



Основу методологии оценки стоимости предприятия составляет представление о предприятии как объекте гражданских прав. В 132 статье Гражданского кодекса раскрывается содержание понятия «предприятие, как имущественный комплекс». Предприятие, как имущественный комплекс, включает все виды имущества, предназначенного для его деятельности: земельные участки, здания и сооружения, машины и оборудование, сырье и продукцию, нематериальные активы, имущественные обязательства. Оценка рыночной стоимости предприятия означает определение в денежном выражении стоимости, которая наиболее правильно отражает свойства предприятия как товара, то есть его полезность для потенциального покупателя и затраты, необходимые для получения этой полезности.

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

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

Исходя из вышеизложенного, суть методологии, применяемой при оценке рыночной стоимости предприятий, может быть сформулирована следующим образом: стоимость предприятий в условиях рыночной экономики определяется его активами (включая неосязаемые) с учетом привлекательности предприятия для инвестиций. Данная методология реализует системный подход к определению

стоимости, когда предприятие рассматривается как сложно организованный объект – система, а его стоимость определяется исходя из системного представления его функционирования, то есть, стоимость предприятия больше суммы стоимостей его элементов на величину так называемого системного эффекта. Реализация данной методологии состоит в анализе данного предприятия как объекта для инвестиций и определении комплекса стоимостных показателей, адекватно отражающих стоимость предприятия.

Система информации в оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Вся информация, используемая в ходе оценки стоимости предприятия, может быть классифицирована на внешнюю и внутреннюю.

В рамках внешнего блока рассматривается состояние:

1. макроэкономики (динамика основных макроэкономических показателей и их прогноз, демография, социальная политика, фондовый рынок, рынки сбыта и т.п.);
2. региона;
3. отрасли, в которой функционирует предприятие (рынки сбыта, конкуренция и т.д.).
4. Внутренняя информация включает следующие блоки:
5. юридический (правоустанавливающие, уставные и регистрационные документы, проспекты эмиссии, договоры с контрагентами, трудовые договоры и др.);
6. финансово-экономический (внешняя бухгалтерская отчетность за последние 3-5 лет, учетная политика, ценовая политика, налоговые выплаты, кредитная история, бизнес-планы, перечень основных средств с указанием амортизации и величинами стоимостей, состав финансовых вложений предприятия и т.д.);
7. технический (мощности предприятия, уровень технологий, техническое состояние оборудования, качество и номенклатура выпускаемой продукции и т.д.).

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

Этапы подготовки информации к оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Выделяют четыре этапа подготовки бухгалтерской отчетности к оценке:

1. Инфляционная корректировка.
2. Нормализация отчетности.
3. Трансформация отчетности.
4. Финансовый анализ отчетности.

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

Инфляционная корректировка может осуществляться двумя способами:

1. по колебанию курса валют;
2. по колебанию уровней цен.

Первый метод наиболее простой, однако, дает неточные результаты, так как курсовые соотношения рубля и доллара не совпадают с их реальной покупательной способностью. Вторым методом можно применять по активу баланса в целом (метод учета изменения общего уровня) или по каждой позиции (статье) актива.

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

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

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

На Западе внесение таких корректировок называется процедурой нормализации. Нормализующие корректировки проводятся по следующим направлениям:

- корректировка разовых, нетипичных и неоперационных доходов и расходов, нефункционирующих активов,
- корректировка метода учета операций,
- корректировка величины собственного оборотного капитала (прибавление суммы избыточного капитала или вычитание суммы недостатка).

Нормализация бухгалтерской отчетности проводится с целью определения доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса.

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

Нормализация отчетности в процессе оценки проводится всегда. В отчете должны разъясняться корректировки, проводимые в ходе нормализации отчетности. В зависимости от цели проведения нормализации отчетность может корректироваться для определения рыночной стоимости активов. Нужно помнить, что нормализованная отчетность может использоваться только в целях оценки, так как проводится для упрощения работы оценщика при подготовке отчетного заключения.

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

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

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

Бухгалтерская отчетность в трансформированном виде – более достоверная и надежная база для сравнения оцениваемого предприятия с предприятиями-аналогами и среднеотраслевыми параметрами различных стран.

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

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

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

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

В состав внешней бухгалтерской отчетности в соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета традиционно включаются бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках. В российских условиях, безусловно, необходимо

использовать информацию, содержащуюся в приложениях к вышеуказанным первым двум формам: Отчет об изменениях капитала (форма № 3), Отчет о движении денежных средств (форма № 4), Приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5), пояснительная записка.

Проведение финансового анализа в оценке стоимости предприятия имеет свои цели.

Для доходного подхода финансовый анализ определяет:

- доходность бизнеса;
- взаимозависимости и тенденции показателей отчетности прошлых лет для их прогноза;
- соотношение постоянных и переменных затрат в общей их величине (если имеется дополнительная информация);
- величину коэффициентов, на основе которых делаются выводы о рискованности вложения средств в данное предприятие, и определяется величина премий за риск при расчете ставки дисконтирования.

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

Для затратного подхода финансовый анализ служит дополнительным источником информации для принятия решения о выборе метода оценки.

Доходный подход в оценке стоимости предприятия (бизнеса)

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

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

Существует два метода пересчёта чистого дохода в текущую стоимость: метод капитализации прибыли и метод дисконтированных будущих денежных потоков.

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

Метод дисконтированных будущих денежных потоков используется, когда ожидается, что будущие уровни денежных потоков существенно отличаются от текущих, можно обоснованно определить будущие денежные потоки, прогнозируемые будущие денежные потоки являются положительными величинами для большинства прогнозных лет, ожидается, что денежный поток в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной.

В зависимости от характера оцениваемого предприятия, доли акционеров в его капитале или ценных бумаг, а также других факторов, Оценщик может в качестве ожидаемых доходов рассматривать чистый денежный поток, дивиденды, различные формы прибыли.

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

Когда не удастся сделать предположение в отношении стабильности дохода и/или их постоянных равномерных темпов прироста, используются методы дисконтированных денежных потоков, которые основаны на оценке доходов в будущем для каждого из нескольких временных промежутков. Эти доходы затем пересчитываются в стоимость путем использования ставки дисконтирования и техники текущей стоимости.

Особенностью метода дисконтированных денежных потоков и его главным достоинством является то, что он позволяют учесть несистематические изменения потока доходов, которые нельзя описать какой-либо математической моделью. Данное обстоятельство делает привлекательным использование метода дисконтированных денежных потоков в условиях российской экономики,

характеризующейся сильной изменчивостью цен на готовую продукцию, сырье, материалы и прочие компоненты, существенным образом влияющие на стоимость оцениваемого предприятия.

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

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

1. темпы роста;
2. издержки, доходность;
3. требуемую величину собственного оборотного капитала;
4. величину задолженности;
5. ставку дисконтирования.

Метод дисконтированных денежных потоков

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

1. выбор длительности прогнозного периода;
2. выбор типа денежного потока, который будет использоваться для расчета;
3. выполнение анализа валовых доходов предприятий и подготовка прогноза валовых доходов в будущем с учетом планов развития оцениваемой организации;
4. выполнение анализа расходов предприятия и подготовка прогноза расходов в будущем с учетом планов развития оцениваемой организации;
5. выполнение анализа инвестиций и подготовка их прогноза;
6. расчет денежного потока для каждого года прогнозного периода;
7. определение соответствующей ставки дисконтирования;

8. расчет остаточной стоимости (стоимости денежных потоков в постпрогнозном периоде);
9. расчет текущей стоимости будущих денежных потоков, остаточной стоимости, и их суммарное значение;
10. внесение заключительных поправок;
11. выполнение процедуры проверки.

Выбор длительности прогнозного периода.

В качестве прогнозного принимается период, который должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются (предполагается, что в остаточный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или одноуровневый бесконечный поток доходов). В практике оценки принято считать продолжительность периода равным 3-5 годам. С учетом не стабильной ситуации в экономике России чаще всего применяют период равный 3 годам.

Выбор вида (типа) денежного потока.

Необходимость выбора денежного потока, на основе которого будет определена стоимость бизнеса, связана с разной степенью риска, присущего финансовым и операционным потокам. В зависимости от цели оценки, поставленной в задании, в качестве предмета рассмотрения могут использоваться различные денежные потоки. Существует 2 основных вида денежных потоков:

- бездолговой денежный поток;
- денежный поток для собственного капитала.

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

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

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

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

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

Бездолговой денежный поток – средневзвешенная стоимость капитала.

Денежный поток для собственного капитала – стоимость капитала собственника.

Учитывая необходимость привлечения долгосрочного кредита для осуществления программы расширения бизнеса предприятия, для целей проведения оценки нами был выбран денежный поток для собственного капитала. Полученный в ходе проведения расчетов результат можно интерпретировать следующим образом: оцененная доходным подходом стоимость бизнеса представляет собой стоимость действующего предприятия после вычета всех долговых обязательств, имеющихся у него на дату оценки.

Определение размера денежного потока.

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

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

1. перечень предлагаемых услуг;
2. объем предоставления услуг по каждому направлению, цены на услуги;
3. влияния инфляции на цены;
4. производственных мощностей и их расширения.
5. Для определения величины затрат анализируются следующие данные:
6. постоянные и переменные издержки, их соотношение;

7. влияние инфляции на затраты;
8. единовременные затраты и чрезмерные статьи расходов, имевшие место в прошлом, но которые в будущем не встретятся;
9. будущие ставки налогов;
10. амортизация, которая определяется на основе имеющихся на текущий момент активов предприятия и анализа их будущего прироста и выбытия;
11. условия кредитных линий (в модели потока для собственного капитала).

Составление прогноза инвестиций.

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

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

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

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

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

а) для денежного потока собственного капитала:

- модель оценки капитальных активов;
- кумулятивный подход.

б) для бездолгового денежного потока:

- модель средневзвешенной стоимости капитала.

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

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

Факторы риска

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

Прочие особые риски

0 - 5%

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

Определение безрисковой нормы дохода

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

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

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

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

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

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

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

Определение остаточной стоимости бизнеса

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

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

- по ликвидационной стоимости – данный метод используется в том случае, если в после прогнозный период ожидается ликвидация компании с последующей перепродажей имеющихся активов. При расчете ликвидационной стоимости необходимо принять во внимание расходы, связанные с ликвидацией, и скидку

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

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

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

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

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

Где:

$V_{ост}$ - остаточная стоимость бизнеса;

CF_n - денежный поток доходов за последний год прогнозного периода;

r - ставка дисконтирования для собственного капитала;

g - долгосрочные темпы прироста.

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

Итоговая величина стоимости бизнеса состоит из двух составляющих:

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

$$V = \frac{CF_1}{1+R} + \frac{CF_2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+R)^n} + \frac{V_{ост}}{(1+R)^n} = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+R)^i} + \frac{V_{ост}}{(1+R)^n}$$

где

V - стоимость объекта оценки;

CF_{1,2,n} - доход, полученный от объекта оценки в 1-й, 2-й, n-й год (период);

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

n - количество прогнозируемых периодов (лет);

i - номер периода

Внесение заключительных поправок

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

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

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

Метод капитализации дохода

Метод капитализации является одним из вариантов доходного подхода к оценке бизнеса действующего предприятия. Как и другие варианты доходного подхода, он основан на базовой посылке, в соответствии с которой стоимость доли собственности в предприятии равна текущей стоимости будущих доходов, которые принесет эта собственность. Метод капитализации дохода в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины дохода (или темпы ее роста будут постоянными).

В отличие от оценки недвижимости в оценке бизнеса данный метод применяется довольно редко из-за значительных колебаний величин прибылей или денежных потоков по годам, характерных для большинства оцениваемых предприятий. Практическое применение метода капитализации денежного потока предусматривает следующие основные этапы:

1. Выбор величины денежного потока, которая будет капитализирована.
2. Расчет адекватной ставки капитализации.
3. Определение предварительной величины стоимости.
4. Проведение поправок на наличие нефункционирующих активов (если таковые имеются).

Выбор величины денежного потока фактически подразумевает выбор периода текущей производственной деятельности, результаты которой будут капитализированы. Оценщик может выбирать между несколькими вариантами:

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

В большинстве случаев на практике в качестве капитализируемой величины выбирается денежный поток последнего отчетного года.

Расчет ставки капитализации

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

С математической точки зрения ставка капитализации - это делитель, который применяется для преобразования величины прибыли или денежного потока за один период времени в показатель стоимости.

Итак, чтобы определить адекватную ставку капитализации, нужно сначала рассчитать соответствующую ставку дисконта, используя следующие возможные методики.

Сравнительный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса)

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

В сравнительном подходе выделяют три метода:

1. метод рынка капитала;
2. метод сделок;
3. метод отраслевых коэффициентов.

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

Метод сделок является частным случаем метода рынка капитала. Основан на ценах приобретения целых аналогичных предприятий, предполагает использование в качестве базы для сравнения цены акций, по которым приобретались контрольные пакеты акций или компании в целом. Метод определяет уровень стоимости *контрольного* (мажоритарного) пакета акций, позволяющего полностью управлять предприятием.

Метод отраслевых коэффициентов основан на рекомендуемых соотношениях между ценой и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами. Метод отраслевых коэффициентов пока не получил достаточного распространения в отечественной практике в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения.

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

Как уже указывалось, первые два метода схожи по алгоритму их реализации. Отличие составляет исходная информация (продажа неконтрольных пакетов акций аналогов или их контрольных пакетов «компаний целиком»). Для осуществления корректировки баланса предприятия проводится оценка рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств. Результат показывает оценочную (в данном случае рыночную) стоимость собственного капитала предприятия.

Затратный подход включает:

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

Согласование результатов и формирование скидок и премий.

Итоговая величина стоимости предприятия может быть определена путем математического или субъективного взвешивания. Наиболее известны сегодня метод Саати и метод анализа иерархий.

Литература по теме:

1. «Оценка бизнеса» под ред. Грязновой А.Г., Федотовой М.А., Учебник, М.: Финансы и статистика, 2004.
2. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. «Стоимость компаний: оценка и управление» / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-бизнес», 1999.