

РАЗДЕЛ 2. МЕТОДОЛОГИЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА.

Тема 2.1. Методология доходного подхода к оценке бизнеса.

Тема 2.1 включает практические занятия по двум подразделам темы:

Тема 2.1.1. Ретроспективный анализ и прогноз денежных потоков для целей управления стоимостью бизнеса.

Тема 2.1.2. Методы доходного подхода к оценке бизнеса.

Тема 2.2. Определение стоимости бизнеса затратным и сравнительным подходами.

Тема 2.1. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

1. Основные положения доходного подхода к оценке бизнеса
2. Метод капитализации дохода
3. Метод дисконтирования денежных потоков в оценке бизнеса.

1.Основные положения доходного подхода к оценке бизнеса¹

Доходный подход - это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

Целесообразность применения доходного подхода определяется тем, что суммирование рыночных стоимостей активов предприятия не позволяет отразить реальную стоимость предприятия, так как не учитывает взаимодействие этих активов и экономическое окружение бизнеса.

Доходный подход предусматривает установление стоимости бизнеса (предприятия), актива или доли (вклада) в собственном капитале, в том числе уставном, или ценной бумаги путем расчета приведенных к дате оценки ожидаемых доходов. Данный подход используется, когда можно обоснованно определить будущие денежные доходы оцениваемого предприятия.

Методы доходного подхода к оценке бизнеса основаны на определении текущей стоимости будущих доходов. Основные методы:

- метод капитализации дохода;
- метод дисконтирования денежного потока.

При оценке *методом капитализации дохода* определяется уровень дохода за первый прогнозный год и предполагается, что доход будет такой же и в последующие прогнозные годы; в случае дисконтирования денежных потоков определяется уровень доходов за каждый год прогнозного периода.

Метод используется при оценке предприятий, успевших накопить активы, приносящих стабильный доход.

¹ Щербаков В. А., Щербакова Н.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). - 4-е изд. - М., 2012. - 315 с

Если предполагается, что будущие доходы будут изменяться по годам прогнозного периода, предприятия реализуют влияющий на денежные потоки инвестиционный проект или являются молодыми, применяется *метод дисконтирования денежных потоков*. Определение стоимости бизнеса этим методом основано на раздельном дисконтировании разновременных изменяющихся денежных потоков.

Предполагается, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, а собственник не продаст свой бизнес по цене, которая ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. В результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Преимущества доходного подхода:

1. Учитывается доходность предприятия, что отражает основную цель его функционирования – получение дохода собственником.

2. Применение подхода необходимо при принятии решений о финансировании, анализе целесообразности инвестирования, при обосновании решений о купле-продаже предприятия.

3. Подход учитывает перспективы развития предприятия.

4. Результаты доходного подхода позволяют руководителям предприятий выявлять проблемы, тормозящие развитие бизнеса; принимать решения, направленные на рост дохода.

5. Некоторые предприятия сложно оценить с помощью затратного подхода, а для использования сравнительных методик оценки нет соответствующей рыночной информации. Например:

- предприятия, связанные с информационно-рекламной сферой деятельности, так как их стоимость зависит от размеров и эффективности первоначальных затрат, последующих объемов реализации услуг и чистых доходов;

- предприятия, деятельность которых базируется на новых технологиях, когда стоимость предприятия существенно зависит от конъюнктуры соответствующего сектора рынка;

- предприятия, имеющие исключительные права, каналы связи, каналы реализации продукции, услуг, обладание которыми позволяет таким предприятиям ограничить конкуренцию на соответствующем рынке и получать высокие и стабильные доходы, а следовательно и иметь высокую стоимость и т.д.

Основные недостатки доходного подхода:

- необходимость прогнозирования долговременного потока дохода;

- сложность расчета ставок капитализации и дисконтирования;

- в процессе прогнозирования денежных потоков или ставок дисконтирования устанавливаются различные предположения и ограничения, носящие условный характер;

- влияние факторов риска на прогнозируемый доход;

- многие предприятия не показывают в отчетности реальный доход, на анализе которого базируется доходный подход, или же показывают убытки.

При оценке прогнозируемых разновременных денежных потоков предприятия учитывается стоимость денег во времени.

2.Метод капитализации дохода

Метод капитализации дохода – метод оценки имущества на основе капитализации дохода за первый прогнозный год при предположении, что величина дохода будет такой же и в последующие годы.

Метод используется, если доход предприятия стабилен. Если предполагается, что будущие доходы будут изменяться по годам прогнозного периода, для оценки применяется метод дисконтирования денежных потоков.

Этапы метода капитализации дохода:

1. Обоснование стабильности получения доходов.
2. Выбор вида дохода, который будет капитализирован.
3. Расчет величины капитализируемого дохода;
4. Расчет ставки капитализации
5. Капитализация дохода
6. Внесение итоговых поправок.

Этап 1. Обоснование стабильности (почти стабильности) получения доходов проводится на основе анализа нормализованной финансовой отчетности.

Этап 2. Выбор вида дохода, который будет капитализирован. В качестве капитализируемого дохода может выступать чистая прибыль или другие показатели, отражающие доход предприятия, например, прибыль до уплаты налогов или величина денежного потока. Особенности капитализируемого показателя учитываются при расчете ставки капитализации. Капитализация прибыли в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины прибыли.

Этап 3. Расчет величины капитализируемого дохода.

В качестве величины дохода, подлежащей капитализации, может быть выбрана:

- 1) величина дохода, спрогнозированная на один год после даты оценки;
- 2) средняя величина выбранного вида дохода, рассчитанная на основе ретроспективных и, возможно, прогнозных данных;
- 3) величина прибыли последнего отчетного года (если предполагается получение в будущем таких же величин прибылей).

Важную роль играет нормализация дохода, то есть устранение единовременных отклонений в потоках дохода.

Определение размера прогнозируемого нормализованного дохода, осуществляется с помощью статистических формул по расчету простой средней, средневзвешенной средней или метода экстраполяции (см. п. 4.6.2).

Этап 4. Расчет ставки капитализации

Ставка капитализации – коэффициент, позволяющий преобразовать доход одного года в стоимость объекта.

Ставка капитализации характеризуется соотношением годового дохода и стоимости имущества:

$$R = I / V$$

где V - стоимость, I - ожидаемый доход за один год после даты оценки, R – ставка капитализации.

Ставка капитализации может устанавливаться оценщиком на основе изучения отрасли.

Часто ставка капитализации выбирается на основе ставки дисконтирования. Для этого из ставки дисконтирования вычитается темп роста капитализируемого дохода (денежного потока или прибыли). Если темп роста дохода предполагается равным нулю, ставка капитализации будет равна ставке дисконтирования.

Этап 5. Капитализация дохода, то есть определение стоимости бизнеса по формуле:

$$V = I / R$$

Стоимость = доход / ставка капитализации.

Основные преимущества метода капитализации дохода:

- достаточно прост в применении;
- не требует детальных средне- и долгосрочных прогнозов доходов (предполагается, что доходы примерно одинаковы по годам).

В оценке бизнеса метод капитализации дохода применяется довольно редко из-за значительных колебаний величин прибылей или денежных потоков по годам, характерных для большинства оцениваемых предприятий.

3.Метод дисконтирования денежных потоков в оценке бизнеса²

Метод дисконтирования денежных потоков - определение стоимости имущества суммированием текущих стоимостей ожидаемых от него потоков дохода. Расчеты поводятся по формуле:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+DR)^i} + \frac{FV}{(1+DR)^n},$$

где i - номер года прогнозного периода. где PV - текущая стоимость, n – последний год прогнозного периода; CF_i - доход i -периода, FV – терминальная стоимость, DR - ставка дисконтирования.

В формулах 1 и 2 денежные потоки дисконтируются, как если бы они были получены в конце года. Иногда оценщик считает целесообразным дисконтировать денежные потоки, как если бы предполагалось их получение в середине прогнозного года (в частности, при сезонности производства, или с учетом того, что доход поступает частями в течение года, а не единовременно единой суммой в конце года). Тогда формула принимает вид:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+DR)^{(i-0,5)}} + \frac{FV}{(1+DR)^n}.$$

Основные этапы оценки предприятия методом дисконтирования денежных потоков:

- 1) выбор модели денежного потока;
- 2) определение длительности прогнозного периода;
- 3) ретроспективный анализ и прогноз;
- 4) расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода;
- 5) определение ставки дисконтирования;
- 6) расчет величины стоимости в постпрогнозный период (реверсии);
- 7) расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и реверсии;
- 8) внесение заключительных поправок.

Денежный поток - разница между притоками и оттоками средств на предприятии. При оценке бизнеса применяют одну из двух моделей денежного потока:

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

Денежный поток для собственного капитала используется для расчета рыночной стоимости собственного капитала (таблица 4.5).

² Щербаков В. А., Щербакова Н.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). - 4-е изд. - М., 2012. - 315 с

Выделяют свободный денежный поток для всего инвестированного капитала, т. е. для фирмы в целом (*Free Cash Flows to Firm, FCFF*) и свободный денежный поток для собственного капитала (*Free Cash Flows to Equity, FCFE*). Свободный денежный поток для собственного капитала определяется как поток, доступный только собственникам (акционерам) компании³. При этом свободный денежный поток фирмы в литературе очень часто обозначается просто как свободный денежный поток (*FCF*), без указания на то, что этот поток относится к фирме (*to Firm*).

Знак действия	Показатели
Плюс	Чистая прибыль
	Амортизационные отчисления
Плюс (минус)	Уменьшение (прирост) собственного* оборотного капитала
Плюс	Доход от продажи активов
Минус	Капитальные вложения (инвестиции в активы)
Плюс (минус)	Прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности
Итого	Денежный поток для собственного капитала

* в экономической литературе иногда как синонимы используются термины «чистый оборотный капитал» и «собственный оборотный капитал»

В денежном потоке для всего инвестированного капитала не различается собственный и заемный капитал, а рассчитывается совокупный денежный поток, то есть стоимость всего инвестированного капитала.

Расчет денежного потока для всего инвестированного капитала производится аналогично определению денежного потока для собственного капитала, за исключением следующих операций:

- а) не учитывается прирост долгосрочной задолженности;
- б) не учитывается уменьшение долгосрочной задолженности;
- в) не учитываются (не вычитаются из прибыли) денежные выплаты по процентам за обслуживание долгосрочной задолженности.

Определение длительности прогнозного периода

Длительность прогнозного периода определяется с учетом планов руководства по развитию (ликвидации) предприятия в ближайшие годы, динамики стоимостных показателей (выручки, себестоимости, прибыли, ценах), тенденций изменения спроса, объемов производства и продаж.

Из-за сложности прогнозирования при оценке российских предприятий прогнозный период обычно устанавливается равным трем годам.

Прогноз доходов требует анализа динамики рынка, влияния конкуренции и инфляции, факторов ценообразования, ожидаемого роста объемов производства и реализации, производственных мощностей, отраслевых факторов.

В качестве периода прогнозирования может быть выбран:

- период, по достижении которого темпы роста дохода предприятия стабилизируются;
- период существования компании с учетом планов руководства (может быть связан с окончанием договора аренды на имущество компании);
- продолжительность создания, эксплуатации и, если необходимо, ликвидации объекта;

³ Copeland T., Koller T., Murrin J. 1995. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 2nd ed. John Wiley & Sons: N.Y. – P.135; Damodaran A. 1996. Investment Valuation. John Wiley & Sons: N.Y. – P. 237.

- период достижения заданных характеристик доходности, требований и предпочтений инвестора;
- срок реализации инвестиционного проекта по внедрению новой продукции.

Расчет величины стоимости в постпрогнозный период. Модель Гордона

При эффективном управлении предприятием срок его жизни стремится к бесконечности. Прогнозировать на несколько десятков или сотен лет вперед нецелесообразно, так как чем дольше период прогнозирования, тем ниже точность прогноза. Чтобы учесть доходы, которые может принести бизнес за пределами периода прогнозирования, определяется стоимость реверсии.

Терминальная стоимость (используемые в отечественной литературе синонимы: реверсия, стоимость в постпрогнозный период, конечная стоимость, остаточная стоимость бизнеса, терминальная стоимость, стоимость на конец прогнозного периода) – это:

- 1) доход от возможной продажи имущества (предприятия) в конце периода прогнозирования;
- 2) стоимость имущества (предприятия) на конец прогнозного периода, отражающая величину доходов, ожидаемых к получению в постпрогнозный период.

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период, выбирается один из способов расчета его стоимости на конец прогнозного периода, представленных в таблице 1.

Таблица 1. Методы расчета стоимости предприятия на конец прогнозного периода (реверсии)

Название метода	Условия и особенности применения
Метод расчета по ликвидационной стоимости	Применяется, если в послепрогнозный период ожидается банкротство предприятия с последующей продажей имеющихся активов. Учитываются расходы, связанные с ликвидацией, и скидку на срочность в случае срочной ликвидации. Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль, а тем более находящегося в стадии роста, этот метод неприменим.
Метод расчета по стоимости чистых активов	Метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются значительные материальные активы (фондоемкие производства) или если на конец прогнозного периода ожидается продажа активов предприятия по рыночной стоимости.
Метод предполагаемой продажи	Денежный поток пересчитывается в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний. Метод применим, если аналогичные предприятия часто покупаются-продаются и можно обосновать тенденцию изменения их стоимости. На российском рынке из-за малого количества рыночных данных применение метода весьма проблематично.
Модель Гордона	Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны.

Основным способом определения стоимости предприятия на конец прогнозного периода является применение модели Гордона.

Модель Гордона - определение стоимости бизнеса капитализацией дохода первого постпрогнозного года по ставке капитализации, учитывающей долгосрочные темпы роста денежного потока. Модель Гордона служит способом предварительной или приближенной оценки стоимости предприятия.

Расчеты проводятся по формуле:

$$FV = \frac{CF_{(n+1)}}{DR - t},$$

где FV – ожидаемая стоимость в постпрогнозный период;

$CF_{(n+1)}$ – денежный поток доходов за первый год постпрогнозного (остаточного) периода;

DR – ставка дисконтирования;

t – долгосрочные (условно постоянные) темпы роста денежного потока в остаточном периоде.

Условия применения модели Гордона:

- 1) ожидаемые доходы имеют постоянный темп роста;
- 2) предполагается получение дохода в течение неопределенно длительного периода;
- 3) темпы роста дохода не превышают ставки дисконтирования, иначе оценка по модели будет давать иррациональные результаты;
- 4) капитальные вложения в постпрогножном периоде примерно равны амортизационным отчислениям;
- 5) темпы роста дохода умеренные, например, не превышают 2-3%, так как большие темпы роста невозможны без дополнительных капитальных вложений, которых данная модель не учитывает. К тому же постоянные большие темпы роста дохода на неопределенно длительный период времени вряд ли реалистичны.

Внесение заключительных поправок

После определения текущей стоимости денежных потоков реверсии иногда требуется внести заключительные поправки. Наиболее существенными считаются три:

- 1) поправка на величину стоимости нефункционирующих активов;
- 2) коррекция величины собственного оборотного капитала.

В результате оценки предприятия методом дисконтирования денежных потоков получается стоимость контрольного ликвидного пакета акций. Если же оценивается неконтрольный пакет, то необходимо сделать скидку на недостаток прав контроля.

Определение ставок дисконтирования

Ставка дисконтирования – коэффициент пересчета, используемый для приведения будущего денежного потока в текущую стоимость на дату оценки, отражающий ожидаемую или требуемую инвестором (покупателем предприятия) ставку дохода. Синонимы, используемые в отечественной литературе: *ставка дисконта, коэффициент дисконтирования, норма дисконтирования*.

Расчет ставки дисконтирования зависит от того, какой тип денежного потока используется для оценки в качестве базы. Для денежного потока для собственного капитала применяется ставка дисконтирования, равная требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал.

В зависимости от выбранной модели денежного потока применяют различные методы определения ставки дисконтирования, наиболее распространенные представлены в таблице 2:

Таблица 2. Методы определения ставки дисконтирования

Вид денежного потока	Методы определения ставки дисконтирования
----------------------	---

Денежный поток для собственного капитала	Метод кумулятивного построения
	Модель оценки капитальных активов (<i>CAPM</i>)
Денежный поток для всего инвестированного капитала	Модель средневзвешенной стоимости капитала (<i>WACC</i>)

Модель *CAPM* и метод кумулятивного построения основаны на том, что инвестор готов идти на риск только в том случае, если это сулит дополнительную выгоду по сравнению с безрисковыми вложениями.

Для преобразования годовой ставки дисконтирования используют формулы:

$$DR_{\text{за полугодие}} = (1 + DR_{\text{за год}})^{1/2} - 1;$$

$$DR_{\text{за квартал}} = (1 + DR_{\text{за год}})^{1/4} - 1;$$

$$DR_{\text{за месяц}} = (1 + DR_{\text{за год}})^{1/12} - 1.$$

Метод кумулятивного построения (метод суммирования, кумулятивный метод) основан на суммировании безрисковой ставки дохода и надбавок за риск инвестирования в оцениваемое предприятие. 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.

Расчеты проводят по формуле

$$DR = R_f + \sum_{i=1}^n R_i ,$$

где DR – ставка дисконтирования,

R_f – безрисковая ставка дохода,

R_i – премия за i - вид риска,

n - количество премий за риск.

Безрисковые вложения как правило приносят минимальный уровень дохода, а для оценки надбавок за риск в оценочной деятельности широко используется метод экспертного определения премий за риск для отдельного предприятия описанный, например, в *Business Valuation News* (декабрь, 1997), таблица 3:

Таблица 3. Премии за риск для отдельной компании

Вид риска	Вероятный интервал значений, %
Руководящий состав: качество управления	0-5
Размер компании	0-5
Финансовая структура (источники финансирования предприятия)	0-5
Товарная и территориальная диверсификация	0-5
Диверсифицированность клиентуры	0-5
Доходы: рентабельность и прогнозируемость	0-5
Прочие особенные риски	0-5

Модель оценки капитальных активов (*CAPM*, Capital Asset Pricing Model) основана на анализе массивов информации фондового рынка об изменении доходности свободно обращающихся на рынках акций. Модель была разработана Уильямом Шарпом в 60-х годах

текущего столетия, до сих пор активно используется для оценки стоимости акций, собственного капитала.

Ставка дисконтирования определяется по формуле:

$$DR = R_f + \beta (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C,$$

где DR- требуемая норма дохода на собственный капитал;

R_f - норма дохода по безрисковым вложениям;

R_m - среднерыночная норма доходности;

β - коэффициент бета (показатель систематического риска);

S_1 - дополнительная норма дохода за риск инвестирования в конкретную компанию (несистематические риски);

S_2 - дополнительная норма дохода за риск инвестирования в малую компанию (но применение для малых компаний метода CAPM сомнительно);

C - дополнительная норма дохода, учитывающая страновой риск.

Модель *средневзвешенной стоимости капитала (WACC, Weighted Average Cost of Capital)* предполагает определение ставки дисконтирования суммированием взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства, где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала. Средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается по следующей формуле:

$$WACC = \sum_{i=1}^n k_i W_i ,$$

где WACC - средневзвешенная стоимость капитала (ставка дисконтирования)

n - количество источников средств,

k_i - стоимость привлечения капитала из i -источника;

W_i - доля i -источника капитала в структуре капитала предприятия.

Обычно эту модель детализируют следующим образом:

$$WACC = k_d (1 - t_c) W_d + k_p W_p + k_s W_s$$

k_d - стоимость привлечения заемного капитала;

t_c - ставка налога на прибыль предприятия;

k_p - стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);

k_s - стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции);

W_d - доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;

W_p - доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;

W_s - доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

Стоимость привлечения заемного капитала (k_d) уменьшается на ставку налога на прибыль предприятия (t_c), так как в случае включения процентов по долгосрочным в себестоимость, их величина исключается из налогооблагаемой прибыли.

Тема 2.2. ЗАТРАТНЫЙ И СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

1. Основы применения затратного подхода в оценке бизнеса.
2. Метод чистых активов.
3. Метод ликвидационной стоимости.

1. Основы применения затратного подхода к оценке бизнеса.

Согласно ФСО № 8, п.11:

- ✓ В рамках затратного подхода оценщик определяет стоимость объекта оценки на основе стоимости принадлежащих организации, ведущей бизнес, активов и принятых обязательств.
- ✓ Применение затратного подхода носит ограниченный характер и данный подход, как правило, применяется, когда прибыль и (или) денежный поток не могут быть достоверно определены, но при этом доступна достоверная информация об активах и обязательствах организации, ведущей бизнес.

Базовая формула затратного подхода:

Стоимость предприятия = "Активы" - "Обязательства"

Затратный подход в основном реализуется посредством двух методов: чистых активов и ликвидационной стоимости.

2. Метод чистых активов.

Метод чистых активов основан на корректировке баланса предприятия в связи с тем, что балансовая стоимость активов и обязательств предприятия не всегда соответствует их реальной стоимости.

Корректировка баланса предприятия проводится в несколько этапов:

- 1) оценивается обоснованная рыночная стоимость каждого актива баланса в отдельности;
- 2) определяется текущая стоимость обязательств предприятия;
- 3) рассчитывается оценочная стоимость собственного капитала предприятия как разница между обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия и текущей стоимостью всех его обязательств.

Метод чистых активов является косвенным методом определения стоимости коммерческого предприятия. Полученная таким образом стоимость действующего предприятия не всегда объективно отражает его действительную стоимость, но из-за дефицита рыночной информации этот метод является одним из базовых для заключения о стоимости бизнеса в России.

3.Метод ликвидационной стоимости.

Метод ликвидационной стоимости основан на определении разности между стоимостью имущества, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и раздельной продаже его активов на рынке и издержками на ликвидацию.

При определении ликвидационной стоимости предприятия необходимо учитывать все расходы, связанные с ликвидацией предприятия: комиссионные и административные издержки по поддержанию работы предприятия до его ликвидации, расходы на юридические и бухгалтерские услуги.

Оценка ликвидационной стоимости производится в следующих случаях:

- прибыль предприятия от производственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью его чистых активов;
- предприятие убыточное и стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности;
- принято решение о ликвидации предприятия;
- предприятие находится в стадии банкротства;
- требуется основа для принятия управленческих решений при финансировании предприятия должника, финансировании реорганизации предприятия; при осуществляемой без судебного разбирательства санации предприятия; при выработке плана погашения долгов предприятия-должника, оказавшегося под угрозой банкротства; при выявлении и обосновании возможности выделения отдельных производственных мощностей предприятия в экономически самостоятельные организации и др.

При определении ликвидационной стоимости различают три вида ликвидации:

- 1) упорядоченная ликвидация,
- 2) принудительная ликвидация,
- 3) ликвидация с прекращением существования активов предприятия.

Упорядоченная ликвидация - это распродажа активов в течение разумного периода времени, чтобы можно было получить высокие цены продажи активов. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около двух лет. Он включает время подготовки активов к продаже, время доведения информации о продаже до потенциальных покупателей, время на обдумывание решения о покупке и аккумулярование финансовых средств для покупки, саму покупку и т.п.

Принудительная (ускоренная) ликвидация означает, что активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.

Ликвидация с прекращением существования активов предприятия рассчитывается в случае, когда активы предприятия не распродаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое предприятие, дающее значительный экономический либо социальный эффект. Стоимость предприятия в этом случае является отрицательной величиной, т.к. требуются определенные затраты на ликвидацию активов.

Последовательность работ по расчету ликвидационной стоимости предприятия при упорядоченной или ускоренной ликвидации совпадает, изменяются лишь методы оценки

из-за различий в учете сроков продажи активов (среднерыночных или ускоренных сроки экспозиции объектов на рынке). Этапы оценки предприятия в этом случае следующие:

1. Обоснование выбора ликвидационной стоимости для оценки активов (в случае ускоренной ликвидации).
2. Разработка календарного графика продажи активов предприятия (время на реализацию активов: недвижимого имущества, запасов, машин и оборудования).
3. Расчет текущей стоимости активов за вычетом затрат на их ликвидацию:
 - прямые затраты на ликвидацию: комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы, которые платятся при продаже;
 - расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и НЗП, оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации,
4. Скорректированные стоимости оцениваемых активов с учетом графика их продажи дисконтируются на дату оценки по ставке дисконтирования, учитывающей связанный с этой продажей риск.
5. Прибавляется (или вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода.
6. Рассчитывается величина обязательств предприятия: преимущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами.
7. Определение стоимости предприятия в случае ликвидации (из скорректированной текущей стоимости активов вычитаются обязательства).

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

1. Методы сравнительного подхода к оценке бизнеса.
2. Особенности методов рынка капитала и сделок.

1. Методы сравнительного подхода к оценке бизнеса

Сравнительный подход - совокупность методов оценки, основанных на сравнении объекта оценки с его аналогами, в отношении которых имеется информация о ценах. При реализации сравнительного подхода изучают соответствующий сегмент рынка и выбирают конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты для последующего сравнения.

Преимущества сравнительного подхода:

- если есть достаточная информация об аналогах, получаются точные результаты;

- подход отражает рынок, учитывая реальное соотношение спроса и предложения на подобные объекты, так как основан на сравнении оцениваемого предприятия с аналогами, уже купленными недавно или акции которых свободно обращаются на финансовых рынках;
- в цене предприятия отражаются результаты его производственно-хозяйственной деятельности.

«-» Недостатки:

- базируется только на ретроспективной информации, практически не учитывает перспективы развития предприятия;
- сложно, а иногда невозможно собрать финансовую информацию об аналогах (из-за недостаточного развития фондового рынка, многие акционерные общества не дают свои котировки на фондовый рынок, а закрытые акционерные общества, которых очень много, не раскрывают финансовую информацию);
- требуется вносить существенные корректировки из-за сильных различий предприятий между собой (различаются оборудование, ассортимент, стратегии развития, качество управления и т.д.).

Сравнительный подход реализуется посредством трех методов:

1. *Метод рынка капитала* основан на анализе реальных цен акций открытых предприятий, сложившихся на фондовом рынке. Базой для сравнения служит цена на единичную акцию акционерного общества.

2. *Метод сделок* заключается в сравнении данных по продажам контрольных пакетов акций компаний либо о продажах предприятий целиком, например, при поглощениях или слияниях. Метод применяется при определении стоимости контрольных пакетов акций открытых акционерных обществ, а также для оценки закрытых компаний, которые работают на том же сегменте рынка, что и открытые, и имеют аналогичные финансовые показатели. Включает анализ мультипликаторов.

3. *Метод отраслевых коэффициентов* - предполагает использование соотношений или показателей, основанных на данных о продажах компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику. Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками.

Метод отраслевых коэффициентов еще не получил достаточного распространения в отечественной практике, так как рынок купли-продажи готового бизнеса в России только развивается, информация о реальных ценах сделок часто недоступна, к тому же для получения более точных результатов требуется длительный период наблюдения.

Предприятия могут существенно отличаться друг от друга. Поэтому для их сравнения необходимы корректировки:

- если различаются виды деятельности предприятий и некоторые из видов деятельности не привлекательны для покупателя, к цене применяется портфельная скидка;
- если предприятие владеет непроизводственными основными фондами, их надо оценивать отдельно от основных фондов производственного назначения с учетом налога на имущество и т.п.;

- если в результате финансового анализа выявлена недостаточность собственных оборотных средств или необходимость в затратах капитального характера, эти суммы вычитают из первоначально полученной стоимости предприятия;
- отсутствие ликвидности, свойственное компаниям закрытого типа, требует соответствующей скидки.

2. Особенности методов рынка капитала и сделок

Этапы процесса оценки бизнеса методами рынка капитала и сделок совпадают:

- 1 этап. Изучение рынка и поиск аналогичных предприятий, в отношении которых имеется информация о ценах сделок или котировках акций.
- 2 этап. Финансовый анализ и повышение уровня сопоставимости информации.
- 3 этап. Расчет оценочных мультипликаторов.
- 4 этап. Применение мультипликаторов к объекту оценки.
- 5 этап. Выбор величины стоимости оцениваемой компании.
- 6 этап. Внесение итоговых поправок на степень контроля.

Наряду с совпадением этапов оценки, методы рынка капитала и сделок имеют отличия (таблица 4)

Таблица 4. Основные отличия методов рынка капитала и сделок

Отличия	Особенности	
	Метод рынка капитала	Метод сделок
Типы исходной ценовой информации	Цены на единичные акции предприятий-аналогов	Цены продаж контрольных пакетов и предприятий целиком, информация о слияниях и поглощениях компаний.
Время анализируемых сделок	Данных о текущих ценах акций	Информация о ранее совершенных сделках
Учет элементов контроля	Цена одной акции не учитывает никаких элементов контроля	Цена контрольного пакета акций или предприятия в целом включает премию за элементы контроля.
Результат оценки	Стоимость одной акции или неконтрольного пакета	Стоимость контрольного пакета или предприятия в целом

При внесении дополнительных корректировок каждый из этих методов позволяет оценить и контрольный, и неконтрольный пакеты акций предприятия.

При уточнении получаемых результатов при оценке бизнеса на основе сравнения с аналогами, применяют соотношения, называемые оценочными мультипликаторами.

Мультипликатор – соотношение между ценой и финансовыми показателями.

Для оценки рассчитывают несколько мультипликаторов по формуле:

$$M = \frac{Ц}{ФБ_i},$$

где M – оценочный мультипликатор;

$Ц$ – цена продажи предприятия – аналога;

$ФБ$ – финансовый показатель предприятия, аналогичного объекту оценки.

Применение оценочных мультипликаторов базируется на предположении, что похожие предприятия имеют достаточно близкое соотношения между ценой и важнейшими финансовыми показателями. Преобразуя формулу, получаем:

$$Ц = M \times ФБ$$

То есть цена предприятия может быть определена умножением финансового показателя на соответствующий мультипликатор.

Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Мультипликаторы могут быть разными, наиболее популярны 4 группы мультипликаторов:

1. Цена/прибыль; цена/денежный поток.
2. Цена/дивиденды.
3. Цена/выручка от реализации.
4. Цена/стоимость активов.

Сравнительный подход наиболее точен на активных рынках.