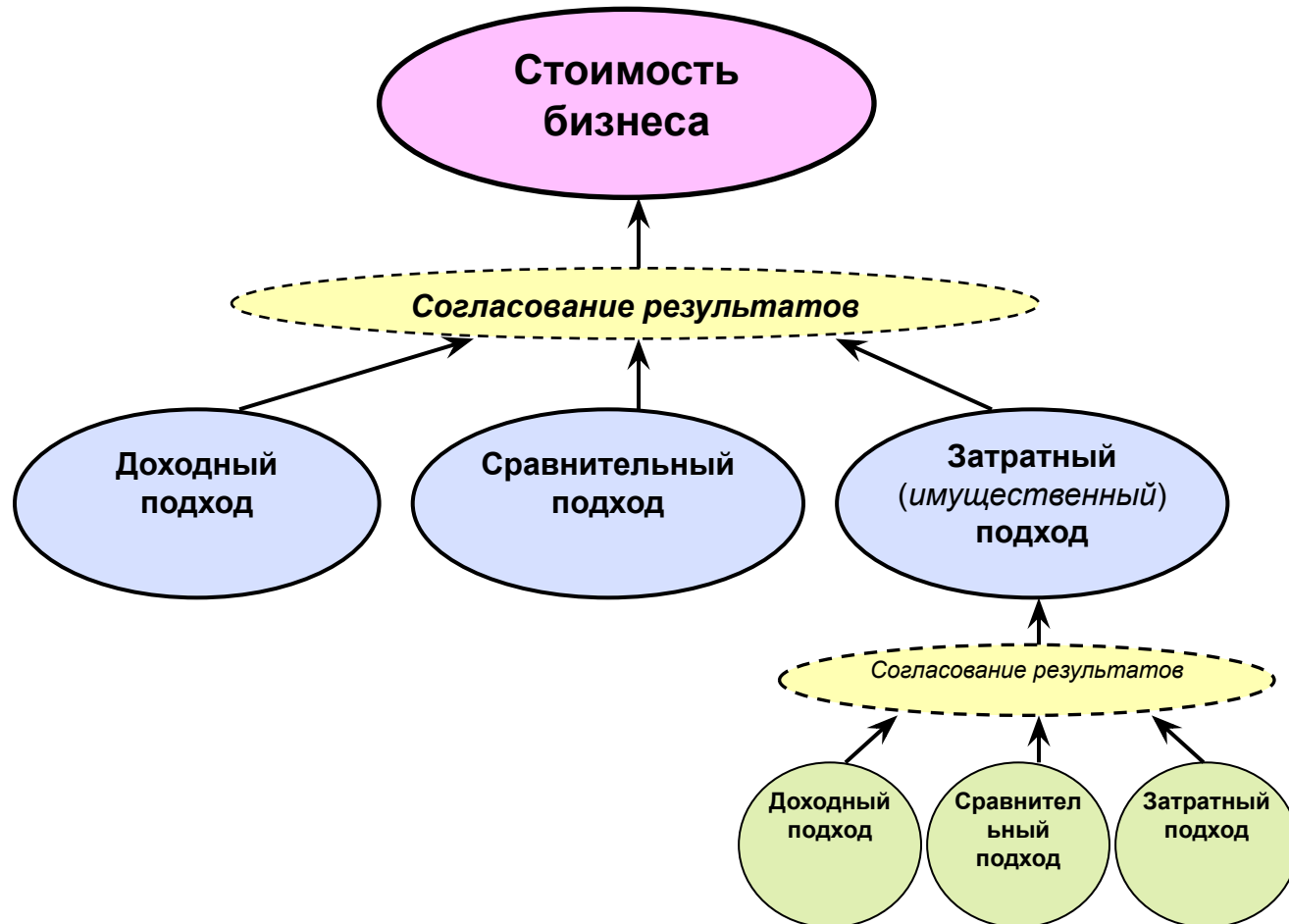
Особенности применение оценочных подходов при оценке бизнеса

ОСОБЕННОСТИ РЕАЛИЗАЦИИ ПОДХОДОВ ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Особенность методологии оценки бизнеса состоит в том, что **доходный** и **сравнительный подходы** построены на концепции восприятия бизнеса как целостной системы, с одной стороны, удовлетворяющей интересы его собственников по созданию дохода, с другой стороны, позволяющей проводить сопоставления с другими подобными системами, имеющими аналогичное назначение.

Вместе с тем, в рамках **затратного подхода** бизнес представляется как актив, состоящий из совокупности элементов, каждый из которых представляет собственную ценность и, в связи с этим, оценивается по отдельности. Поэтому в рамках затратного подхода каждый элемент актива оценивается на основе применения к нему всех трех упомянутых выше подходов.

Особенности применение оценочных подходов при оценке бизнеса



Доходный подход

Экономическая сущность подхода

Стоимость на основе доходного подхода
вытекает из инвестиционных представлений
покупателя

$$D = \%_c * C \quad \rightarrow \quad V_c = D / \%_m,$$

где C – величина вложенного капитала;

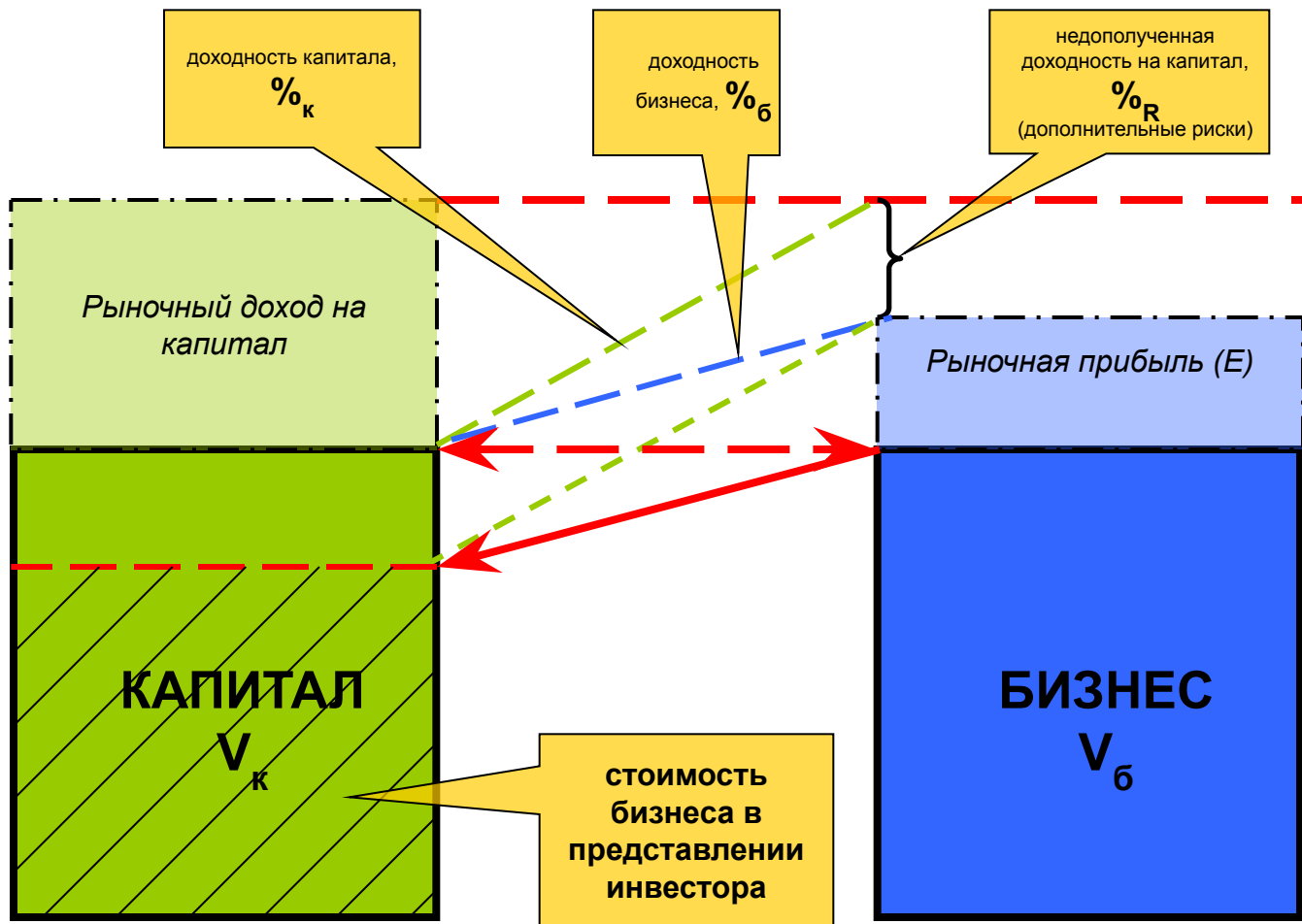
$\%_c$ – процент на капитал;

$\%_m$ – рыночная доходность на капитал;

D – доход на вложенный капитал;

V_c – рыночная стоимость капитала.

Формирование стоимости бизнеса



Доходный подход

выбор метода оценки

Доходный подход (Income Approach) определяется как общий способ определения оценочной стоимости компании, доли акционеров в капитале компании или ценных бумаг, в рамках которого используются один или более методов, основанных на пересчете ожидаемых доходов. (раздел II-A Стандарта BVS-VII “Доходный подход к оценке бизнеса”, АОО).

Соотношение методов дисконтирования и капитализации потока доходов

$$PV = \sum CF_i / (1 + R_i)^i$$

$$PV = CF_1 / K,$$

где: CF_i – денежный поток i-го года; R_i – ставка дисконтирования i-го года; K – коэффициент капитализации;

Отличие метода дисконтирования от метода капитализации: в методе капитализации отсутствует фактор времени.

Исходные данные для реализации метода дисконтирования:

- определение длительности прогнозного интервала (конечный или бесконечный);
- выбор вида дохода, используемого в качестве базы для оценки;
- анализ и прогнозирование потока доходов компании в течение прогнозного интервала;
- определение ставки дисконтирования;
- расчет стоимости на прогнозном интервале;
- внесение заключительных поправок.

Доходный подход

определение горизонта прогноза

Факторы, влияющие на длительность горизонта прогноза:

1. Планы руководства по развитию бизнеса (ограниченный срок ведения бизнеса, неограниченный срок ведения бизнеса, продажа бизнеса через определённое время)
2. Внешние ограничения развития бизнеса (отсутствие внешних причин ограничения существования бизнеса или их наличие)
3. Отраслевая принадлежность (развивающаяся отрасль, стагнирующая отрасль)
4. Рынок выпускаемой продукции (монопольный, конкурирующий) и положение на рынке (доминирующее, лидирующее, отстающее)
5. Занимаемый этап жизненного цикла (развитие, зрелость, стагнация, упадок)
6. Состояние макроэкономической среды (стабильное состояние, кризисное состояние, пр.)

Методы повышения надёжности прогноза:

1. Разбиение прогнозного интервала на 2 периода – прогнозный (ПП) и постпрогнозный (ППП):
 - окончательная оценка стоимости является суммой текущих стоимостей, определенных для каждого периода в отдельности
 - применяется, когда перспективы использования бизнеса предсказуемы
2. Построение трех сценариев (пессимистический, оптимистический, реалистический):
 - окончательная оценка стоимости является средневзвешенной величиной текущей стоимости, определенной для каждого сценария в отдельности
 - применяется, когда перспективы использования бизнеса неопределенные

Доходный подход

определение горизонта прогноза

Пример 1

1. Объект оценки – 100%-я доля участия в ООО «Обувной магазин» в сегменте спортивной обуви.
2. По замыслу собственников, предполагается, что организация будет функционировать неограниченный период времени.
3. Финансовый анализ показал, что у организации закончилась стадия «**зарождение**» ЖЦ и она выходит на стадию «**развитие**».
4. Анализ местного рынка показал, что спрос на продаваемую продукцию не удовлетворен, ближайший магазин находится в 30 минутах транспортом.
5. Анализ окружающей инфраструктуры показал, что организация находится в районе новостройки, новые градостроительные решения будут приниматься не ранее 30 лет.
6. Макроэкономический анализ показал, что состояние экономики не устойчивое.

- ВЫВОД.**
1. Перспективы использования бизнеса предсказуемы
 2. Внешних причин, ограничивающих срок существования организации нет
 2. Внутренних причин (финансовое состояние, стадия жизненного цикла, замыслы собственников), ограничивающих срок существования организации нет

- РЕШЕНИЕ ОЦЕНЩИКА.**
1. Выбирается 2-хпериодная модель денежного потока
 2. Длительность ПП выбирается на уровне нижнего значения максимальной величины – 8 лет, ППП - неограничен.

Доходный подход

определение горизонта прогноза

Пример 2

1. Объект оценки – 100%-я доля участия в ООО «АЗС № 17» (розничная торговля бензином).
2. По замыслу собственников, предполагается, что организация будет функционировать неограниченный период времени.
3. Финансовый анализ показал, что организация находится на стадии «**зрелость**» ЖЦ.
4. Анализ местного рынка показал, что спрос на продаваемую продукцию стабилен, ближайшая АЗС находится в 20 минутах транспортом.
5. Анализ окружающей инфраструктуры показал, что организация находится в районе перспективной застройки (Новая Москва), новые градостроительные решения начнут реализовываться через 5 лет. Срок действия договора аренды земли закончиться через 5 лет без пролонгации.
6. Макроэкономический анализ показал, что состояние экономики не устойчивое.

ВЫВОД. 1. Перспективы использования бизнеса предсказуемы
2. Имеются внешние причины, ограничивающие срок существования организации – 5 лет
2. Внутренние причины (финансовое состояние, стадия ЖЦ, замыслы собственников), ограничивающих срок существования организации нет

РЕШЕНИЕ ОЦЕНЩИКА. 1. Выбирается 2-хпериодная модель денежного потока
2. Длительность ПП выбирается на уровне – 5 лет.
3. ППП отсутствует, организация в конце ПП ликвидируется.

Доходный подход

определение горизонта прогноза

Пример 3

1. Объект оценки – 100%-я доля участия в ООО «Детский мир» (розничная торговля детскими вещами).
2. По замыслу собственников, предполагается, что организация будет функционировать неограниченный период времени.
3. Финансовый анализ показал, что организация находится на стадии «*стагнация*» ЖЦ, рентабельность недостаточная.
4. Анализ местного рынка показал, что спрос на продаваемую продукцию падает, однако конкурирующих магазинов нет.
5. Анализ окружающей инфраструктуры показал, что организация находится в районе старой застройки, средний возраст жителей – 45 лет.
6. Макроэкономический анализ показал, что состояние экономики не устойчивое.

ВЫВОД.

1. Перспективы использования бизнеса предсказуемы
2. Внешних причин, ограничивающих срок существования организации нет
2. Имеются внутренние причины (финансовое состояние, занимаемая стадия ЖЦ), ограничивающих срок существования организации – 4-6 лет.

РЕШЕНИЕ ОЦЕНЩИКА.

1. Выбирается 2-хпериодная модель денежного потока
2. Длительность ПП выбирается на уровне – 5 лет.
3. ППП отсутствует, организация в конце ПП продается с репрофилированием под магазин бытовых товаров.

Доходный подход

определение горизонта прогноза

Пример 4

1. Объект оценки – 40%-я доля участия в ООО «Инвестиции и капитал» (инвестиционная деятельность).
2. По замыслу собственников, предполагается, что организация будет функционировать неограниченный период времени.
3. Финансовый анализ показал, что организация находится на стадии «**зрелость**» ЖЦ, рентабельность недостаточная, финансовое состояние критическое.
4. Анализ финансового рынка показал его высокую волатильность.
5. Анализ рыночной среды показал, что спрос на инвестиционные продукты падает ввиду стагнации на рынке строительства.
6. Макроэкономический анализ показал, что состояние экономики не устойчивое.

ВЫВОД.

1. Перспективы использования бизнеса не предсказуемы ввиду непредсказуемости ситуации на рынке инвестиций
2. Внешних причин, ограничивающих срок существования организации нет
2. Имеются внутренние причины (финансовое состояние, занимаемая стадия ЖЦ), ограничивающих срок существования организации – 4-6 лет.

РЕШЕНИЕ ОЦЕНЩИКА.

1. Выбирается 3-хсценарная модель CF: оптимистическая, пессимистическая и наиболее вероятная
2. Срок существования CF не ограничивается
3. Величины весовых коэффициентов рассчитываются на основании данных анализа рынка

Доходный подход

Источник доходов собственников бизнеса

В соответствии с принципом ожидания – стоимость объекта оценки равна сумме текущих стоимостей возможных выгод, которые могут быть получены в будущем от пользования объектом оценки.

Собственник капитала может получать 2 вида выгод от вложенного капитала:

- доходы на капитал;
- возврат капитала после продажи вложения (реверсия).

Единственным источником получения доходов от капитала, вложенного в коммерческую организацию, является чистая прибыль этой организации:

1. В соответствии с ФЗ «Об АО» участники акционерного общества (ОАО, ЗАО) имеют право на получение части прибыли акционерного общества;
2. В соответствии с ФЗ «Об ООО» участники ООО (ОДО) вправе принимать решения о распределении чистой прибыли между участниками общества (т.е. распоряжении ею).
3. В соответствии с ФЗ «О производственных кооперативах» - прибыль кооператива распределяется между его членами в соответствии с их личным трудовым и (или) иным участием, размером паевого взноса; распределению подлежит часть прибыли кооператива, остающаяся после уплаты налогов и иных обязательных платежей.

Доходный подход

выбор вида потока доходов

Виды потоков доходов:

- дивиденды (выплачиваемые или назначенные) – реальные деньги, выплачиваемые учредителям
- прибыль организации – источник финансирования
- выручка организации – одна из составляющих дохода
- денежный поток (потенциальный дивиденд) – служит основой начисления реальных дивидендов

Характеристики потоков доходов

Дивиденды являются параметром, на базе которого получается наиболее достоверный результат стоимости капитала собственников. Дивиденды непосредственно поступает её собственникам после принятия необходимых решений на собрании акционеров (разделения прибыли на распределяемую и нераспределенную).

Прибыль является базой начисления дивидендов и тоже носит объективный характер. Вместе с тем из прибыли еще предстоит изъять часть ресурсов на обслуживание бизнеса (реинвестированная прибыль), что должно быть определено на собрании акционеров, а это снижает достоверность величины стоимости компании

Выручка в гораздо меньшей степени подвержена субъективным искажениям, однако её применять можно только для высокоэффективного производства, когда соотношение себестоимости производства и других расходов находится в тесной постоянной связи с выручкой.

Денежный поток - это сумма денежных средств, которая остается после того, как удовлетворены все потребности бизнеса в денежных средствах в данном операционном периоде. Денежный поток является потенциальной базой для начисления дивидендов.

Доходный подход

денежные потоки

Денежный поток – это поток денег на капитал. Вид денежного потока зависит от вида капитала: собственный и инвестированный.

Виды денежных потоков:

- для собственного капитала – это денежный поток на капитал собственников организации (дивиденды)
- для инвестированного капитала (бездолговой денежный поток) – это денежный поток на капитал собственников организации (дивиденды) и на капитал заемщиков (проценты к выплате); в бездолговом ДП долг не прогнозируется

Доходный подход

денежный поток на собственный капитал

На основе **денежного потока для собственного капитала (ЕСF)** определяется стоимость капитала, инвестированного в бизнес собственниками, в связи с чем этот поток очищен от средств по обслуживанию долга.

$$ЕСF = EBIT - I - T - E_{re}$$

$$PV_e = ЕСF / K$$

Рыночная стоимость **собственного капитала** для акционерного общества - это рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций, для ООО и производственных кооперативов - рыночная стоимость долей и паев учредителей.

Виды денежного потока

Для инвестированного капитала (бездолговой денежный поток) – CCF (Capital Cash Flow)

На основе *денежного потока для инвестированного капитал* определяется стоимость капитала, инвестированного в компанию как собственниками, так и внешними инвесторами на основе долгосрочных заемных средств, в связи с чем этот поток не очищается средств по обслуживанию долга.

$$CCF = EBIT - T - E_{re}$$

На основе *бездолгового денежного потока* определяется суммарная рыночная стоимость собственных средств и долгосрочной задолженности компании, то есть всего инвестированного капитала (иными словами, это *стоимость предприятия*). В этом случае для определения стоимости собственных средств компании из полученного результата следует вычитать стоимость долгосрочных заемных средств, определенную на дату оценки.

$$PVe = CCF / K - LTD_{\Sigma}$$

Доходный подход

денежный поток на инвестированный капитал

Область применения бездолгового денежного потока:

1. Деятельность организации финансируется за счет как собственного капитала, так и процентного заемного капитала. При этом сумма процентного заемного капитала значительна по отношению к величине собственного капитала и такая структура финансирования сохранится в прогнозном периоде.
2. Оценка **инвестированного капитала** проводится:
 - с целью привлечения инвестиций в оцениваемую организацию при совершении сделок слияний и поглощений.
 - при невозможности построить прогноз привлечения заемных средств.

Алгоритм оценки стоимости СК

Соотношение стоимости СК, оцененной на основании ЕСФ и ССФ

$$\text{CCF} = \text{ЕБИТ} - \text{T} - \text{E}_{\text{re}}$$

$$\text{ЕСФ} = \text{ЕБИТ} - \text{I} - \text{T} - \text{E}_{\text{re}}$$



$$\text{CCF} / \text{K}$$



$$\text{ЕСФ} / \text{K}$$



$$\text{CCF} / \text{K} - \text{LTD}_{\Sigma}$$



$$\text{PV}_e$$

Элементы денежного потока

структура формирования чистой прибыли

Показатель прибыли	Исключаемый элемент	Результат
S Выручка	- C Расходы без учета амортизации	EBITDA
EBITDA* Прибыль до амортизации, выплаты процентов и налогов	- DA Износ и амортизация	EBIT
EBIT Прибыль до выплаты процентов и налогов	- I Процент к выплате	EBT
EBT Прибыль до выплаты налогов	- T Налог на прибыль (20%)	E
E Чистая прибыль		

* **EBITDA** - Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

Доходный подход

денежный поток на собственный капитал

$$ECF = (EBIT - T) - (CE - DA) - IWC + LTD - I$$

Номер прогнозного периода		1	2	3	4	5
Прибыль до налогообложения (EBIT)	плюс	+20				
Налог на прибыль (T)	минус	-4				
Капитальные вложения (CE)	минус	-250				
Амортизационные отчисления (DA)	плюс	+230				
Прирост СОС (IWC)	минус	-2				
Прирост ДЗ (LTD)	плюс	+10				
Обслуживание долга (I), выплачиваемый из чистой прибыли (10% + погашение в течение 5 лет)	минус	-3				
Денежный поток (ECF)		1				

Доходный подход

денежный поток на инвестированный капитал

$$CCF = (EBIT - T) - (CE - DA) - IWC$$

Исходное	прибыль перед обслуживанием долга и выплатой налогов (EBIT)	
	минус	налог на прибыль (T)
	плюс	амортизационные отчисления (DA)
	минус	капитальные вложения (CE)
	минус	прирост собственных оборотных средств (IWC)
Итого	Денежный поток (CCF)	

Элементы денежного потока

УСЛОВИЯ ФОРМИРОВАНИЯ ЭЛЕМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

1. Размер капитальных вложений (CE) должен быть не меньше источников его финансирования. При финансировании капитальных вложений (CE) в первую очередь привлекаются амортизационные отчисления (DA), затем, при их недостаточности – внешние займы (LTD) и в последнюю очередь – чистая прибыль компании (E). В случае если ежегодная потребность в капитальных вложениях (CE) ниже годовой амортизации (DA), излишек последней исключается из денежного потока (CF) и остается на балансе компании в виде имущества (денежных средств на расчетном счете):

$$CE \geq DA + LTD$$

Элементы денежного потока

УСЛОВИЯ ФОРМИРОВАНИЯ ЭЛЕМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

ПРИМЕР:

1. $CE^{2011} = 20$ м. р.; $DA^{2011} = 18$ м.р.; $LTD^{2011} = 0$ р. $E_{re} = 20 - 18 = 2$ м.р.
2. $CE^{2011} = 20$ м. р.; $DA^{2011} = 22$ м.р.; $LTD^{2011} = 0$ р. $E_{re} = 20 - 20 = 0$ р.
3. $CE^{2011} = 20$ м. р.; $DA^{2011} = 16$ м.р.; $LTD^{2011} = 1$ м. р. $E_{re} = 20 - (16 + 1) = 3$ р.

В первом примере из чистой прибыли будет взято 2 м.р. на дофинансирование капитальных вложений

Во втором примере на финансирование CapEx идет только 20 м.р. амортизации, оставшиеся 2 м.р. остаются на расчетном счете как имущество в виде денежных средств.

В третьем примере капитальные вложения финансируются из амортизации и долгосрочных займов, из чистой прибыли на дофинансирование берется 3 м.р.

Элементы денежного потока

УСЛОВИЯ ФОРМИРОВАНИЯ ЭЛЕМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

2. Прирост собственных оборотных средств (с любым знаком) учитывается в денежном потоке только при условии наличия СОС:

- если собственные оборотные средства компании отсутствуют ($WC \leq 0$) этот элемент денежного потока не учитывается;
- если WC станет меньше 0 в середине CF, с этого момента этот элемент CF не учитывается
- Если IWC меньше 0 (прирост отрицательный), то IWC принимается равным 0.

$$IWC = WC_2 - WC_1 > 0, \text{ или}$$
$$\Delta COC = COC_2 - COC_1 > 0$$

Элементы денежного потока

УСЛОВИЯ ФОРМИРОВАНИЯ ЭЛЕМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

ПРИМЕР:

1. $WC^{2010} = 5,5 \text{ м. р.}; WC^{2011} = 6 \text{ м.р.}; IWC^{2011} = 0,5 \text{ м.р. } E_{re} = - 0,5 \text{ м.р.}$
2. $WC^{2010} = 6 \text{ м. р.}; WC^{2011} = 5,5 \text{ м.р.}; IWC^{2011} = -0,5 \text{ м.р. } E_{re} = - (-0,5 \text{ м.р.}) = 0 \text{ р.}$
3. $WC^{2010} = - 6 \text{ м. р.}; WC^{2011} = - 5,5 \text{ м.р.}; IWC^{2011} = -5,5 \text{ м.р. } - (- 6 \text{ м.р.}) = 0,5 \text{ м. р. } E_{re} = 0 \text{ р}$

В первом примере из чистой прибыли будет взято 0,5 м.р. на дофинансирование СОС

Во втором примере на финансирование IWC ничего не пойдет, так как нужды в этом нет ($IWC < 0$).

В третьем примере $IWC > 0$, однако, дофинансирования из чистой прибыли не будет, так как сами $WC < 0$.

Элементы денежного потока

УСЛОВИЯ ФОРМИРОВАНИЯ ЭЛЕМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

3. Долгосрочные финансовые вложения (LTD) могут привлекаться в любом объеме, но в CF они учитываются только в объеме, необходимом для снижения финансовой нагрузки на чистую прибыль (E). Оставшийся объем займов реализуется в виде имущества или сохраняется на расчетных счетах в виде денежных средств.
4. Выплачиваемые проценты (I) по обслуживанию имеющихся и вновь привлекаемых займов учитывается в CF в виде самостоятельного элемента только в случае, если они не учтены предварительно в составе финансовых результатов в Прочих Видах Деятельности (ПВД).

Таким образом

$$0 < E_{re} = (CE - DA - IWC + LTD) < E$$

Доходный подход

методы моделирования денежных потоков

Для прогноза изменения элементов денежного потока наиболее употребительны следующие способы:

МЕТОД ФИКСАЦИИ НА ОПРЕДЕЛЕННОМ УРОВНЕ

Применяется в том случае, если не известны или не понятны планы на дальнейшее изменение элементов денежного потока, а также невозможно получить убедительную тенденцию их поведения. Тогда принимается допущение, что данная составляющая стабилизируется на уровне среднего.

$$M_{\text{cp}} = (\sum X_i) / N$$

где $M_{\text{cp}} = (\sum X_i) / N$ – среднее арифметическое динамического ряда.

Качество такого допущения оценивается при помощи коэффициента вариации (Var), который должен быть не 10%, в этом случае обеспечивается приемлемая точность допущения. Коэффициент вариации рассчитывается как

$Var = \sigma / M_{\text{cp}}$, где X_i – элементы динамического ряда; N – общее количество элементов динамического ряда;

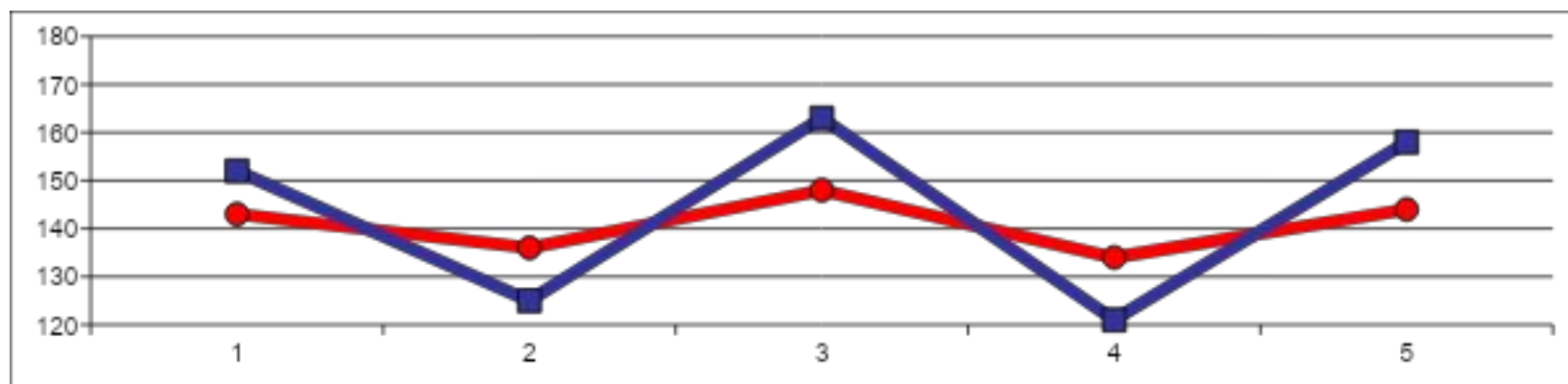
$\sigma = [\sum (X_i - M_{\text{cp}})^2 / N]^{0,5}$ – среднеквадратическое отклонение.

Доходный подход

методы моделирования денежных потоков

Пример

Период	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Исторический период					Прогнозный период			
Выручка (без НДС), т. руб.	147	136	151	134	139	141	141	141	141
	Среднее = 141 т.р. $\sigma = 5,83$ Var = $5,83/141 = 4,1\%$								
Выручка (без НДС), т. руб.	152	125	163	121	158	141	141	141	141
	Среднее = 141 т.р. $\sigma = 19,4$ Var = $19,4/141 = 13,5\%$								



Доходный подход

методы моделирования денежных потоков

метод привязки

Применяется в том случае, когда между двумя элементами денежного потока обнаруживается достаточно тесная связь, тогда ее используют в качестве функциональной зависимости. Один из вариантов определения тесноты связи может быть следующий - рассчитываются отношения парных элементов двух массивов данных (например, себестоимости производства продукции и выручки от ее реализации для каждого года за весь период), затем рассчитывается коэффициент вариации массива отношений.

$$K_i = TC/S,$$

где TC – себестоимость; S – выручка.

Если коэффициент вариации удовлетворяет требованиям (менее 10%), считается что связь тесная и среднюю величину всех отношений можно принять в качестве коэффициента пересчета величины опорного показателя (например, выручки) в величину моделируемого (например, себестоимости).

Пример

Период	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	Исторический период					Прогнозный период			
Выручка (без НДС), т. руб	147	136	151	134	139	142,43	142,43	142,43	142,43
Себестоимость, (без НДС) т.руб.	137	135	142	133	135	138,73	138,7	138,7	138,7
Отношение себестоимость /выручка	0,932	0,993	0,940	0,993	0,971	0,974	0,974	0,974	0,974

Среднее значение = 0,974 т.р. Коэффициент вариации $0,03 / 0,974 = 0,03$ или 3%.

Доходный подход

методы моделирования денежных потоков

метод экстраполяции

Применяется в том случае, когда наблюдается устойчивая тенденция в поведении показателя (например, рост или снижение). В этом случае строится линия тренда, аппроксимирующая поведение показателя. Наиболее удобно для построения линии тренда воспользоваться средствами электронных таблиц Excel, при помощи которых можно получить алгебраическое выражение, описывающее линию тренда, и оценку достоверности аппроксимации. Для простейшего случая, когда тренда представляет собой прямую линию, ее можно описать зависимостью вида

$$Y = a \cdot X + b,$$

где X и Y – значения аргументов и функции соответственно; a и b – коэффициенты линейного уравнения. При этом значения коэффициентов уравнения рассчитываются на основе метода наименьших квадратов

$$a = \frac{N \cdot \sum (x_i \cdot y_i) - \sum x_i \cdot \sum y_i}{N \cdot \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2}$$

$$b = \frac{\sum y_i - a \cdot (\sum x_i)}{N}$$

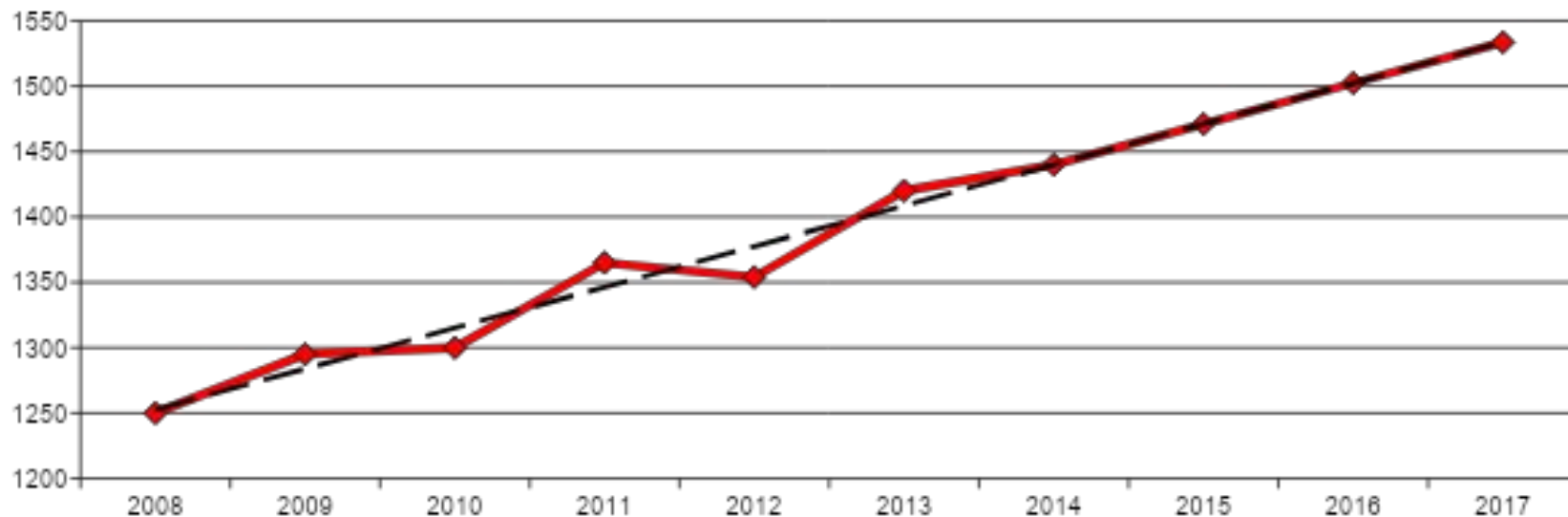
где: x_i — значения аргументов; y_i — значения функции; i — порядковый номер аргумента, изменяется от 1 до N ; N — количество аргументов (общее число, шт.).

Доходный подход

методы моделирования денежных потоков

Линейная экстраполяции

Линейная										
период	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
номер периода	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
показатель	1250	1295	1300	1365	1354	1420	1440	1471	1502	1534

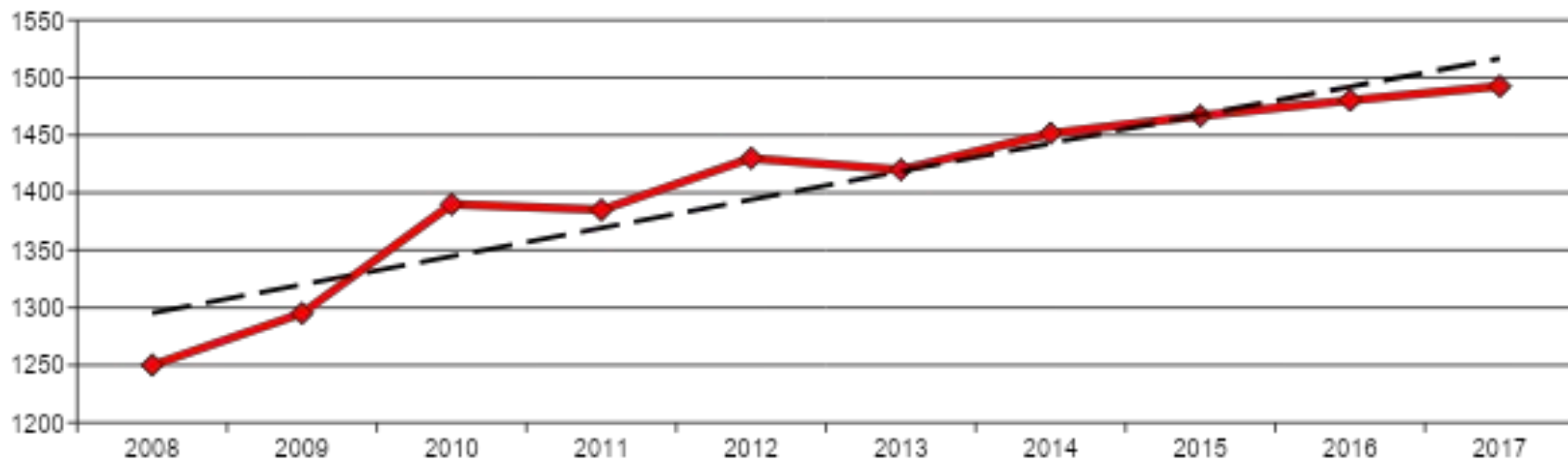


Доходный подход

методы моделирования денежных потоков

Степенная экстраполяция

Степенная										
период	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
номер периода	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
показатель	1250	1295	1390	1385	1430	1420	1452	1467	1480	1493

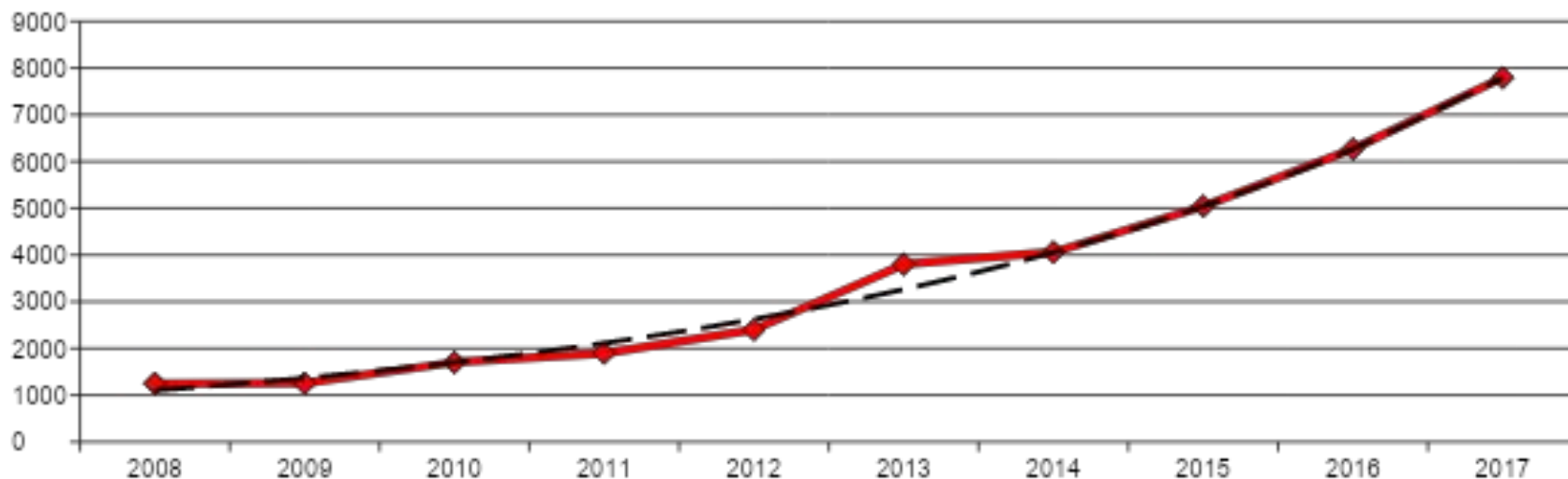


Доходный подход

методы моделирования денежных потоков

Экспоненциальная экстраполяция

Экспоненциальная										
период	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
номер периода	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
показатель	1250	1255	1700	1900	2400	3800	4057	5044	6270	7794

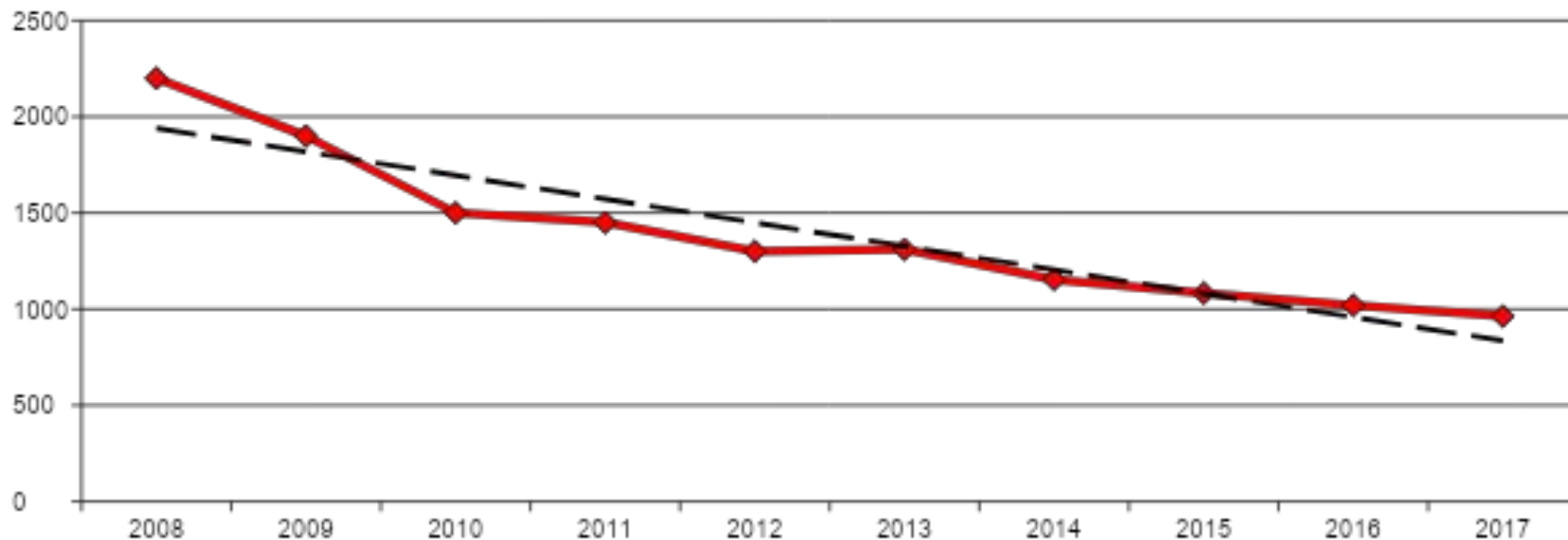


Доходный подход

методы моделирования денежных потоков

Логарифмическая экстраполяция

Логарифмическая										
период	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
номер периода	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
показатель	2200	1900	1500	1450	1300	1310	1154	1083	1019	962,8



Доходный подход

методы моделирования денежных потоков

метод поэлементного планирования

Применяется в том случае, когда предыдущие методы успеха не принесли и тогда моделируемый элемент денежного потока представляется в виде совокупности составляющих более низкого уровня и затем строится прогноз по каждой из этих составляющих рассмотренными выше методами. Полученный результат затем консолидируется и таким образом строится прогноз элемента ДП целиком.

Пример

1. Прибыль (E) может быть представлена как

$$EBIT = S - TC,$$

где: S (sale) – выручка (без НДС)

TC (total cost) – издержки производства.

2. Выручка (S) может быть представлена как

$$S = N * Pr,$$

где: N – объем выпущенной и реализованной продукции

Pr (Price) – цена реализации выпущенной продукции (без НДС).

3. Издержки производства (TC) могут быть представлены как

$$TC = M + DA + SI + Ot,$$

где: M – затраты на материалы

DA – амортизация

SI – оплата труда

Ot - прочие.

Доходный подход

методы прогноза инфляции

Задачей учета влияния инфляции является представление финансовых показателей деятельности и состояния объекта оценке в едином масштабе цен для выявления тенденций их поведения, обусловленных факторами развития самого производства.

метод прямого счета

В некоторых случаях (для многопродуктового производства, в частности) учет инфляции представляет собой достаточно сложную задачу и выполнить ее без помощи сотрудников бухгалтерии и финансового отдела непросто. Это так называемый метод *прямого счета*, когда бухгалтерия вносит необходимые поправки, обусловленные ростом цен, в учет результатов финансово-хозяйственной деятельности, материальных средств и пр.

Доходный подход

методы прогноза инфляции

метод прогнозирования в стабильной валюте

Однако следует учитывать, что перевод стоимости в иностранную валюту может производиться для разных видов активов по различным курсам. Кроме того, если в цене материальных затрат присутствуют транспортные издержки, лицензионные платежи, стоимость хранения на складах, а также значительную долю материальных затрат составляет оплата труда, перевод в долларовое исчисление при помощи единого курса, установленного Центробанком может дать большую погрешность. Поэтому удовлетворительная точность учета инфляции может быть получена для производств, работающих на импортном оборудовании и сырье, поставляющих свою продукцию на экспорт, а также оказывающих финансовые услуги на постоянной основе.

Прогнозирование в стабильной валюте						
Показатель	Период					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Выручка от реализации, млн. руб.	17,3	16,8	21,4	20,4	19,6	20,6
Средневзвешенный курс \$, руб/\$	25,56	24,88	31,78	30,38	29,39	38,42
Выручка от реализации, тыс.\$.	676,84	675,24	673,38	671,49	666,89	791,45

Доходный подход

методы прогноза инфляции

метод корректировки финансовых показателей

В этом случае соответствующие показатели (чаще всего те, которые отражают результаты деятельности) пересчитываются в цены определенного года (текущего или на дату которого осуществляется оценка). В качестве показателей инфляции можно использовать доступные данные Госкомстата РФ, в качестве которых предлагается индексы потребительских цен в целом, индексы на продовольственные и непродовольственные товары, платные услуги населению, а также индексы цен производителей.

При пересчете финансовых показателей из рассматриваемых периодов к ценам текущего года должна учитываться инфляция всех тех периодов, которые оказали влияние на рост цен в текущем году относительно рассматриваемого.

Поскольку при учете влияния инфляции денежный поток строится на номинальной основе, то для построения реального денежного потока на прогнозный период инфляцию необходимо будет учесть, для чего необходимо построить прогноз поведения инфляции на будущее. Прогноз инфляции обычно осуществляется на этапе макроэкономического анализа и в дальнейшем учитывается при корректировке необходимых показателей.

отказ от учета инфляции

Иногда строится денежный поток без учета инфляции — это путь более простой, но менее точный. Однако при небольших и постоянных темпах инфляции такой подход вполне применим, при этом необходимо обосновать свое решение по отказу от учета инфляции. В противном случае необходимо применение одного из методов учета.

Доходный подход

методы прогноза инфляции

метод корректировки финансовых показателей

Корректировка финансовых показателей						
Показатель	Период					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Выручка от реализации, млн. руб.	17	15	19	14	18	19
Годовой темп инфляции, %	11,89%	13,34%	8,92%	8,83%	7,03%	6,69%
Фактор инфляции	1,534	1,354	1,243	1,142	1,067	1,00
Выручка от реализации, млн. руб. в ценах 2014)	26,08	20,31	23,62	15,99	19,21	19,00

Доходный подход

прогноз инфляции

Пример

Для построения прогноза инфляции были учтены следующие параметры текущей экономической ситуации:

- общая экономическая ситуация в стране осложняется:
 - объем валового внутреннего продукта не растёт;
 - международный рейтинг России снижается;
 - вместе с тем, внешний долг планомерно выплачивается);
 - уровень текущей инфляции поднялся (с 6,3% в 2013 г. до 11,5% в 2014 г.);
- в 2015 г ожидается (по утверждениям Правительства РФ) рост инфляции до уровня 17%;
- на далёкую перспективу Правительство прогнозы не строит.

На основании перечисленных исходных данных выбирается следующая модель поведения инфляции на перспективу — уровень инфляции будет стабильно снижаться начиная с прогнозного уровня 2015 года (17%) на 0,5% ежегодно до достижения 12% и далее будет вести себя стабильно.

2015	2016	2017	2018	2019
17%	16,5%	16%	15,5%	15%

Доходный подход

прогноз капитальных вложений

Капитальные вложения служат основным и исходным фактором построения бизнеса и поэтому является центральным моментом построения прогноза денежного потока.

Значение потока капитальных вложений

- они отражают развитие бизнеса
- могут быть опорной величиной при построении прогноза результатов его деятельности.

Источники финансирования капитальных вложений:

- внутренний — за счет накопленной амортизации
- собственный — за счет средств собственников
- заемный — за счет привлеченных средств.

Разновидности капитальных вложений:

- капитальные вложения на обновление основных фондов – производственная составляющая
- капитальные вложения на расширение производства – инвестиционная составляющая

Методы прогнозирования капитальных вложений:

- статистический, для чего можно рассчитать изменение основных средств по балансу (форма 1), и приняв его за величину капвложений построить статистическую модель капитальных вложений, на основе которой и построить их прогноз (грубый прогноз)
- методический, для чего рассчитать объем капитальных вложений исходя из износа основных фондов и дополнительных капитальных вложений на расширение бизнеса, данные для которого необходимо брать из приложения к балансу (форма 5) (требуется дополнительные данные).

Доходный подход

прогноз капитальных вложений

Показатели	Исторический период				Прогнозный период			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Основные средства, тыс. руб.	3 368,6	3 037,1	3 534,3	3 445,7				
Поток амортизации, тыс. руб.	235,8	212,6	247,4	241,2	241,2	241,2	241,2	241,2
Темп инфляции в среднем по стране, %	8,92%	8,83%	7,03%	11,5%	17,0%	16,5%	16%	15,5%
Фактор удорожания					1,17	1,36	1,58	1,83
Поток КВ на обновление ОС, тыс. руб.					282,2	328,8	381,4	440,5
Поток КВ на расширение бизнеса, тыс. руб.					900	1000	1000	1050
Суммарный поток КВ, тыс. руб.					1 182,2	1 328,8	1 381,4	1 490,5

Доходный подход

прогноз амортизационных отчислений

Специфика прогноза потока амортизационных отчислений:

- инфляция на них воздействует не напрямую, а через капитальные вложения или переоценку основных фондов, и то только для вновь начисляемой амортизации, таким образом, отмечается определенная незащищенность потока амортизации от роста цен;
- амортизационные отчисления начисляются не на все капитальные вложения, а только на основные производственные фонды;
- амортизационные отчисления начисляются на производственные фонды, как имеющиеся в собственности предприятия, так и приобретенные независимо от источника финансирования.
- при большом количестве объектов основных средств в качестве исходных данных обычно берутся осредненные показатели нормы амортизации по компании.

Способы начисления амортизации:

- *линейным способом*
- *способом уменьшаемого остатка*
- *способом списания стоимости по сумме лет срока полезного использования*
- *способом списания стоимости пропорционально объёму продукции*

Доходный подход

прогноз амортизационных отчислений

Линейный способ начисления амортизации

Исходя из первоначальной стоимости объекта основных средств и нормы амортизации, исчисленной исходя из срока полезного использования конкретного объекта (этот способ может использоваться в двух модификациях — неускоренный и ускоренный с максимальным коэффициентом ускорения равным трём)

Линейный способ						
Показатель	Период					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Первоначальная стоимость, тыс. руб.	210	210	210	210	210	210
Норма амортизации, %	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Годовая амортизация, тыс. руб.	14,70	14,70	14,70	14,70	14,70	14,70
Накопленная амортизация, тыс. руб.	14,70	29,40	44,10	58,80	73,50	88,20
Остаточная стоимость, тыс. руб.	195,30	180,60	165,90	151,20	136,50	121,80

Доходный подход

прогноз амортизационных отчислений

Способ уменьшаемого остатка

Исходя из остаточной стоимости объекта основных средств на начало отчетного года и нормы амортизации, исчисленной исходя из срока полезного использования объекта (применение этого способа связано с ускоренными методами начисления амортизации в первые годы эксплуатации)

Способ уменьшаемого остатка						
Показатель	Период					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Остаточная стоимость, тыс. руб.	210	195,30	181,63	168,92	157,10	146,10
Норма амортизации, %	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Годовая амортизация, тыс. руб.	14,70	13,67	12,71	11,82	11,00	10,23
Накопленная амортизация, тыс. руб.	14,70	28,37	41,08	52,90	63,90	74,13

Доходный подход

прогноз амортизационных отчислений

Способ списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования

Исходя из первоначальной стоимости объекта основных средств и годового соотношения, где в числителе число лет, остающихся до конца срока службы объекта, а в знаменателе — сумма чисел лет срока службы объекта

Способ списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования						
Показатель	Период					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Первоначальная стоимость, тыс. руб	210	210	210	210	210	210
Годы службы	1	2	3	4	5	6
Сумма чисел лет службы	55	55	55	55	55	55
Оставшийся срок службы	9	8	7	6	5	4
Соотношение оставшегося срока и суммы чисел лет	16%	15%	13%	11%	9%	7%
Годовая амортизация, тыс. руб.	33,60	31,50	27,30	23,10	18,90	14,70
Накопленная амортизация, тыс. руб.	33,60	65,10	92,40	115,50	134,40	149,10
Остаточная стоимость, тыс. руб.	176,40	144,90	117,60	94,50	75,60	60,90

Доходный подход

прогноз амортизационных отчислений

Способ списания стоимости пропорционально объёму продукции

Исходя из натурального показателя объема продукции (работ) и соотношения первоначальной стоимости объекта основных средств и предполагаемого объема продукции за весь срок полезного использования объекта основных средств (применяется для активов, для которых определяющим фактором износа является периодичность их использования).

Способом списания стоимости пропорционально объёму продукции						
Показатель	Период					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Остаточная стоимость, тыс. руб.	210	210	210	210	210	210
Общий объем выпуска, тыс. ед.	255	255	255	255	255	255
Годовой объем выпуска, тыс. ед.	16	26	25	23	26	22
Соотношение общего и годового объемов выпуска.	6,3%	10,2%	9,8%	9,0%	10,2%	8,6%
Годовая амортизация, тыс. руб.	13,23	21,42	20,58	18,90	21,42	18,06
Накопленная амортизация, тыс. руб.	13,23	34,65	55,23	74,13	95,55	113,61
Остаточная стоимость, тыс. руб.	196,77	175,35	154,77	135,87	114,45	96,39

Доходный подход

прогноз амортизационных отчислений

Показатели	Исторический период				Прогнозный период			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Поток амортизации «старых» ОС, тыс. руб.	235,8	212,6	247,4	241,2	241,2	241,2	241,2	241,2
Поток вновь вводимых СЕ, тыс. руб.					1 182,2	1 328,8	1 381,4	1 490,5
Среднегодовая норма амортизации, %								
Поток амортизации ОС в 2014, тыс. руб.					82,6	82,6	82,6	82,6
Поток амортизации ОС в 2015, тыс. руб.						93	93	93
Поток амортизации ОС в 2016, тыс. руб.							96,7	96,7
Поток амортизации ОС в 2017, тыс. руб.								104,3
Суммарный поток амортизации, тыс. руб.					323,8	416,8	513,5	617,8

Доходный подход

прогноз потока прибыли

При построении прогноза денежного потока на **инвестированный капитал** в качестве потока прибыли берется прибыль до выплаты процентов (так как этот поток затем распределяется между источниками финансирования) и, соответственно, до выплаты налогов. После построения прогноза прибыли к сформированному потоку применяется налог на прибыль по установленной ставке.

При построении прогноза денежного потока на **собственный капитал** в качестве потока прибыли берется прибыль до выплаты процентов и, соответственно, до выплаты налогов. После построения прогноза прибыли к сформированному потоку применяется налог на прибыль по установленной ставке, а также поток по обслуживанию имеющегося долга.

Методы моделирования потока прибыли:

- статистические – на основе методов построения прогнозов, рассмотренных выше;
- на основе натуральных показателей: прогноз объема выпускаемой продукции и цен реализации их на рынке.

Примечание: оба метода могут применяться как общему потоку прибыли, так и к её элементам по отдельности, таким как прибыль от основного и от неосновных видов деятельности, выручка от реализации, производственные, управленческие, коммерческие расходы, обслуживание долга, операционные доходы и расходы и пр.

Недостатки статистических методов:

- грубый прогноз;
- требуется продолжительный исторический период

Недостатки метода на основе натуральных показателей:

- носит вероятностный характер;
- сложно реализовать для многопродуктового предприятия.

Доходный подход

прогноз потока прибыли (E)

Показатель	Исторический период				Прогнозный период			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Порядковый номер года	1	2	3	4	5	6	7	8
Выручка от всех видов деятельности, млн. руб.	18,1	20,6	22,4	24,3	24,9	25,7	26,4	26,9
Результаты моделирования	$y = 4,3564 \cdot \ln(x) + 17,889$, м. р. $R^2 = 0,9831$				2,5%	3,2%	2,6%	2,2%
Расходы по всем видам деятельности, млн. руб.	16,8	19,2	19,7	22,1	22,7	23,4	24,0	24,5
Расходы/выручка Среднее = 0,91; Var = 2,6%	0,93	0,93	0,88	0,91	0,91			
Прибыль номинальная, млн.руб.	1,3	1,4	2,7	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4
Чистая прибыль, млн. руб.	1,0	1,1	2,2	1,8	1,79	1,85	1,9	1,94

Доходный подход

прогноз потока прироста СОС

Прирост собственных оборотных средств (IWC), как элемент денежного потока, отражает необходимость дополнительного финансирования расширения деятельности компании (иными словами увеличение объема выручки от реализации) за счет ***собственных источников***.

При построении прогноза прироста IWC решаются две задачи:

первая — уточнение необходимости дополнительного финансирования расширения деятельности

вторая — уточнение источника финансирования этого процесса.

Прирост IWC представляет собой разность IWC текущего и предыдущего годов, в свою очередь, IWC – это разность оборотных средств (текущие активы без учета денежных средств) и текущих пассивов.

Прирост собственных оборотных средств может быть положительный. В случае отрицательного прироста, его величина берется равной 0, так как в этом случае расширение деятельности идёт за счёт внешних источников.

Доходный подход

прогноз потока прироста IWC

Методы моделирования:

- статистические – на основе методов построения прогнозов денежных потоков, рассмотренных выше, моделируются IWC, оборотные средства и текущие пассивы и пр.;
- на основе среднеотраслевых соотношений между приростом IWC и такими показателями, как прибыль, выручка, объем выпущенной продукции (требуется глубокий анализ отрасли)
- на основе общеэкономических наблюдений, сводящихся к тому, что прирост выручки от реализации на 1% должен обеспечиваться приростом собственных оборотных средств на 1%.

Порядок моделирования:

- на основе анализа устанавливается $IWC > 0$;
- уточняется $IWC_2 > IWC_1$;
- строится модель как показано выше

Доходный подход

прогноз IWC

Показатель	Исторический период				Прогнозный период			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Выручка от всех видов деятельности, млн. руб.	18,1	20,6	22,4	24,3	24,9	25,7	26,4	26,9
Прирост выручки, %		13,8%	8,7%	8,5%	2,5%	3,2%	2,6%	2,2%
WC, млн. руб.	7,3	8,3	9,0	9,8	10,05	10,37	10,64	10,87
IWC, млн. руб.		1	0,70	0,8	0,25	0,32	0,27	0,23

Доходный подход

планирование привлечения долгосрочной задолженности и обслуживания долга

Моделирование долгосрочной задолженности должно осуществляться исходя из планов руководства компанией или, в крайнем случае, на основании данных бухгалтерской отчетности (Баланса или Приложение к бухгалтерскому балансу).

При построении прогноза прироста долгосрочной задолженности следует опираться на результаты финансового анализа, в частности анализа кредитоспособности. У компании мало шансов привлечь кредит, если она:

- не платежеспособна,
- не прибыльна
- или не имеет кредитной истории.

Примечание. Если компания некредитоспособна необходимо самостоятельно принять решение об учете в прогнозе денежного потока такого элемента, как прирост долгосрочной задолженности. В этом случае необходимо убедиться, что капитальные вложения на расширение деятельности обеспечены внешним финансированием, в противном случае от этого денежного потока также придется отказаться.

Моделирование потока процентных платежей:

- проценты по обслуживанию долга могут быть спланированы на основе поэлементного метода исходя из детальной информации: ставки процента по кредиту, величине и сроку погашения.
- при отсутствии данных по ставкам можно ориентироваться на средний уровень платежей по всей задолженности, для этого надо знать величину задолженностей и величину процентных платежей.
- в качестве последнего средства прогнозирования можно использовать ставку кредитов местных банков.

Доходный подход

прогноз ECF

Показатель	Исторический период				Прогнозный период			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Е, тыс. руб.					1 790	1 850	1 900	1 940
СЕ, тыс. руб.					1 182,2	1 328,8	1 381,4	1 490,5
DA, тыс. руб.					323,8	416,8	513,5	617,8
IWC, тыс. руб.					250	320	270	230
LD, тыс. руб.					В соответствии с решениями Заказчика при наличии возможности			
I, тыс. руб.					% + часть долга (в соответствии с договором)			
CF, тыс. руб.					681,60	618,00	762,10	837,30
Темп прироста CF, %						-9%	23%	10%
Реинвестированная прибыль, тыс. руб.					1 108,4	1 232,0	1 137,9	1 102,7

Доходный подход

ставки дисконтирования

Ставка дисконтирования - это оценочный инструмент, представляющий собой коэффициент пересчета размера будущих доходов в текущую стоимость (на дату оценки).

Содержание ставки дисконтирования:

- с математической точки зрения – это норма сложного процента, применяемая при пересчете стоимости денежных потоков к определенному моменту времени (операция приведения)
- с экономической точки зрения – это норма доходности, которую желает получить инвестор при вложении капитала (норма отдачи на капитал)

Основное предназначение ставки дисконтирования - учесть возможность альтернативных вложений инвестора.

Особенности использования – каждая ставка дисконтирования может использоваться только со своим денежным потоком (в едином стандарте с ним).

Доходный подход

источники ставки дисконтирования

Источниками формирования ставки дисконтирования являются риски.

Риск — предполагаемое событие, способное принести кому-либо ущерб или убыток

Свойства Риска :

- Риск может иметь только положительную величину. Если величина риска равна 0, это означает, что риск отсутствует.
- Риски могут только складываться, риски не вычитаются.
- Риск только снижает стоимость, отсутствие риска проявляется в том, что стоимость не снижается.

Доходный подход

ставки дисконтирования

Разновидности ставок дисконтирования:

- Для потока дивидендов, ставка дисконтирования рассчитывается как показатель дивиденды /рыночная цена аналога – **Div/P**
- Для потока прибыли, ставка дисконтирования рассчитывается как показатель прибыль/рыночная цена аналога – **E/P**
- Для потока выручки, ставка дисконтирования рассчитывается как показатель выручка /рыночная цена аналога – **S/P**
- Для денежного потока для собственного капитала, то ставка дисконтирования рассчитывается на основе:
 - модели Оценки Капитальных Активов (**МОКА**) или в английской редакции CAPM - Capital Asset Pricing Model
 - кумулятивной модели (**КМ**) или в английской редакции Build-up Approach
 - модель рыночного арбитража (**МРА**) или в английской редакции Arbitrage Pricing Theory
- Для денежного потока для инвестированного капитала, то ставка дисконтирования рассчитывается на основе модели средневзвешенной стоимости капитала (**ССК**) или в английской редакции WACC - Weighted Average Cost of Capital.

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе МОКА

Модель оценки капитальных активов была разработана Вильямом Шарпом в 60-е годы.

Основа модели - по закону, установленному Шарпом, инвестор приобретает актив (ценные бумаги) соответственно их рискованности на рынке ценных бумаг, то есть инвесторы будут иметь одну и ту же структуру рискованности портфеля.

Условия применения модели — утверждения, лежащие в основе МОКА

1. Инвесторы избегают риска;
2. Рациональные инвесторы стремятся сформировать эффективные портфели (т.е. совершенно диверсифицируемые);
3. Продолжительность инвестиционного цикла (ожидаемый срок владения активом) для всех инвесторов одинаков;
4. Все инвесторы одинаково оценивают такие переменные, как ожидаемые ставки дохода и коэффициенты капитализации;
5. Не учитываются издержки по совершению сделок (оплата пошлин, на участие в торгах, на включение в котировальные листы и пр.);
6. Ставки дохода при привлечении ссуды и стоимость привлекаемых заемных средств одинаковы;
7. Рынок характеризуется совершенной делимостью и ликвидностью.

Ограничения применения модели:

1. Модель описывает идеальный рынок, а российский рынок нельзя назвать идеальным.
2. Для построения модели необходим период более 10 лет, в России данные о котировках на фондовом рынке имеются за 20 лет (было 3 кризиса).

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе МОКА

Основная предпосылка модели заключается в том, что инвестор не приемлет идти на риск и готов это сделать только в том случае, если это сулит дополнительную адекватную выгоду, т.е. повышенную норму отдачи на вложенный капитал по сравнению с безрисковым вложением.

Норма отдачи, требуемая инвестором формируется из двух составляющих:

- отдача при условии отсутствия рисков (точнее – минимальных рыночных рисков);
- дополнительная отдача в случае наличия рисков, поэтому ставка дисконтирования формируется из доходности на безрискового вложения и доходности на прочие риски.

Безрисковое вложение подразумевает то, что независимо ни от чего инвестор получит именно тот доход на вложенный капитал, на который он рассчитывал в момент инвестирования.

Прочие риски, возникающие при инвестировании капитала, в терминах модели МОКА делятся на две категории:

- систематические;
- несистематические.

Систематический (не дифференцируемый) риск возникает в случае воздействия макроэкономических и политических факторов на фондовый рынок и на деятельность компании.

Под **несистематическими** (дифференцируемыми) рисками понимают вероятность того, что не удастся получить запланированный уровень доходности из-за особенностей, присущих конкретной компании.

$$R_e = R_f + R_s + R_{ns}$$
$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + r + C$$

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе МОКА

Расчет безрисковой ставки

Ценная бумага является безрисковой в том случае, если инвестор, вложивший в нее средства в начале периода, точно знает какова будет ее стоимость в конце.

Требования к безрисковому активу:

- четко определенная доходность;
- нулевая вероятность неуплаты;
- конкретный срок возврата средств.

Требуемая безрисковость может быть обеспечена только гарантиями защиты интересов инвестора, которые должны быть заложены в эту бумагу:

- гарантии возврата;
- гарантии срока возврата, известного в начале инвестиций;
- гарантия доходности, известной в начале инвестирования;
- доступность вложений.

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе МОКА

Финансовый инструмент	Гарантии			Доступность ФИ	Соответствие Т _{прогн}
	Доходности	Возврата	Срока возврата		
Депозит сбербанка РФ 6% годовых для валютных вкладов на срок 12 мес.					
Вексель РАО "Газпром" купонный, 9% годовых, срок погашения 2016г					
Ставка рефинансирования ЦБ РФ 8% годовых					
Государственные облигации 7,85% годовых, транш 46021, погашение в 2018г					
Еврооблигации 6,5% годовых, погашение в 2016г					
Еврооблигации 6,1% годовых, погашение в 2018г					
Акции РАО Газпром 10,4% годовых					
Рынок недвижимости 11% годовых					
Ставка ЛИБОР 1,12% годовых.					

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе МОКА

Расчет систематического риска

Расчёт систематического риска, представляющего собой дополнительную норму доходности на вложения инвестора рассчитывается как:

$$R_s = \beta(R_m - R_f),$$

где: R_m — среднерыночная норма дохода;

β — коэффициент чувствительности бета.

Фактор чувствительности β показывает изменчивость цен на акции компании конкретной отрасли по сравнению с изменчивостью цен на рынке. Если $\beta > 1$, то акции чувствительны к общерыночным факторам, чем фондовый рынок в среднем, если $\beta < 1$, то акции менее чувствительны.

β имеет пределы изменения от 0,5 до 2.

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе МОКА

Расчет рыночной премии R_m

Считается, что в качестве ставки доходности R_m должна браться средняя доходность по обыкновенным акциям, обращающимся на фондовом рынке. Доходность акций рассчитывается как отношение

$$Y_{tm\ n} = (K_n - K_1)/K_1,$$

где: K_1 — курс ценной бумаги первого дня периода;

K_n — курс ценной бумаги n-го дня периода.

$$Y_{tm\ n} = (I_n - I_1)/I_1$$
$$R_m = \sum Y_{tm\ n} / N = 18\%$$

Для расчета средней доходности на конкретном интервале по всему индексу необходимо рассчитать доходность по акциям основных компаний, котируемых на рынке, в течение всего периода и затем усреднить по этим параметрам. Обычно для расчетов берется готовый биржевой индекс доходности.

Требования при расчете рыночного индекса

- a) Расчет должен строиться на выборке, включающей в себя не менее 50 акций;
- b) Выборка должна включать в себя все наиболее ликвидные акции;
- c) Выборка должна охватывать все отрасли, акции которых котируются на рынке.

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе МОКА

Расчет коэффициента чувствительности β

Для расчета β статистическим методом используется выражение

$$\beta = \text{Cov} (\Delta R_i, \Delta R_m) / D (\Delta R_m) = \mathbf{1,13},$$

где $\text{Cov} (\Delta R_i, \Delta R_m)$ – ковариация дохода акций i -й компании и дохода по межотраслевому фондовому индексу;

$D (\Delta R_m)$ – дисперсия дохода по межотраслевому фондовому индексу.

$$\text{Cov} (\Delta R_i, \Delta R_m) = \Sigma [(\Delta R_{ij} - \Delta R_{i \text{ ср}}) * (\Delta R_{mj} - \Delta R_{m \text{ ср}})] / n,$$

$$D (\Delta R_m) = \Sigma (\Delta R_{mj} - \Delta R_{m \text{ ср}})^2 / n,$$

где: ΔR_{ij} – изменение доходности акций i -й компании в j -й период;

ΔR_{mj} – изменение доходности рынка в j -й период.

Фундаментальный способ расчета β

№	Наименование фактора	Низкий уровень			Средний уровень			Высокий уровень		
		0,5	0,63	0,75	0,88	1,0	1,25	1,5	1,75	2,0
Факторы финансового риска										
1	Ликвидность			+						
2	Стабильность доходов				+					
3	Долгосрочная задолженность		+							
4	Текущая задолженность					+				
5	Ожидаемый рост доходов				+					
6	Доля на рынке						+			
7	Диверсификация клиентуры		+							
8	Диверсификация продукции	+								
9	Территориальная диверсификация			+						
Отраслевые факторы риска										
10	Государственное регулирование						+			
11	Цикличность производства		+							
12	Барьеры вступления в отрасль			+						
Общэкономические факторы риска										
13	Уровень инфляции		+							
14	Процентные ставки				+					
15	Экономический рост			+						
16	Обменный курс		+							
17	Изменчивость госполитики						+			
	Количество наблюдений	1	5	4	3	1	3	-	-	-
	Взвешенный итог	0,5	3,15	3	2,64	1	3,75	0	0	0
	Общий взвешенный итог	14,04								
	Общее количество наблюдений	17								
	β	0,83								
										121

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе МОКА

Расчет несистематических рисков

Внутри второго риска различают еще 2 типа несистематических рисков: предпринимательский и финансовый.

Предпринимательские риски связаны с характером бизнеса компании ($S_1 = 2\%$):

- конкуренции в отрасли;
- ассортимент продукции;
- качество управления;
- клиентура.

Источниками финансового риска ($S_2 = 1\%$) являются платежеспособность, устойчивость, кредитоспособность.

Среди несистематических рисков отдельно выделяют фактор размера компании ($r = 2\%$).

Размер компании определяет степень доступности для компании внешних финансовых ресурсов. Чем больше компания, при прочих равных условиях, тем больше средств и под более низкий процент она сможет мобилизовать в случае необходимости. Это в значительной степени повышает маневренность в управлении финансами. Таким образом, для малой компании инвестор может требовать большую дополнительную норму отдачи.

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе МОКА

Расчет странового риска

Если при определении стоимости компании, в качестве безрисковой ставки берется доходность по иностранным ЦБ, то он должен учесть **страновой риск (С)**, связанный с инвестированием в Россию. Анализом подобных рисков занимаются транснациональные корпорации, у каждой из которой своя методика.

Для определения премии за страновой риск необходимо разработать:

- перечень факторов, определяющих уровень странового риска;
- метод количественной оценки риска,
- метод учета странового риска в процессе оценки.

Анализом подобных рисков занимаются транснациональные корпорации, у каждой из которой своя методика.

Рекомендации International Risk Management по обоснованию величины **странового риска** (при $R_f = 3,1\%$):

1. Добавить к рассчитанной ставке дисконтирования:
 1. для стран с умеренной степенью риска 5% — $C = 5\% \rightarrow R (13,25\%) + C (5\%) = 18,25\%$
 2. для стран с высоким уровнем риска — 10% — $C = 10\% \rightarrow R (13,25\%) + C (10\%) = 23,25\%$
2. увеличить уровень ставок, принятых в Западной Европе:
 1. на 30% для новых индустриальных стран — $R (13,25\%) \cdot 1,3 = 17,23\%$
 2. еще на 20% для развивающихся стран — $R (13,25\%) \cdot 1,5 = 19,88\%$

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе МОКА

Таким образом, в самом общем виде уравнение ставки дисконтирования на основании МОКА выглядит следующим образом:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + r + C$$

$$R_e = 7,85\% + 1,13(18\% - 7,85\%) + 2\% + 1\% + 2\% + 0\% =$$

24,32%

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе КМ (Build-up Approach)

Область применения:

- a) фондовый рынок развит недостаточно;
- b) предприятие-аналог для построения МОКА найти сложно.

Достоинства

- всегда реализуема;
- позволяет осуществлять факторный анализ рисков.

Недостатки - очень много субъективизма.

Общее с моделью МОКА - за основу берется безрисковая ставка, кроме того, учитываются страновой риск и риск на малую компанию.

Ставка дисконтирования, построенная на основе **кумулятивной модели** включает:

- безрисковую норму доходности;
- норму доходности, покрывающую все риски, характерные для компании.

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе КМ

№ п/п	Фактор риска	Премия, %
X1	Ключевая фигура в руководстве	0 ÷ 5%
X2	Размер организации	0 ÷ 5%
X3	Финансовая структура	0 ÷ 5%
X4	Диверсификация производства	0 ÷ 5%
X5	Диверсификация клиентуры	0 ÷ 5%
X6	Недостаточная доходность: рентабельность и прогнозируемость	0 ÷ 5%
X7	Прочие особые риски: <ul style="list-style-type: none"> • региональный • отраслевой • валютный • на структуру капитала • на качество документации и т.д.) 	0 ÷ 5%

Доходный подход

расчет ставки шкалы рисков

Пример. Расчёт величины шкалы рисков.

Допущения:

1. Все риски изменяются в пределах одной величины шкалы
2. Величина рыночной доходности берётся на дату оценки
3. Величина «бета» берётся максимальной и равной 2.

Уравниваем:

$$\cancel{R_f} + \beta(R_m - R_f) + \cancel{S_1} + \cancel{S_2} + \cancel{r} + \cancel{C} =$$
$$\cancel{R_f} + X_1 + X_2 + X_3 + X_4 + \cancel{X_5} + \cancel{X_6} + \cancel{X_7} + \cancel{C}$$

$$\beta(R_m - R_f) = 4X$$

$$X = \beta(R_m - R_f)/4 = 2*(18\% - 7,85\%)/4 = 5\%$$

Доходный подход

методы расчёта величин рисков

Метод пропорции.

Метод пропорции предполагает что величина риска коммерческой организации пропорциональна отклонению величины соответствующего параметра от его максимального для рынка значения.

Этот метод применяется для оценки величины риска на размер коммерческой организации.

Выбор и обоснование параметра, отражающего размер бизнеса, осуществляется оценщиком (например, стоимость активов организации, размер годового оборота, число филиалов и пр.)

$$r = R_{\text{ш}} (1 - A_{\text{б}}/A_{\text{м}}), \%$$

Где: $R_{\text{ш}}$ – размер шкалы рисков;

$A_{\text{ш}}$ – максимальное значение параметра для рынка, отрасли, региона

$A_{\text{б}}$ – значение параметра оцениваемого бизнеса

Пример. *Оценивается строительная организация. Наиболее показательным параметром, характеризующем её размер, является объём реализации – 52 млн. руб. лидером отрасли по объёму реализации является Группа компаний СУ-155 – 97 млн. руб. размер шкалы рисков – 5%.*

$$r = R_{\text{ш}} (1 - A_{\text{б}}/A_{\text{м}}) = 5\% * (1 - 52/97) = 2,3\%$$

Доходный подход

методы расчёта величин рисков

Метод компенсации

Метод компенсации предполагает что величина риска коммерческой организации является адекватной платой в виде размера снижения доходности при осуществлении финансовой компенсации риска.

Этот метод применяется для оценки величины риска на финансовое состояние организации.

Выбор и обоснование параметра, отражающего размер бизнеса, осуществляется оценщиком (например, показатели ликвидности, финансовой устойчивости и пр.).

$$R_{\phi} = ROA - E/(A + \Delta A),\%$$

Пример. *Оцениваемая организация имеет неудовлетворительное значение коэффициента текущей ликвидности, $K_{\text{мл}} = 1,7$. Рентабельность активов (ROA) составляет 10,4%, величина активов (A) – 52 млн. руб., годовая прибыль (E) – 5,4 млн руб. Для исправления величины $K_{\text{мл}}$ до уровня нормы (2,0) собственнику необходимо увеличить стоимость активов за счёт внесения дополнительных денежных средств (ΔA) в размере 5,8 млн. руб. В этом случае рентабельность активов упадёт на 1,1%. Эта величина и составляет размер риска на финансовое состояние*

$$R_{\phi} = 10,4\% - 5,4/(52 + 5,8) = 1,1\%$$

Доходный подход

методы расчёта величин рисков

Метод вклада

Метод вклада предполагает что величина риска коммерческой организации складывается из отдельных частных рисков, составляющих полную группу событий для данного риска.

Этот метод удобен для оценки величины предпринимательского риска. Предпринимательский риск (максимальное значение равно размеру шкалы – 5%) связан с особенностями бизнеса компании и характеризуется:

- конкуренцией в отрасли (r_o) – 1,25%;
- ассортиментом продукции (r_p) – 1,25%;
- устойчивостью клиентуры (r_k) – 1,25%;
- качеством управления (r_y) – 1,25%.

Предполагается, что каждый элемент риска вносит равный вклад в совокупный риск. Затем на основании отраслевого, регионального анализа или анализа сегмента рынка устанавливается наличие или отсутствие соответствующего элемента риска. Присутствующие элементы риска формируют его итоговое значение.

Пример. Для строительной организации, строящей дома по проектам заказчиков, такой элемент, как «ассортимент продукции» не является существенным, поэтому им можно пренебречь, а остальные необходимо учесть

$$R_{\Pi} = 1,25\% + 0\% + 1,25\% + 1,25\% = 3,75\%$$

Доходный подход

методы расчёта величин рисков

Метод факторного анализа

Метод факторного анализа предполагает, что на величину риска коммерческой организации влияют отдельные факторы, которые можно учесть на основе факторного анализа.

Этот метод удобен для оценки величины любых видов рисков, для которых возможно разбиение на факторы. Для примера возьмём менеджерский риск

Пример.

Наименование факторов	Уровень риска, %				
	20%	40%	60%	80%	100%
Кадровый потенциал			1		
Стратегия маркетинга		1			
Финансовая структура прогнозируемость				1	
Мотивация		1			
Количество наблюдений	0	2	0	1	0
Взвешенная сумма	0	0,8	0	0,8	0
Сумма взвешенных (Pi)	1,6				
Количество факторов	4				
Средневзвешенная величина (P)	0,4				
Размер шкалы	5%				
Значение риска (R)	R = 5% * 0,4 = 2%				

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе модели арбитражного ценообразования

Метод арбитражной теории оценки (АРТ – **arbitrage pricing theory**), разработан Стефаном Россом. Под арбитражем на финансовых рынках понимается возможность извлечения дохода за счёт разницы цен, т.е. число спекулятивных операций.

В условиях наличия арбитража для инвестора главную роль при формировании его политики играют спекулятивные факторы, все остальные отступают на задний план». Иными словами, инвесторы в условиях конкурентных финансовых рынков могут получить арбитражный доход, принимая решения о купле-продаже недо- и переоцененных акций.

Кроме того, теория арбитражной оценки позволяет достаточно эффективно использовать аппарат экспертных оценок.

Вместе с тем, у метода имеются недостатки. «Основная проблема модели АРТ в том, что перечень и экономический смысл факторов, которые учитываются..., заранее не определяются и должны быть установлены в процессе расчётов. В числе таких факторов выделяют три группы:

- основные макроэкономические показатели (валовой внутренний продукт, темп роста объёма промышленного производства, темпы роста доходов населения, уровень инфляции),
- показатели, характеризующие рынок капитала (темпы роста доходности на биржевой индекс, разница между процентными ставками – краткосрочной и долгосрочной, разность между ставками процента по государственным и корпоративным облигациям, по долгосрочным и краткосрочным обязательствам),
- прочие экономические показатели (изменение цен на нефть и другие энергоносители, темпы роста тех или иных государственных расходов).

Также, к недостаткам следует отнести, что данная теория применима для оценки инвестиционного портфеля, в то время как для других активов она не действенна.

Доходный подход

расчет ставки дисконтирования на основе модели WACC

Область применения

Метод расчета ставки дисконта на основе средневзвешенной стоимости капитала (WACC — Weights Average Cost of Capital) применяется в случае формирования денежного потока как для инвестированного капитала.

Под средневзвешенной стоимостью капитала понимаются расходы, связанные с привлечением собственного и заемного капитала.

$$R_i = d_e * R_e + d_k * i_k = 0,6 * 24,32\% + 0,4 * 18\% = 21,19\%,$$

где: d_e — доля собственных средств в инвестированном капитале;
 R_e — стоимость привлечения акционерного капитала;
 d_k — доля заемных средств в инвестированном капитале;
 i_k — стоимость привлечения заемных средств.

Доходный подход

расчет стоимости в постпрогнозный период

Перспективы бизнеса в постпрогнозном периоде

После окончания прогнозного периода использование бизнеса в руках данных инвесторов может осуществляться по трем сценариям:

- продолжение эксплуатации неограниченно долгий срок;
- продажа бизнеса целиком;
- ликвидация бизнеса и распродажа его имущества с последующим возвратом оставшейся стоимости.

Методы оценки. В зависимости от предложенного сценария Заказчиком применяются следующие методы оценки стоимости бизнеса в постпрогнозный период:

- «модель Гордона» (применяется при продолжающемся использовании).
- метод расчета по остаточной стоимости активов (применяется при продаже компании целиком в конце прогнозного периода);
- метод расчета по ликвидационной стоимости (если в остаточном периоде ожидается распродажа, по тем или иным причинам, активов компании).

Доходный подход

расчет стоимости в постпрогнозный период

Модель Гордона

Сущность модели. Модель Гордона исходит из того, что темпы роста в конце прогнозного периода стабилизировались и к оставшемуся денежному потоку можно применить метод капитализации.

Условия применения модели Гордона:

- жизнь компании не ограничена;
- темпы роста денежного потока постоянны;
- темп роста денежного потока не превышает ставку дисконтирования;
- капитальные вложения в постпрогнозный период равны амортизации.

Тогда его стоимость на конец прогнозного периода будет равна

$$V_{\text{ппп}} = CF_i \cdot (1 + g) / (R - g) = 799,8 \cdot (1 + 0,09) / (0,2432 - 0,09) = 5\,690 \text{ м.р.}$$

где: CF_i — величина денежного потока в последний год прогноза;

g — темп роста денежного потока в постпрогнозный период;

R — ставка дисконта для СК.

Затем эта величина дисконтируется к дате оценки

$$PV_{\text{ппп}} = V / (1 + R)^n = 5\,690 \text{ м.р.} / (1 + 0,2432)^4 = 2\,382 \text{ м.р.}$$

где: n — номер последнего прогнозного года.

Доходный подход

расчет стоимости в постпрогнозный период

Модель остаточной стоимости (реверсии)

Сущность метода. Метод остаточной стоимости основан на оценке стоимости чистых активов, результат которого дисконтируется на текущую дату.

Область применения. Данный метод применяется, если компания в конце прогнозного периода продается.

Стоимость компании по методу остаточной стоимости равна величине чистых активов на начало периода плюс сумма всех инвестиций (CE-DA) за весь прогнозный период.

$$PV_{ппп} = ЧА + (\sum E_{риi}) / (1 + R_e)^N,$$

где ЧА — чистые активы (из затратного подхода);

$E_{ри}$ — реинвестированная прибыль.

Порядок расчётов.

1. Реинвестированная прибыль от каждого года индексируется к концу прогнозного периода в соответствии с индексами инфляции
2. В конце прогнозного периода проиндексированные прибыли от всех лет суммируются и сумма дисконтируется к дате оценки
3. Затем к полученной сумме прибавляется стоимость чистых активов, установленная затратным подходом – это будет стоимость реверсии.
4. В завершении стоимость реверсии прибавляется к стоимости за прогнозный период и к полученному результату применяются:
 - Скидка на неконтрольность
 - Скидка на неликвидность
 - Скидка на торг (для фондового рынка)

Доходный подход

расчет стоимости реверсии

	Дата оценки	Прогнозный период			
	2014	2015	2016	2017	2018
Чистые активы, м.р.	64				
Реинвестированная прибыль, м.р.		1 117	1 249	1 165	1 140
Прогноз инфляции, %		17,0%	16,5%	16%	15,5%
Индекс инфляции,		1,561	1,340	1,155	1
Реинвестированная прибыль в ценах 2017г		1 743	1 673	1 346	1 140
Суммарная Ери в конце прогнозного периода, м.р.					5 902
Фактор дисконтирования $1/(1+0,2432)^4$					0,419
Текущая стоимость реинвестированной прибыли, м.р.	2 473				
Стоимость реверсии, м.р.	2 537				

Доходный подход

расчет стоимости в постпрогнозный период

Модель ликвидационной стоимости

Сущность метода. Ликвидационная стоимость — чистая денежная сумма, которую собственник может получить при ликвидации компании и отдельной продаже его активов.

Область применения. Метод расчета ликвидационной стоимости используется, обычно, когда следует рассчитать стоимость компании, подлежащей ликвидации.

Порядок применения метода:

- разработка календарного плана-графика ликвидации активов;
- расчет остаточной стоимости с учетом затрат на ликвидацию;
- вычитание из скорректированной остаточной стоимости активов величины обязательств компании;
- дисконтирование полученной стоимости к дате оценки по повышенной ставке, поскольку присутствует риск, связанный с продажей.

Доходный подход

метод капитализации

Условия применения метода капитализации

- прогнозный интервал – неограниченный $\rightarrow \infty$;
- темп роста денежного потока – постоянный $\rightarrow g = \text{const}$;
- может применяться к любым видам потоков доходов (выручки, прибыли, дивидендов, денежный поток), отвечающих приведённым выше условиям

$$K = R - g$$

Снятие ограничений. Метод капитализации можно применять и при ограниченном денежном потоке, в этом случае коэффициент капитализации имеет вид:

$$K = R - g + \Delta, \text{ где}$$

$$\Delta = R / [(1 + R)^i - 1] - \text{фактор фонда возмещения.}$$

В случае продажи бизнеса в конце прогнозного периода, коэффициент капитализации будет выглядеть следующим образом:

$$K = R - g + \Delta \left(1 - \frac{P_{\text{пр}}}{P_{\text{пок}}}\right), \text{ где}$$

$P_{\text{пр}}$ – цена продажи; $P_{\text{пок}}$ – цена покупки

Сравнительный подход

Сравнительный подход

Подход на основе рынка (Market Approach) определяется как общий способ определения оценочной стоимости компании, доли акционеров в капитале предприятий или ценных бумаг, в рамках которого используются один или более методов, основанных на сравнении данной компании с аналогичными компаниями, долями акционеров в капитале организации и ценными бумагами, уже реализованными на рынке. (*раздел II-A Стандарта BVS-VI “Рыночный подход к оценке бизнеса” АОО*)

Сущность. Сравнительный подход предполагает, что стоимость собственного капитала коммерческой организации определяется тем, за сколько он может быть продан при наличии достаточно сформированного рынка. То есть, наиболее достоверная стоимость оцениваемого бизнеса — это реальная цена продажи сходной организации, зафиксированная рынком.

Методы сравнительного подхода. В зависимости от целей, объекта и конкретных условий оценки используют следующие методы:

1. метод компании-аналога (метод рынка капиталов, МП) – наиболее пригоден для спекулятивных сделок;
2. метод сделок (метод продаж, КП) – наиболее пригоден для инвестиционных сделок;
3. метод отраслевых коэффициентов (метод отраслевых соотношений).

Сравнительный подход

методы компании-аналога и сделок

Сущность методов

Метод компании-аналога (метод рынка капиталов) — основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. База сравнения — цена на единичную акцию акционерного общества. При использовании дает оценку стоимости миноритарного пакета акций.

Метод сделок (метод продаж) — ориентирован на цены, формирующиеся при продаже компаний. База сравнения — цена приобретения организации целиком, либо контрольного пакета акций. При использовании дает оценку стоимости контрольного пакета акций.

Использование метода компании-аналога и метода сделок практически совпадают. Различие состоит в типе исходной ценовой информации:

- это либо цена одной акции, не дающей никаких элементов контроля;
- либо цена контрольного пакета, включающего премию за контроль.

Принципы отбора компаний-аналогов

Под организациями-аналогами понимаются организации, которые представляют собой базу для сопоставления с оцениваемой организацией по сравнительным инвестиционным характеристикам.

Сравнительный подход

методы компании-аналога и сделок

Критерии сопоставимости аналогов:

1. **Производственное сходство.** Считается, что организация имеют одинаковую производственную принадлежность, если выполняются следующие условия:
 - не менее 80-85% аналогичной продукции должно присутствовать в общих объемах выпуска;
 - характер взаимозаменяемости должен быть однотипный ;
 - работа в близких экономических условиях;
 - близкие стадии экономического развития (ЖЦ).
2. **Размер.** Размер организации оценивается по следующим параметрам:
 - объем реализации – для торговых, добывающих предприятий;
 - объем прибыли – для крупных предприятий;
 - число филиалов – для массовых предприятий;
 - стоимость чистых активов (при сравнении по одной базе) – для промышленных предприятий;
3. **Перспективы роста.** Они вытекают из этапа жизненного цикла, на котором в настоящий момент находится организация. При этом учитывается:
 - темп инфляции;
 - перспективы отрасли;
 - индивидуальные возможности роста (захват рыночной ниши).
4. **Финансовый риск.** При этом рассматриваются:
 - адекватность структуры капитала;
 - адекватная устойчивость и платежеспособность;
 - адекватная кредитоспособность (способность привлекать кредиты на выгодных условиях).
5. **Качество менеджмента.** При этом рассматриваются:
 - качество отчетной документации;
 - возрастной состав;
 - уровень образования;
 - опыт работы;
 - вознаграждение управленческого аппарата;
 - место на рынке.

Сравнительный подход

методы компании-аналога и сделок

ПОРЯДОК ВЫПОЛНЕНИЯ ОЦЕНКИ.

ШАГ 1. После подбора точного аналога его цена объявляется стоимостью объекта оценки.

ПРИМЕР

15%-й пакет акций ОАО «Звезда», состоящий из 45 шт. был продан недавно за 900 тыс. руб. Цена одной акции, составила 20 тыс. руб. Рыночная стоимость объекта оценки - 20%-го пакета акций ОАО «Звезда» из 60 шт., равняется

60 шт. x 20 тыс. руб. = 1 200 тыс. руб.

Сравнительный подход

методы компании-аналога и сделок

ПОРЯДОК ВЫПОЛНЕНИЯ ОЦЕНКИ

ШАГ 2. Если точный аналог подобрать не удастся, тогда на основе корректировок цены аналога устраняют различия между объектом оценки и компанией-аналогом.

Основные корректировки:

- корректировка на не типичность условий сделки (открытые торги, закрытые торги, внебиржевые торги);
- корректировка на временной фактор (устранение различий между датами продажи и оценки);
- корректировка на тождество стадий производства (стадий жизненного цикла);
- корректировка по необычным и чрезвычайным обстоятельствам (доп. эмиссия акций, недавнее слияние с другой компанией и пр.).

ПРИМЕР

10%-й пакет акций ОАО «Метеор», состоящий из 80 шт. был продан за 800 тыс. руб. 6 месяцев назад. Цена одной акции, балансовой стоимостью 5 тыс. руб., составила 10 тыс. руб., мультипликатор P/CE = 10 т.р./5 т.р. = 2. Балансовая стоимость 1 акции оцениваемой компании ОАО «Комета» равняется 2 тыс. руб., рыночная стоимость одной акции составляет

$$2 \text{ тыс. руб.} \times 2 = 4 \text{ тыс. руб.}$$

Рыночная стоимость пакета акций из 60 шт. (60%) на дату продажи аналога, равняется

$$60 \text{ шт.} \times 4 \text{ тыс. руб.} = 240 \text{ тыс. руб.} + \text{премия за контроль}$$

Рыночная стоимость объекта (пакет акций ОАО Комета») на дату оценки составила

$$(240 \text{ тыс. руб.} + \text{премия за контроль}) \times I^{\text{мес}},$$

где - индекс удорожания, рассчитанный на основе соотношения цен курса доллара США

Сравнительный подход

метод компании-аналога

ПОРЯДОК ВЫПОЛНЕНИЯ ОЦЕНКИ

ШАГ 3. Если корректировки провести не удаётся, тогда пользуются мультипликаторами и применяют их поочерёдно к подобранному аналогу. Для этой цели:

- a. выбирается организация, аналогичная оцениваемой, которая была продана недавно;
- b. вычисляется отношение цены продажи к финансовым показателям по организации-аналогу (мультипликаторы);
- c. умножая мультипликаторы на те же базовые показатели оцениваемой организации получаем её стоимость;
- d. полученные величины стоимостей подвергают статистической обработке.

Пример

Мультипликаторы		Финансовая база, млн. руб.		Стоимость, млн. руб.	Среднее, млн. руб.	Вариация
Объект-аналог		Объект оценки		Результат оценки стоимости		
P/E	3,47	E	12	41,7	63,53	25%
P/S	0,82	S	85	69,8		
P/CE	1,8	CE	44	79,2		
P/BV	1,1	BV	58	63,4		

Сравнительный подход

метод отраслевых коэффициентов

Сущность метода

Предпосылки к использованию метода. Метод отраслевых коэффициентов (метод соотношений) основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами организации. Эти соотношения рассчитываются на основе длительных и обширных наблюдений и формируют устойчивые для данного рынка и отрасли коэффициенты (мультипликаторы), которые можно применять к оцениваемой организации.

Ценовой мультипликатор — это коэффициент, показывающий отношение рыночной цены всей организации (или одной акции) к финансовой базе. Они помогают соотнести балансовые и рыночные показатели.

Финансовая база — это измеритель, определяющий финансовые результаты деятельности организации или её состояние.

Получаемый результат. В зависимости от ценовой базы (цены продажи аналога) получается оценка либо миноритарного, либо контрольного пакета акций.

Сравнительный подход

метод отраслевых коэффициентов

Тип	Наименование	Обозначение	Оригинальная редакция
интервальный	цена - прибыль	P/E	Price/Earnings ratio
интервальный	цена - прибыль до налогообложения	P/EBT	Price/Earnings before taxes
интервальный	цена - прибыль до налогообложения и выплаты %	P/EBIT	Price/Earnings before interest and taxes
интервальный	цена – прибыль до налогообложения, выплаты % и амортизации	P/EBITDA	Price/Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
интервальный	цена – операционная прибыль после уплаты налогов	P/NOPLAT	Price/Net Operating Profit after Tax
интервальный	цена - денежный поток	P/CF	Price/Cash Flow
интервальный	цена - дивиденды	P/D	Price/Dividend
интервальный	цена - валовая выручка	P/S	Price/Sales
моментный	цена - балансовая стоимость	P/BV	Price/Balance Value
моментный	цена – капитал (собственный или инвестированный)	P/C	Price/Capital
моментный	цена – чистые активы	P/CA	Price/Clear assets
моментный	цена - балансовая стоимость машин и оборудования	P/PP&E	Price/Property Plant and Equipment
натуральный	цена – мощность производства	EV/мощность	enterprise value/power
натуральный	цена – производство продукции	EV/производство	enterprise value/производство
натуральный	цена – запасы (в тоннах)	EV/запасы	enterprise value/запасы

Сравнительный подход

метод отраслевых коэффициентов

Особенности применения мультипликаторов

1. мультипликатор цена/прибыль (P/E) существенно зависит от методов бухгалтерского учета, поэтому, если аналог — зарубежная компания, то надо все данные привести к единым стандартам;
2. мультипликатор цена/прибыль (P/E) лучше применим к крупным компаниям, а цена/прибыль до уплаты налогов (P/EVT) — к мелким, при этом устраняются различия в налогообложении;
3. мультипликатор цена/прибыль до амортизации, выплаты процентов и налогов (P/EBITDA) целесообразно использовать для оценки компаний, у которых капиталовложения неэффективны, так как он дает представление о том, какие средства остаются в распоряжении компании, если одновременно сократить капиталовложения и кредиты, что влечет за собой сокращение процентных выплат.
4. для расчета мультипликатора цена/денежный поток (P/CF) обычно берут любой показатель прибыли, увеличенный на сумму амортизации;
5. мультипликатор цена/денежный поток (P/CF) наиболее применим для компаний, где много основных фондов (большой поток амортизации), а цена/прибыль (P/E) — для компаний, где много текущих активов (большой поток прибыли);
6. мультипликатор цена/денежный поток (P/CF) удобно применять для убыточных компаний;
7. возможность применения мультипликатора цена/дивиденды (P/D) зависит от целей оценки: если цель — поглощение, то возможность выплачивать дивиденды не имеет значение, так как она прекращается в прежнем режиме хозяйствования;
8. мультипликатор цена/дивиденды (P/D) может рассчитываться на основании как выплаченных, так и потенциальных дивидендов: ориентир на потенциальные дивиденды дает оценку контрольного пакета акций, так как инвестор получает право строить дивидендную политику, ориентир на фактические дивиденды дает оценку миноритарного пакета, так как инвестор не может заставить руководство компании увеличить дивиденды;

Сравнительный подход

метод отраслевых коэффициентов

9. мультипликатор цена/выручка (P/S) (и его разновидность — цена/физические объемы выпуска) используются в основном для проверки объективности результатов (хорошие результаты получаются при оценке сферы услуг, но вместе с тем они достаточно универсальны, так как не зависят от методов бухгалтерского учета);
10. при расчете мультипликатора цена/капитал (P/C) необходимо учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов. Если они различаются, то мультипликаторы лучше определять в расчете на инвестированный капитал;
11. мультипликатор цена/балансовая стоимость (P/BV) относится к моментным мультипликаторам, сфера применения которых — оценка холдингов, или при быстрой реализации пакетов акций;
12. мультипликатор цена/чистые активы (P/CA) применяется в случае, когда соблюдаются требования:
 - оцениваемая компания имеет значительные вложения в собственность (недвижимость, ценные бумаги, оборудование);
 - основной деятельностью компании является хранение, покупка или продажа имущества (персонал добавляет к стоимости продукции незначительную часть).
13. Если возможно применение мультипликатора цена/чистые активы (P/CA), то состав критериев сопоставимости дополняется:
 - анализом рентабельности деятельности аналогов и объекта оценки, так как решение о купле-продаже акций может привести к искусственному росту или снижению прибыли в последний год;
 - изучением по списку аналогов структуры их активов, используя различные признаки классификации, такие как виды активов, местоположение;
 - анализом состава активов, для определения доли акций, представляющих контрольные пакеты дочерних фирм;
 - оценкой ликвидности всех финансовых активов компании, так как соотношение доли активов, принадлежащих открытым и закрытым компаниям является признаком сопоставимости.

Сравнительный подход

метод отраслевых коэффициентов

Этапы выполнения работы:

1. сбор данных;
2. составления перечня аналогов;
3. подбор мультипликаторов на основе наибольшего соответствия имеющимся условиям;
4. расчет мультипликаторов;
5. определение стоимости объекта оценки на основе каждого из выбранных мультипликаторов;
6. статистическая обработка полученных результатов;
7. определение итоговой стоимости;
8. внесение корректировок (на контрольность).

Условия и порядок расчета мультипликаторов. Для расчета мультипликатора берутся:

- при расчете должна соблюдаться полная идентичность базы;
- цена акции компании-аналога на дату, предшествующую дате оценки;
- финансовая база вычисляется либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо как средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки.

Сравнительный подход

метод отраслевых коэффициентов

Пример

	Объекты-аналоги								
	1	2	3	4	5	6	7	среднее	Var
P/E	3,5	3,1	2,9	3,9	3,2	4,1	3,6	3,47	12,5%
P/S	0,9	0,75	0,73	0,81	0,93	0,79	0,84	0,82	9,0%
P/CA	1,4	1,2	1,5	1,1	1,4	1,3	1,2	1,30	10,9%

		Объект оценки			Результат оценки	
Мультипликаторы		Финансовая база, млн. руб.		Стоимость, млн. руб.	Среднее млн. руб.	Вариация
P/E	3,47	E	12	41,7	56,23	25%
P/S	0,82	S	85	69,8		
P/CA	1,30	CA	44	57,2		

Затратный подход

Затратный подход

Сущность подхода. Затратный подход предполагает, что на стоимость компании может указать рыночная стоимость имущества организации, уменьшенная на величину её обязательств. В свою очередь, на рыночную стоимость имущества может указать сумма затрат на его воспроизводство или замещение с учётом накопленного износа, то есть с точки зрения понесённых издержек.

Область применения подхода:

- для оценки компаний с высоким уровнем фондоёмкости;
- для оценки холдинговых или инвестиционных компаний, когда компания получает прибыль не за счёт собственного производства;
- для оценки вновь созданных (недавно зарегистрированных) компаний, а также когда отсутствуют ретроспективные данные о прибыли и нет возможности сформировать денежные потоки;
- для оценки компаний, сильно зависящих от контрактов или не имеющих постоянной клиентуры.

Методы оценки

- метод накопления активов;
- метод скорректированной балансовой стоимости или метод чистых активов (Net Asset Value, NAV);
- метод ликвидационной стоимости.

Затратный подход

метод накопления активов

Сущность метода. Определение рыночной стоимости каждого актива и пассива организации в отдельности (каждой инвентарной единицы) 3-мя подходами и вычитание из рыночной стоимости активов рыночной стоимости обязательств. При оценке учитываются активы как поставленные на баланс, так и не поставленные, но находящиеся в её собственности.

Включает оценку:

- нематериальных активов;
- зданий, сооружений;
- земельных участков;
- машин, оборудования;
- земельных участков;
- финансовых вложений;
- текущих активов:
 - запасов;
 - дебиторской задолженности;
 - инвестиций (исходя из рыночной стоимости на дату оценки);
 - валютные счета — по курсу на дату оценки);
- пассивы — по рыночной стоимости каждый вид обязательств.

Особенность метода. Оценка методом накопления активов основана на тех же принципах, что и остальные методы, за исключением принципа наилучшего, наиболее эффективного использования, который в затратном подходе не применяется.

Затратный подход

метод накопления активов

1. Оценка зданий, сооружений, земли, природных насаждений – **курс «Оценка недвижимости»** (земельные и водные участки различного назначения, здания, сооружения и другие объекты недвижимости, объекты незавершённые строительством)
2. Оценка автотранспорта, техники, станков, агрегатов – **курс «Оценка машин и оборудования»** (автотранспорт, летательные аппараты, суда морского и речного плавания, станки, производственные линии, производственные комплексы)
3. Оценка акций, векселей, облигаций, опционов, фьючерсов, вкладных – **курс «Оценка ценных бумаг»** (акции, облигации, векселя, сертификаты, чеки, коносаменты, складские свидетельства, фьючерсы, опционы, свопы, вкладные)
4. Оценка долгов и прав требования их возврата – **будет рассмотрено далее**
5. Оценка сырья, товаров, продукции, полуфабрикатов – **курс «Оценка товаров и товарного обеспечения»**
6. Оценка НМА – **курс «Оценка нематериальных активов»** (патенты, лицензии, товарные знаки, знаки обслуживания, торговые марки, брэнды, гудвилл)

Затратный подход

метод накопления активов

Оценка долгов и прав требования их возврата

Следует различать долг, возникший в силу обстоятельств, предусмотренных ст. 8 ГК РФ и право требования возврата долга, возникающее вследствие нарушения обязанным лицом своих обязательств по договору.

Оценка долга, возникшего по договору, осуществляется в отношении каждого отдельного договора в соответствии с:

- его условиями (сумма долга, порядок его обслуживания, срок и порядок возврата);
- финансовым состоянием обязанного лица;
- кредитной историей;
- условиями его досрочного возврата.

1. Если предполагается возврат денежных средств в конце срока действия договора, то к сроку его завершения суммируются все невыплаченные проценты и остаток долга. Затем сумма дисконтируется по ставке банковского кредита.

Пример. Оставшаяся к выплате часть долга составляет 3,5 м.р. Сумма процентов к выплате – 200 т.р., срок действия договора оканчивается через 1,5 года после даты оценки. Ставка банковского кредита – 18% годовых. Стоимость долга – $(3,5 \text{ м.р.} + 0,2 \text{ м.р.}) / (1 + 0,18)^{1,5} = 2,88 \text{ м.р.}$

2. Если предполагается досрочное прекращение действия договора на дату оценки, то суммируются невыплаченная часть долга и все пени, предусмотренные по договору.

Пример. Оставшаяся к выплате часть долга составляет 3,5 м.р., сумма штрафов за досрочное прекращение кредитного договора составляет 100 т.р. Стоимость долга на дату оценки – 3,6 м.р.

Затратный подход

метод накопления активов

Оценка долгов и прав требования их возврата

Права требования возврата долга возникают при нарушении условий договора кредита. Право требования существует в течение срока исковой давности.

Оценка права требования возврата долга осуществляется в отношении каждого отдельного договора в соответствии с:

- его кредитной историей;
- финансовым состоянием обязанного лица.

1. На основе анализа кредитной истории обязанного лица определяется средний период возврата долгов, который берётся в качестве периода дисконтирования. Дисконтирование осуществляется по повышенной ставке дисконтирования по сравнению с банковским процентом.

Пример. Оставшаяся к выплате сумма долга составляет 3,5 млн. руб. Средний период возврата долга равен 1,5 года. Ставка банковского процента – 18% годовых. В соответствии со ст. 75 НК РФ за каждый день просрочки выплаты долга начисляется пеня в размере $1/300$ ставки рефинансирования, действующей на дату оценки – $8,5\%/300 = 0,028\%$, которая в течение срока дисконтирования составит $0,028\% * 540 \text{ дней} = 15\%$. В этом случае стоимость долга будет равна $(3,5 \text{ м.р.} + 15\% * 3,5 \text{ м.р.}) / (1 + 0,18)^{1,5} = 3,14 \text{ м.р.}$

2. На основе финансового состояния обязанного лица определяется степень надёжности (безнадёжности) долга, на основании которой рассчитывается скидка, применяемая на факторинговом рынке.

Пример. Коэффициент текущей ликвидности обязанного лица составляет 1,1, что, примерно, в 2 раза хуже нормы, что может означать, что только 50% долгов будет выплачено должником. Действующие на факторинговом рынке скидки составляют от 3% для надежных долгов до 50% для безнадёжных. Принимая во внимание финансовое состояние должника, выбирается скидка 25%, в этом случае стоимость права требования возврата долга составит 2,63 м.р.

Затратный подход

метод накопления активов

Оценка обязательств

При оценке обязательств принимаются во внимание следующие факторы:

1. принимаются к оценке все обязательства без исключения;
2. оценивается каждое обязательство в отдельности;
3. обязательства оцениваются из расчета стоимости долга на дату оценки в соответствии с условиями договора:
 - при оценке активов по стоимости восстановления, обязательства оцениваются в предположении их прекращения на дату оценки со всеми санкциями, предусмотренными договорами;
 - при оценке активов по стоимости замещения, обязательства оцениваются в предположении заключения договоров на условиях характерных для рынка на дату оценки;
4. принимаются во внимание штрафные санкции в случае нарушения условий договора.

Затратный подход

метод скорректированной балансовой стоимости

Сущность метода. Метод предполагает анализ и корректировку всех статей баланса при помощи коэффициентов пересчета, суммирование стоимости активов и затем вычитание из полученного результата суммы всех обязательств.

Включает оценку:

- всех статей активов, за исключением задолженности участников по взносам в уставный капитал (ст.244, ф1).
- всех статей обязательств (разделы 4 и 5), за исключением строк 640 и 650.

После корректировки статей баланса можно рассчитать рыночную стоимость методом чистых активов по указанному алгоритму. Этот метод дает низшую стоимость бизнеса.

Затратный подход

метод скорректированной балансовой стоимости

определение текущей стоимости НМА (ст.110)	метод избыточной прибыли
определение текущей стоимости основных средств (ст.120)	метод индексации с учетом анализа структуры ОС
определении текущей стоимости незавершенного строительства (ст.130)	метод индексации с учетом сроков ввода
определение текущей стоимости доходных вложений в материальные ценности (ст. 135)	метод капитализации доходности
определение текущей стоимости финансовых вложений (долгосрочных и краткосрочных, ст. 140 и 250)	метод капитализации доходности
определении текущей стоимости отложенных налоговых активов (ст. 145)	метод дисконтирования
<p><i>Согласно ПБУ 18/02 «Учет расходов по налогу на прибыль», утвержденному Приказом Минфина РФ от 19.11.2002 г. № 114н, под отложенным налоговым активом понимается та часть отложенного налога на прибыль, которая должна привести к уменьшению налога на прибыль, подлежащего уплате в бюджет в следующем за отчетным или в последующих отчетных периодах.</i></p> <p><i>Согласно ПБУ 18/02 «Учет расходов по налогу на прибыль», утвержденному Приказом Минфина РФ от 19.11.2002 г. № 114н, под отложенным налоговым активом понимается та часть отложенного налога на прибыль, которая должна привести к уменьшению налога на прибыль, подлежащего уплате в бюджет в следующем за отчетным или в последующих отчетных периодах.</i></p>	
определение текущей стоимости запасов (ст. 210)	метод дисконтирования с учетом их ликвидности
определение текущей стоимости НДС (ст. 220)	метод дисконтирования
определении текущей стоимости задолженностей (ст. 230, 240)	метод дисконтирования с учетом их надежности
определение текущей стоимости денежных средств (ст. 260)	по нарицательной стоимости
определение текущей стоимости прочих активов (ст. 150 и 270)	на основе перечисленных выше методов с учетом наполнения реальными активами
определение текущей стоимости обязательств (ст. 590+690-640-650)	принимается равной балансовой

Затратный подход

метод скорректированной балансовой стоимости

Метод избыточной прибыли

Сущность метода. На основе сравнения номинальной прибыли, создаваемой компанией, и нормализованной прибыли, создаваемой только её материальными активами, определяется превышение первой над второй. В дальнейшем предполагается, что это превышение генерируется нематериальными активами и на основе его ищется рыночная стоимость нематериальных активов методом капитализации.

Данное допущение справедливо только для полноценного конкурентного рынка. Конкуренция между одновидовыми товаропроизводителями ведёт к тому, что в условиях полноценного рынка непосредственный труд основной массы товаропроизводителей любого вида товаров близок к среднему видовому уровню качества. При несоблюдении данного ограничения апеллирование к среднеотраслевой нормализованной прибыли делает оценку стоимости НМА умозрительной.

Выполняемые этапы:

1. определение стоимости чистых материальных активов оцениваемой компании и компаний-аналогов (ст.120 и 210,ф.1);
2. определение среднеотраслевого отношения прибыли компаний-аналогов к стоимости их чистых материальных активов (среднеотраслевая рентабельность материальных активов);
3. определение уровня нормализованной прибыли оцениваемой компании на основе рассчитанного в предыдущем пункте отношения;
4. определение избыточной прибыли оцениваемой компании как разницы между номинальной и нормализованной прибылью и отнесение этой разницы на счёт нематериальных активов;
5. определение стоимости нематериальных активов методом капитализации избыточной прибыли по ставке капитализации.

Затратный подход

метод избыточной прибыли (пример)

Исходные данные:

Прибыль, созданная компанией
 $E = 1\,893$ т.р.;

Стоимость чистых материальных
 активов ЧМА = $54\,211$ т.р.

Коэффициент капитализации
 $K = 0,14$.

Необходимо определить стоимость
 нематериальных активов?

Решение

1. На основании полученного
 результата ЧП/ЧМА_{ср} находим
 нормализованную прибыль

$$E_{\text{норм}} = \text{ЧМА} * 0,0308 = 1\,650 \text{ т.р.}$$

2. Находим избыточную прибыль

$$E_{\text{изб}} = 1\,893 - 1\,650 = 243 \text{ т.р.}$$

3. Рассчитываем стоимость НМА
 методом капитализации

$$PV = E_{\text{изб}} / K = 1\,736 \text{ т.р.}$$

Компания	ЧП, т.р.	ЧМА, т. р.	ЧП/ЧМА
Волга	1 452	48 315	0,0301
Нева	2 303	72 641	0,0317
Ока	1 291	39 023	0,0331
Обь	2 705	88 411	0,0306
Ангара	1 735	61 319	0,0283
<i>Среднее ЧП/ЧМА_{ср}</i>			0,0308
<i>K-т вариации</i>			5,16%
<i>мода</i>			-
<i>медиана</i>			0,0304

Затратный подход

метод скорректированной балансовой стоимости

Оценка задолженности

Бизнес располагает в качестве активов четырьмя видами задолженности:

- отложенные налоговые активы
- налог на добавленную стоимость;
- дебиторская задолженность;
- задолженность участников по взносам в УК.

При оценке задолженности учитываются следующие факторы:

- A. надежность возврата задолженности;
- B. длительность существования;
- C. наличие возможности отчуждения;
- D. наличие рыночного оборота.

Затратный подход

метод скорректированной балансовой стоимости

А. Надежность возврата задолженности

- Отложенные налоговые активы и НДС признается надежной задолженностью
- Безнадежная дебиторская задолженность исключается из оценки

В. Длительность существования задолженности

Длительность существования задолженности устанавливается на основе продолжительности периода её оборота, который принимается в качестве аргумента при расчете приведения её стоимости к текущей методом дисконтирования.

С. Наличие возможности отчуждения

Задолженность участников по взносам в Уставный капитал является неотчуждаемым активом и должна быть погашена ими в течение года, в связи с чем её рыночная стоимость принимается равной 0 руб.

Д. Наличие рыночного оборота

У дебиторской задолженности в настоящее время существует рыночный оборот (рынок факторинга). В этом случае дебиторская задолженность может быть оценена на рынке факторинга с учетом скидки на комиссию (от 3% до 50%).

Затратный подход

метод скорректированной балансовой стоимости

При оценке финансовый активов используют следующий подход:

1. Для долгосрочных финансовых активов, ст. 140 Баланса - стоимость устанавливается методом капитализации на основе сформированного годового дохода по ст. 60 «Доходы от финансовых вложений» (ф.2) и банковской ставки доходности

Пример.

Ст. 140 Баланса (Долгосрочные финансовые вложения) – 2 368 т.р

Ст. 60 Отчёта (Доходы от финансовых вложений) – 345 т.р.

Ставка банковской доходности – 18% (сайт <http://www.cbr.ru/>)

$$PV_{фв} = 345 \text{ т.р.} / 0,18 = 1\,917 \text{ т.р.}$$

2. Для краткосрочных финансовых активов (ценных бумаг), ст. 250 Баланса – стоимость принимается по номиналу ввиду их высокой ликвидности

Затратный подход

метод скорректированной балансовой стоимости

При оценке сырья и запасов используют следующий подход:

1. При оценке сырья его стоимость принимается по номиналу со скидкой на торговые издержки (10%)

$$\text{Ст. 211 Баланса: } PV = 968 \text{ т.р.} * 0,9 = 871 \text{ т.р.}$$

2. При оценке затрат в незавершенном производстве (ст.213) его стоимость принимается равной нулю ввиду его низкой ликвидности – **0 руб.**

3. При оценке стоимости товаров на складе (ст.214) его стоимость принимается по номиналу со скидкой на торговые издержки

$$\text{Ст. 214 Баланса: } PV = 869 \text{ т.р.} * 0,9 = 782 \text{ т.р.}$$

4. При оценке товаров в пути (ст.215) его стоимость принимается с дисконтом в связи с задержкой расчетов с дебиторами.

$$\text{Ст. 215 Баланса: } PV = 1\ 465 \text{ т.р.} / (1 + 0,18)^{0,5} = 1\ 349 \text{ т.р.}$$

5. При оценке расходов будущих периодов (ст. 216) применяется метод, аналогичный оценке затрат в незавершённом производстве – **0 руб.**

Затратный подход

метод скорректированной балансовой стоимости

Оценка обязательств

При оценке обязательств принимаются во внимание следующие факторы:

- A. принимаются к оценке все обязательства без исключения;
- B. обязательства оцениваются из расчета стоимости долга на дату оценки в соответствии с балансовым учетом;
- C. При оценке обязательств не учитываются никакие дополнительные издержки, связанные с их досрочным прекращением.

Затратный подход

метод ликвидационной стоимости

Сущность метода. Ликвидационная стоимость — чистая денежная сумма, которую собственник может получить при ликвидации компании и отдельной продаже его активов.

Виды ликвидационной стоимости:

- упорядоченная, когда распродажа активов ликвидируемой компании осуществляется в течение разумного периода с тем чтобы получить максимально возможные цены продажи активов;
- принудительная, когда активы распродаются настолько быстро, насколько возможно;
- прекращения существования, когда активы не продаются, а списываются и уничтожаются, при этом стоимость может стать отрицательной, так как затраты от ликвидации могут превышать стоимость скрапа.

Технология осуществления оценки при расчете упорядоченной ликвидационной стоимости:

- разработка календарного плана-графика ликвидации активов;
- расчет остаточной стоимости с учетом затрат на ликвидацию;
- корректировка остаточной стоимости с учетом затрат на рекламу, организацию торговли и пр.;
- к стоимости, полученной в предыдущем пункте прибавляется стоимость земельного участка;
- вычитание из скорректированной остаточной стоимости активов величины обязательств компании;
- вырученная стоимость дисконтируется по повышенной ставке, поскольку присутствует риск, связанный с продажей.

Контрольная доля, как поправка к результату оценки стоимости

Сущность контрольной доли

Стоимость контроля зависит от возможности осуществить любое право или весь набор прав, связанных с влиянием на развитие компании и обеспечением требуемой доходности.

В зависимости от величины пакета акций изменяется его стоимость, причем непропорционально, поскольку на величину стоимости влияет не только объем получаемых дивидендов, но и возможность оказывать влияние на деятельность и развитие компании.

Определяется корпоративным правом (ст. 48, 65.1, 65.2, 65.3 ч.1 ГК РФ)

Права акционера

постоянный состав прав

Право участвовать в собрании	Ст.51
Право голосовать на собрании и получать дивиденды	Ст.31
Право получать информацию о включении его в списки акционеров, имеющих право на участие в собрании акционеров	Ст.51, ч.4
Право назначать представителя для участия в собрании	Ст.57
Право знакомиться с бухгалтерской и другой документацией общества	Ст.89
Право получать информацию о проведении собрания	Ст. 52

состав прав при размере пакет акций более 1%

Право предъявлять иск к членам совета директоров, ГД о возмещении ущерба, причиненного Обществу их виновными действиями	Ст.71, ч.5
Право получать сведения их системы ведения реестра обо всех акционерах Закона о рынке ЦБ	Ст. 8

состав прав при размере пакет акций более 2%

Право вносить предложения в повестку дня, выдвигать кандидатов в совет директоров и в ревизионную комиссию	Ст. 53
--	--------

состав прав при размере пакет акций более 10%

Право знакомиться со списком всех акционеров, участвующих в собрании	Ст. 51, ч.3
Право требовать внеочередного созыва собрания	Ст.55

Наиболее общие прерогативы контроля

Наиболее общие прерогативы контроля:

- управлять деятельностью бизнеса
- управлять развитием бизнеса.

Управление ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ бизнеса включает:

- принимать политику и вносить изменения в направления работы организации;
- приобретать и ликвидировать активы;
- продавать или приобретать собственные акции компании;
- объявлять и выплачивать дивиденды;
- вносить изменения в уставные документы или правила внутреннего распорядка.

Управление РАЗВИТИЕМ бизнеса включает:

- переизбирать директора и назначать менеджеров;
- определять вознаграждение и привилегии менеджмента;
- принимать решения о поглощении других организаций;
- ликвидировать, реформировать, распродавать или реконструировать компанию;
- регистрировать компанию для публичного выпуска.

Внутрикорпоративная борьба

Игроки. Внутрикорпоративная борьба разворачивается между владельцами контрольного и блокирующего пакета.

Цели борьбы:

- за ожидаемую выгоду;
- против возможной упущенной выгоды;
- против убытков.

Кто как борется.

Инициатива в управлении бизнесом принадлежит владельцам контрольных пакетов, которые будут бороться за ожидаемую выгоду.

Владельцы блокирующих пакетов лишены возможности проявлять инициативу и поэтому будут бороться против:

- *односторонней выгоды (только в пользу владельцев контрольных пакетов);*
- *возможных убытков и упущенной выгоды.*

Миноритарии участия в борьбе практически не принимают и являются пассивными наблюдателями событий.

Внутрикорпоративная борьба

Следствие:

1. стоимость контрольного пакета будет увеличиваться на величину возможной ожидаемой выгоды $\Rightarrow V_B$;
2. стоимость блокирующего пакета будет снижена на величину возможной односторонней выгоды ($-V_B$), но это снижение будет компенсировано стоимостью предотвращенных убытков ($+V_{пу}$);
3. стоимость миноритарного пакета будет снижена на величину упущенной выгоды и убытков.

Ограничения прав контроля

Права владельца контрольного пакета могут быть ограничены следующими факторами:

1. акционерное общество не вправе объявлять и выплачивать дивиденды (*ГК РФ, ст. 102, п.3*):
 - до полной оплаты всего УК;
 - если стоимость чистых активов АО меньше его уставного капитала и резервного фонда, либо станет меньше их размера в результате выплаты дивидендов;
2. приоритетными по воздействию на деятельность компании могут оказаться решения правительства, как то:
 - срок ликвидации компании, имеющей социальную направленность (коммунальное хозяйство, страхование) может быть удлинен или прекращен;
 - могут присутствовать препятствия в поглощении, слиянии, продаже (естественные монополии);
3. право назначать вознаграждения менеджменту в компании, терпящей убытки или несостоятельной, может быть прекращено;
4. многие контрольные права могут ограничиваться вследствие контрактов:
 - например, специальные условия по договору займа могут препятствовать выплате дивидендов до окончания выплаты долга.

Перераспределение прав контроля

Влияние владельцев неконтрольного пакета в конкретной ситуации может быть усилено, благодаря чему он может склонить чашу весов и повлиять на решение:

1. права контроля могут изменяться от компании к компании в зависимости от редакции изложенных в Уставе регулирующих вопросов;
2. особенность распределения акций в конкретной компании:
 - *если голоса распределились 51% к 49%, то один обладает контролем, а другой —нет;*
 - *если голоса распределились в пропорции 49% - 49% - 2%, то эффектом контроля фактически обладает миноритарная доля.*

Обзор размеров премии на контроль

В ходе исследования, опубликованного в «Journal of Financial Economics», 1989г, vol.25 (Barclay M. and C.Holderness, Private Benefits from Control of Public Corporations) было установлено, что крупные миноритарные пакеты (более 5%) в США торгуются со значительной надбавкой к цене маленьких пакетов. В 1978÷1982гг эта премия составляла около 13% по отношению к цене до сделки и около 20% по отношению к цене после сделки. По данным компании Mergerstat, средние по рынку США премии за крупные миноритарные пакеты в 1998÷2003 г. составили 33÷54%, а за контрольные —40÷60%.

Например, в 1984÷1990 гг. были исследованы цены акций тех американских компаний, которые имели два класса обыкновенных акций с одинаковыми имущественными правами, но с разными правами голоса (акции классов А и В). Выяснилось, что даже при продаже неконтрольного пакета, акции, дающие больше имущественных прав, были дороже в среднем на 10,5% (Zingales L., 1995. What Determines the Value of Corporate Votes, Quarterly Journal of Economics (November)).

Была обнаружена также положительная зависимость величины надбавки от размера вознаграждения генерального директора компании. Вознаграждение сверх среднего уровня можно считать разновидностью личных выгод, которые менеджмент может извлекать из компании — чем больше выгоды, тем дороже контроль. Выяснилось, что на счет различий в вознаграждении можно отнести около 30% колебаний в величине надбавки, которая платится за контроль.

Обзор размеров премии на контроль

Существуют также еще некоторые серьезные исследования премий за контроль, в которых дается расчет средних премий при поглощении американских компаний за период 1986÷1996 гг. В частности, в Houlihan, Lokey, Howard and Zukin. 1997. Control Premium Study показано, что в зависимости от года средняя премия по отношению к котировкам до начала скупки колебалась от 35 до 50%, а в среднем за период составила 41%; её медианные значения в зависимости от года находились в диапазоне 27÷45%, а за весь период медианное значение оказалось равным примерно 33%.

По данным «Аудит и финансовый анализ», 2001 г, №3., максимальная премия на полный контроль, определенная по информационным материалам «Mergestat Review» — ежегодные обзоры слияний и поглощений, на основании эмпирических данных, принята в размере 30÷40% от стоимости 100%-го миноритарного пакета. Соответственно, скидка на неконтрольную долю составит около 28÷29%.

Надбавки за контроль различаются в зависимости от страны и составляют:

- Швеция — 6,5%;
- Великобритания — 13,3%;
- Канада — 23,3%;
- Швейцария — 27%;
- Израиль — 45,5%;
- Италия — 81%.

Обзор размеров премии на контроль

Средние премии за контрольные и крупные миноритарные пакеты в 1998÷2003гг. в США

	Премия за	
	контрольный пакет	миноритарный пакет
1998	40,7%	39,5%
1999	43,5%	33,0%
2000	49,1%	53,8%
2001	58,0%	35,2%
2002	59,8%	39,2%
2003	63,0%	21,1%

Обзор размеров премии на контроль

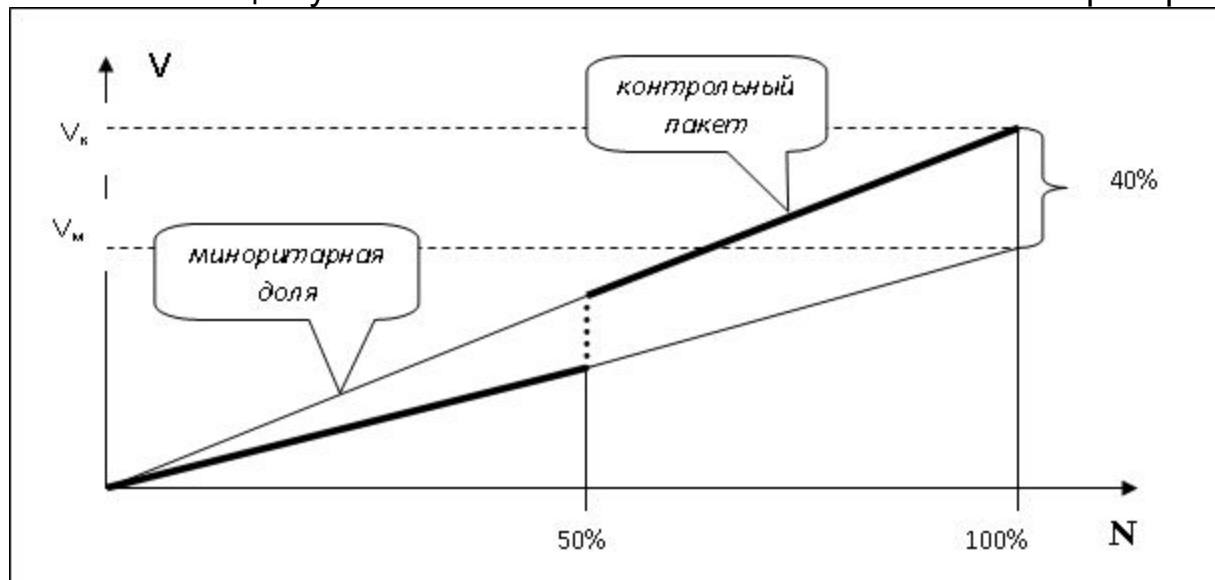
Правилами определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества, утвержденными Постановлением Правительства РФ от 14 февраля 2006 г. №87 «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества», устанавливается нормативная скидка.

Доля акций в уставном капитале	Коэффициент контроля
от 75% до 100%	1
от 50% +1 акция до 75% - 1 акция	0,9
от 25% +1 акция до 50%	0,8
от 10% до 25%	0,7
от 1 акции до 10% - 1 акция	0,6

Формирование скидки на неконтрольный характер

$$\text{Скидка} = 1 - 1/(1 + \text{Премия})$$

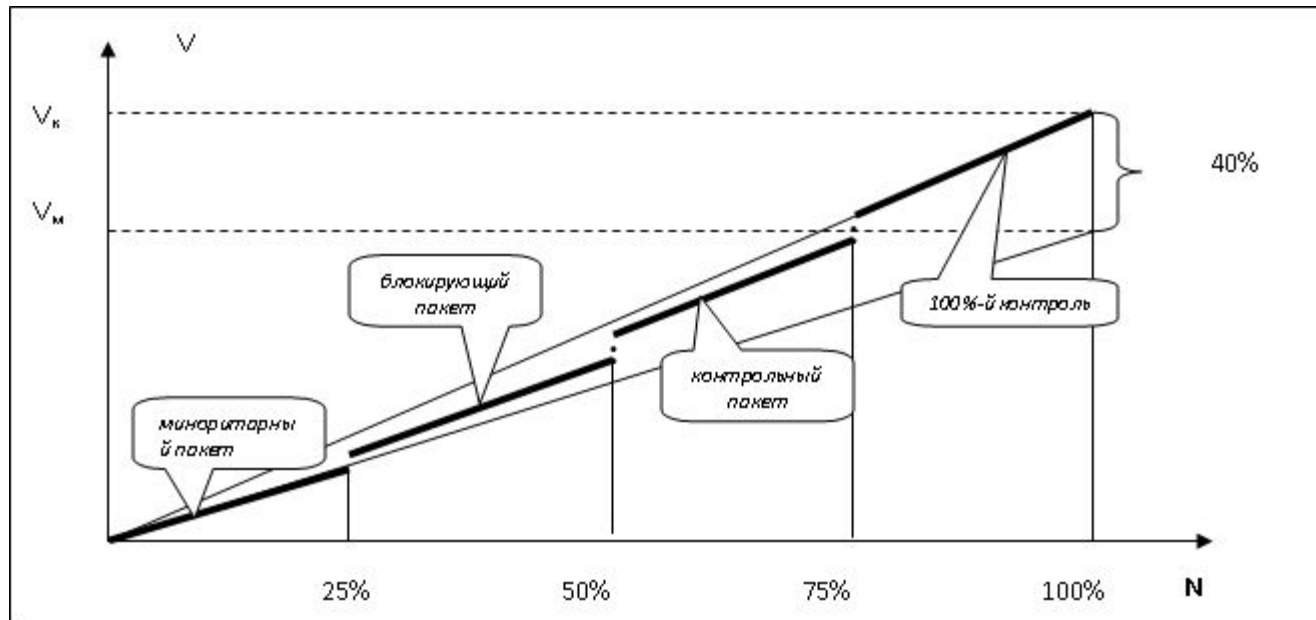
На первом этапе предполагается, что полный контроль над бизнесом начинается при объеме пакета акций 50%+1 акция. На этом этапе не учитывается право «вето» и наличие квалифицированного большинства при принятии решений. Тогда стоимость пакета объемом 50%+1 акция увеличивается на 40% по отношению к миноритарному пакету.



N – размер пакета в %; V – стоимость пакета акций; V_к – стоимость 100%-го пакета акций с учетом контроля; V_м – стоимость 100%-го миноритарного пакета акций;

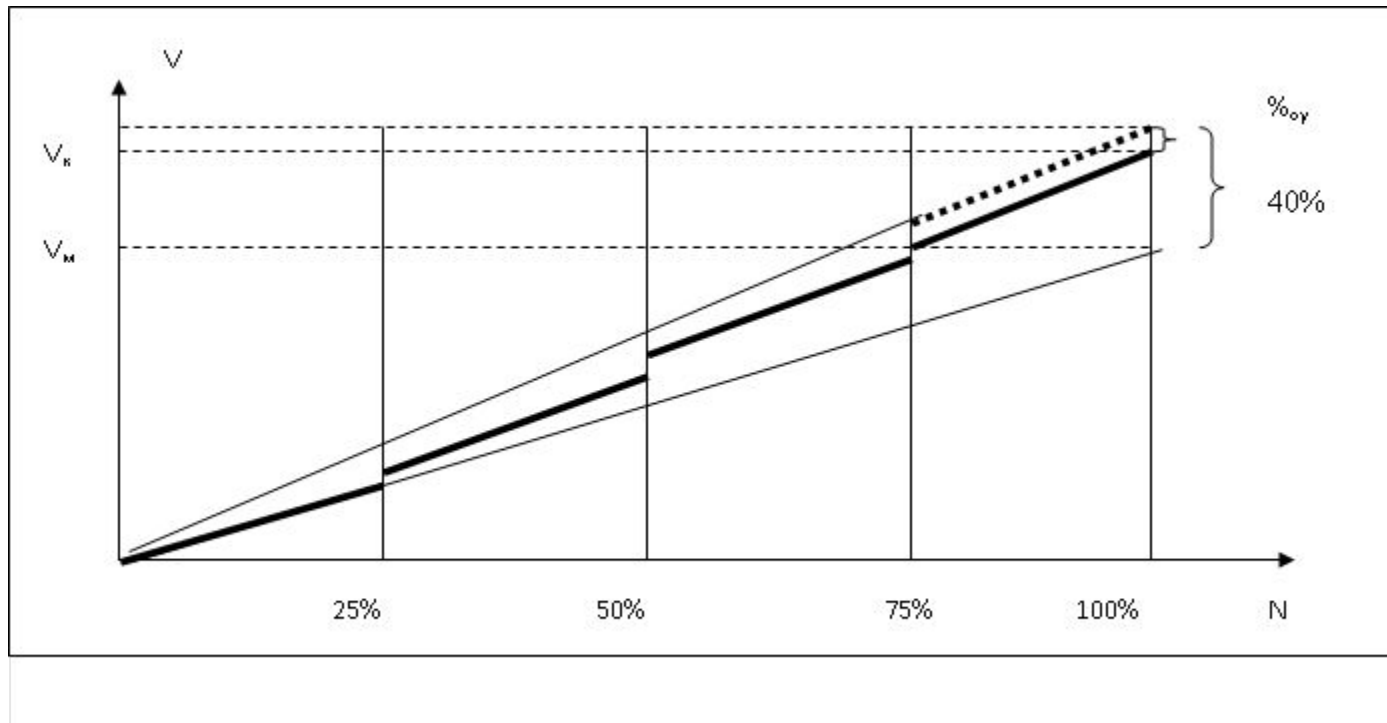
Формирование скидки на неконтрольный характер

На **втором этапе** предполагается, что по ряду важных вопросов решение принимается на основе квалифицированного большинства, то есть, когда размер пакета превышает 75%+1 акция. В этом случае пакет размером от 50%+1 акция до 75%+1 акция обладает не всеми функциями контроля, а пакет размером 25%+1 акция приобретает некоторые дополнительные возможности влиять на принятие решений путем блокирования невыгодных (блокирующий пакет).



Формирование скидки на неконтрольный характер

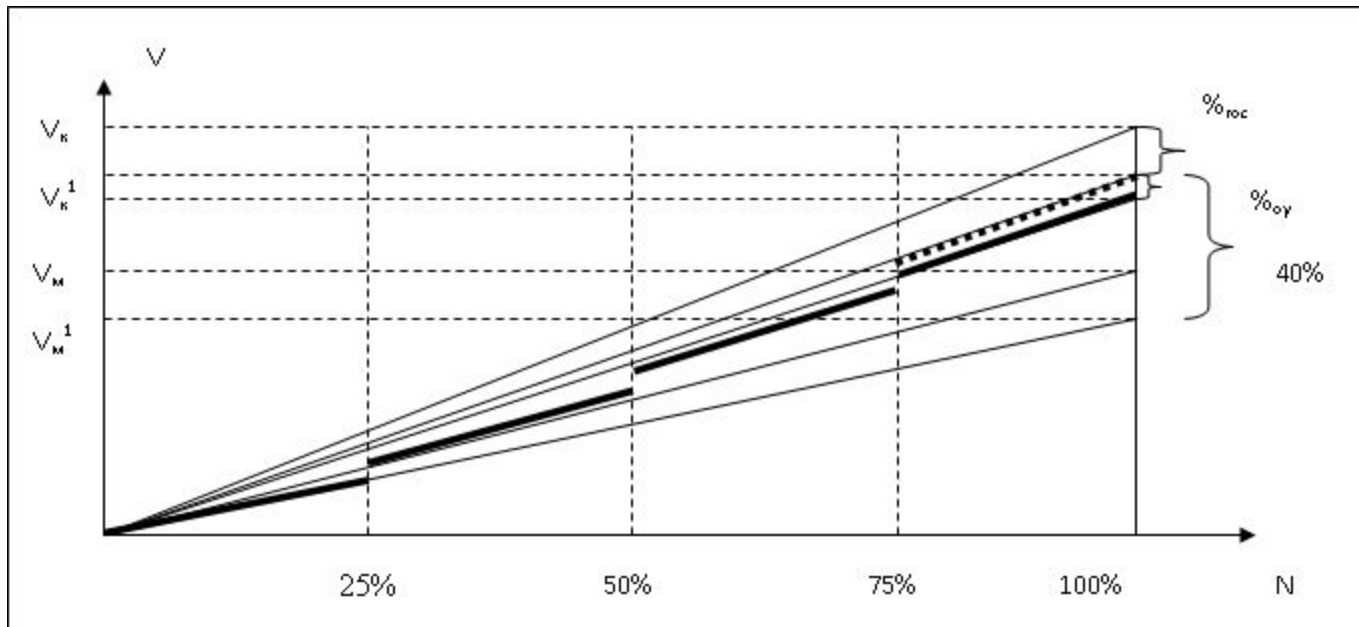
На **третьем этапе** учитываются ограничения прав отдельных владельцев пакетов акций, вызванные особыми условиями осуществления деятельности. К ним относятся ограничения выплаты дивидендов, ограничения вознаграждений менеджменту и пр. в связи с условиями договоров или уставными положениями. В этом случае снижается величина премии тех пакетов, в составе которых были предусмотрены подобные права.



Формирование скидки на неконтрольный характер

На **четвертом этапе** учитываются ограничения, накладываемые со стороны государства. К ним относятся:

- ограничения привлечения капитала (только отечественный);
- ограничения роста отпускных цен (регулируемые тарифы);
- ограничения банкротства или ликвидации (социальная направленность);
- ограничения реорганизации (большая доля государства);
- ограничения перепрофилирования (социальная направленность);
- ограничения прав на имущество (оперативное управление, хозяйственное ведение);
- ограничения распоряжения прибылью.



АЛГОРИТМ

анализа состав прав и построения размера премии

1. Формирование полного набора прав, предоставляемых участникам в соответствии с Гражданским кодексом РФ и Федеральными Законами;
2. Анализ распределение прав между пакетами различной величины (долями) в соответствии Учредительными документами;
3. Анализ ограничений на права отдельных участников и формирование скидок с премий в соответствии с особыми условиями деятельности организаций;
4. Анализ ограничений, накладываемых государством на осуществление организациями своих функций, и формирование генеральных скидок с премий.

**Пригодность к продаже, как
поправка к результату оценки
СТОИМОСТИ**

Сущность пригодности к продаже

Недостаточная пригодность к быстрой реализации определяется ценностью объекта оценки (предпочтениями покупателя) и понизит стоимость объекта оценки. Данное обстоятельство следует рассматривать как скидку на недостаточную ликвидность.

Факторы, влияющие на ликвидность

- открытая или закрытая организация (открытая легче)
- большой или малый пакет (порой малый легче)
- некоторые обстоятельства, связанные с инвестиционной привлекательностью организации (низкие дивиденды или невозможность их выплаты)
- ограничения, связанные с особенностями объекта оценки, такими как:
 - обязательная покупка-продажа объекта оценки (принудительный выкуп, свойственно акциям)
 - обязанность предложения своим (свойственно долям в УК ООО, паям)
 - требование согласия на продажу (свойственно долям в УК ООО, паям).

Условия применение скидки на недостаточную ликвидность

На применение скидки могут влиять обстоятельства, связанные с оценкой, такие как:

- цель оценки – при оценке для целей сделок слияния и поглощения скидки не применяются
- определяемый стандарт стоимости – при определении инвестиционной, ликвидационной или страховой стоимости скидка не применяется.

Сущность пригодности к продаже

Особенности связи между неконтрольностью и недостаточной ликвидностью

Связи между контрольностью и ликвидностью почти нет. Ликвидность пакета акций, как правило, не увязывают с объемом контроля, имеющегося у пакета, поскольку:

- для крупных организаций стоимость контрольного пакета может превысить платежеспособный спрос и таким образом сузить рынок продаж
- для средних и малых организаций связь между контрольностью и ликвидностью просматривается более ярко.

Обобщённые результаты различных эмпирических исследований показали, что скидки на отсутствие ликвидности варьируются в пределах от 26 до 47%, при этом медианное значение скидки составляет 33%.

Согласно исследованиям компании «Robert W. Baird & Co», при оценке акций компаний часто требуются существенные скидки на недостаточную ликвидность, которые составляют 23-50%, если только не существует специальных условий, которые могут повлиять на уменьшение рассматриваемой скидки (Руководство по оценке стоимости бизнеса / Фишмен Джей, Пратт Шеннон, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт. Пер. с англ. Л.И. Лопатников. М.: ЗАО «Квинто-Консалтинг», 2000. 388 с.).

Сущность пригодности к продаже

Условия применения скидки на недостаточную ликвидность

- **Если** оцениваются акции закрытой компании, исходя из цен акций открытой компании, то их стоимость должна быть занижена ввиду их относительной не ликвидности. При этом обязательно неконтрольный пакет должен сравниваться с неконтрольным, а контрольный — с контрольным.
- **Если** пакет акций закрытой компании оценивается через капитализацию, балансовую стоимость, скорректированную балансовую стоимость и пр., то скидки на низкую ликвидность необходимы. Если же при этом он имеет и неконтрольный характер, то скидки на эти оба фактора могут достигать 55-65%.
- **Если** оценивается контрольный пакет на основе ежедневных цен продажи публичных акций, входящих в неконтрольные пакеты, то к расчетной цене следует прибавить премию за контроль.
- **При оценке контрольных пакетов** в закрытых компаниях исходя из цен на публично продаваемые акции может получиться так, что скидка на низкую ликвидность и премия за контроль будут почти компенсировать друг друга. В этом случае оценщику следует правильно описать характер скидок и премий. Одно из объяснений этому, что открытые компании поглощающие частные компании неохотно идут на «разводнение» капитала, приобретая акции по более высокому соотношению цена-прибыль, чем для своих акций.
- **В тех случаях,** когда стоимость контроля и потерь ликвидности не компенсируют друг друга, чаша весов склоняется в сторону «контроля», если оцениваемый пакет обладает всеми выгодами контроля. Но если оцениваемый пакет обладает не всеми функциями контроля, недостаток ликвидности может перевесить.

Сущность пригодности к продаже

В ходе исследований, проведённых Mergerstat в 2011 г., были определены среднегодовые значения скидки на недостаточную ликвидность на основе мультипликатора P/E

Год	P/E по сделкам с публичными компаниями	P/E по сделкам с закрытыми компаниями	Скидка за недостаточную ликвидность, %
2002	18,0	16,0	11,1%
2003	16,7	15,3	8,4%
2004	19,7	16,6	15,7%
2005	21,2	19,4	8,5%
2006	22,6	19,0	15,9%
2007	24,4	16,9	30,7%
2008	23,7	21,4	9,7%
2009	24,9	21,6	13,%
2010	10,6	10,6	52,0%
2011	18,1	18,4	-1,7%
Среднее	21,14	17,52	17,1%

**Общие подходы к согласованию
результатов оценки стоимости,
полученных различными подходами**

Согласование результатов

п. «И» Статья 8 ФСО №3

В разделе согласования результатов **должно быть** приведено согласование результатов расчетов, полученных с применением различных подходов.

При согласовании результатов, полученных при применении различных подходов к оценке, а также использовании разных методов в рамках применения каждого подхода, оценщик **должен привести** в отчете об оценке описание процедуры соответствующего согласования.

Если при согласовании используется взвешивание результатов, полученных при применении различных подходов к оценке, а также использовании разных методов в рамках применения каждого подхода, оценщик **должен обосновать** выбор использованных весов, присваиваемых результатам, полученным при применении различных подходов к оценке, а также использовании разных методов в рамках применения каждого подхода.

Особенности согласования результатов

При согласовании результатов следует помнить, что в условиях нестабильной экономики положение продавцов и покупателей на рынке имеет более существенные различия, чем в стабильных условиях и это различие существенно зависит от отраслевой принадлежности.

Общая идея согласования результатов состоит в том, что если при стабильном, предсказуемом рынке оценщик может удовлетвориться краткосрочными данными и прогнозами, то при нестабильном рынке ему необходимо противопоставить мощный фундаментальный анализ и методы, опирающиеся на надёжный прогноз.

Согласование результатов

При согласовании результаты оценки стоимости во внимание принимаются следующие факторы:

- а) **факторы рынка**, характеризующие его, как источник собираемых рыночных данных: развитость, сбалансированность, стадия жизненного цикла, масштаб рынка (федеральный, субъекта федерации, муниципальный), волатильность, ликвидность;
- б) **факторы исходных данных**, характеризующие качество предоставленных заказчиком данных: степень обеспеченности, качество исходных данных, объективность;
- в) **факторы используемых подходов**, характеризующие пригодность используемых подходов и методов: степень соответствия целям (представительность), степень позитивизма-нейтральности (от достоинств), степень негативизма-нейтральности (от недостатков), степень соответствия целям и назначению оценки.

Особенности согласования результатов

Оценки, полученные этими подходами, различаются:

Затратный подход опирается на данные вторичного рынка активов (недвижимость, машины и оборудование, обязательства, ценные бумаги и пр.). Поведение цен на этих рынках в условиях нестабильной экономики слабо связано между собой, поскольку рынок разбалансирован.

В этих условиях затратный подход будет представителен для специфических целей оценки, где интерес к бизнесу проявляется:

- либо через его имущество (страхование, ликвидация)
- либо доминирующими факторами в формировании интереса покупателя являются имущественные показатели (как в холдингах).

Для других целей или условий затратному подходу следует придавать наименьший вес или использовать его как нижнюю границу стоимости с учётом издержек на ликвидацию (срочную или плановую).

Особенности согласования результатов

Сравнительный подход:

- с одной стороны опирается на данные вторичного фондового рынка и в этом смысле является наиболее представительным;
- с другой стороны он не учитывает будущие тенденции развития рынка.

На основании этого наибольший вес сравнительному подходу следует придавать для целей оценки, направленных на краткосрочные сделки – купля-продажа, дарение, а также для целей налогообложения. Для целей, имеющих длительный характер, таких как залог, вклад в уставный капитал (фонд), передача в заем и пр., сравнительный подход менее представительный.

Особенности согласования результатов

Доходный подход опирается на данные первичного товарного рынка и поэтому является наиболее представительным с точки зрения интересов покупателя. Поэтому, если цель оценки направлена на совершение сделки, имеющей инвестиционные цели или носящие дльщщийся характер, доходный подход является наиболее представительным.

Вместе с тем, доходный подход использует прогнозные величины, надежность которых полностью определяется:

- наличием, полнотой и надежностью исходных данных;
- квалификацией оценщика.

В этих условиях оценщик самостоятельно определяет уровень доверия к полученному результату и, соответственно, придаваемый ему вес.

Конец лекции