



Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«Магнитогорский государственный технический университет им. Г.И. Носова»

**Т.В. Майорова**

## **УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА**

*Утверждено Редакционно-издательским советом университета  
в качестве учебного пособия*

Магнитогорск  
2020

УДК 658.14(075)  
ББК 65.290.5я73

**Рецензенты:**

ведущий экономист,  
ФБУ «Государственный региональный центр стандартизации,  
метрологии и испытаний в Челябинской области»  
**Н.М. Полушкина**

кандидат педагогических наук,  
доцент кафедры экономики и финансов,  
ФГБОУ ВО «Магнитогорский государственный технический  
университет им. Г.И. Носова»  
**Н.Н. Костина**

**Майорова Т.В.**

**Управление стоимостью бизнеса** [Электронный ресурс] : учебное пособие / Татьяна Владимировна Майорова ; ФГБОУ ВО «Магнитогорский государственный технический университет им. Г.И. Носова». – Электрон. текстовые дан. (0,84 Мб). – Магнитогорск : ФГБОУ ВО «МГТУ им. Г.И. Носова», 2020. – 1 электрон. опт. диск (CD-R). – Систем. требования : IBM PC, любой, более 1 GHz ; 512 Мб RAM ; 10 Мб HDD ; MS Windows XP и выше ; Adobe Reader 8.0 и выше ; CD/DVD-ROM дисковод ; мышь. – Загл. с титул. экрана.

ISBN 978-5-9967-1779-8

Учебное пособие предназначено для изучения дисциплин «Управление стоимостью бизнеса», «Управление стоимостью компании». Структура и содержание пособия позволяют комплексно изучить подходы к формированию показателей деятельности компании, отражающих процесс создания стоимости и обоснование выбора целесообразных методов оценки стоимости компании. Рассмотрены содержание, принципы и методы оценки и управления стоимостью бизнеса на основе сравнительного подхода. Содержит примеры решения типовых задач, условия задач для самостоятельного решения; список основной и дополнительной литературы, рекомендуемой для самостоятельной проработки теоретических и практических вопросов, контрольно-измерительные материалы.

Пособие предназначено для студентов направлений подготовки 38.04.02 Менеджмент, профиль Управление развитием компании, 38.03.02 Менеджмент, профили «Экономика и управление на предприятии»; «Стратегическое управление» всех форм обучения.

УДК 658.14(075)  
ББК 65.290.5я73

ISBN 978-5-9967-1779-8 © Майорова Т.В., 2020  
© ФГБОУ ВО «Магнитогорский государственный  
технический университет им. Г.И. Носова», 2020

## Содержание

ВВЕДЕНИЕ .....	4
1. ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ, ОТРАЖАЮЩИЕ ПРОЦЕСС СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ .....	5
2. ОБОСНОВАНИЕ ВЫБОРА ЦЕЛЕСООБРАЗНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ .....	16
5. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА И МЕТОДЫ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА .....	21
5.1. Основные принципы отбора предприятий-аналогов .....	24
5.2. Характеристика и сфера применения ценовых мультипликаторов .....	27
5.3. Методы сравнительного подхода, используемые для оценки предприятия .....	37
КОНТРОЛЬНО-ИЗМЕРИТЕЛЬНЫЕ МАТЕРИАЛЫ .....	43
ГЛОССАРИЙ .....	54
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК .....	59

## ВВЕДЕНИЕ

Пособие содержит учебные материалы по теоретическим вопросам и подходам к практической оценке стоимости компании в современных рыночных условиях. Структура и содержание пособия позволяют студентам комплексно изучить подходы к формированию показателей деятельности компании, отражающих процесс создания стоимости и обоснование выбора целесообразных методов оценки стоимости компании.

Рассмотрены содержание, принципы и методы оценки и управления стоимостью бизнеса на основе сравнительного подхода.

В самостоятельные разделы выделены: подход к формированию системы показателей деятельности предприятия, отражающих процесс создания стоимости; механизм выбора целесообразных методов оценки стоимости компании; инструменты сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса.

Пособие содержит учебно-методические материалы, иллюстрирующие результаты использования предлагаемого инструментария оценки стоимости бизнеса; список основной и дополнительной литературы, рекомендуемой для самостоятельной проработки теоретических и практических вопросов по заявленной тематике, контрольно-измерительные материалы в виде вариативных тестовых заданий.

Содержание учебного пособия «Управление стоимостью бизнеса» соответствует учебным планам подготовки магистров по направлению 38.04.02 Менеджмент / Управление развитием компании и бакалавров по направлению 38.03.02 Менеджмент, профили «Экономика и управление на предприятии»; «Стратегическое управление».

Пособие обеспечивает целостное восприятие учебного материала и дает возможность обучающемуся самостоятельно завершать работу по формированию системы знаний по дисциплинам «Управление стоимостью бизнеса», «Управление стоимостью компании», что соответствует современным образовательным технологиям.

## 1. ПОКАЗАТЕЛИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ, ОТРАЖАЮЩИЕ ПРОЦЕСС СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ

Переход к управлению предприятием на основе концепции управления стоимостью основывается на следующих компонентах:

- стоимостной идеологии, основанной на целенаправленной и заинтересованной деятельности высшего руководства предприятия по созданию и увеличению стоимости для акционеров, умении принимать даже непопулярные решения, если они способствуют наращиванию стоимости в долгосрочной перспективе;

- факторах создания стоимости, которые характеризуют деятельность, влияющую на результативность стратегии увеличения стоимости. Стоимостные факторы охватывают все направления деятельности компании и выражаются с помощью финансовых и нефинансовых показателей

- ключевых показателей эффективности;

- системе измерения стоимости.

Рассмотрим систему измерения стоимости предприятия. Построение этой системы предполагает принятие трех взаимосвязанных решений:

**1. Решение о выборе модели оценки стоимости.** Это решение предопределяет общую философию оценки создания ценности для собственников (акционеров). Модель, выбираемая предприятием для оценки ценности в рамках концепции ценностно-ориентированного менеджмента, должна соответствовать ряду критериев. В качестве таких критериев можно выделить два основных: достоверность и применимость (приемлемость) модели.

*Критерий достоверности* означает, что модель должна правдиво отражать экономические процессы создания фундаментальной ценности в долгосрочном и в краткосрочном планах. Достоверность модели в долгосрочном плане определяется тем, насколько хорошо связаны друг с другом фундаментальные оценки собственного капитала, полученные при применении той или иной модели оценивания, с рыночными оценками. Модель является достоверной в краткосрочном плане, если дисконтируемый показатель отражает процесс создания ценности в отчетном периоде и поэтому может быть признан в качестве периодического показателя финансовых результатов деятельности организации.

*Критерий применимости* определяет, насколько та или иная модель оценивания может служить инструментом управления компанией. Указанный критерий непосредственно связан со вторым из решений.

**2. Решение о выборе периодического показателя результатов деятельности** (одного или комплекса таких показателей). Это решение «переводит» общую философию оценки в практическую плоскость, отвечая на вопрос, хорошо или плохо «сработало» предприятие в целом за отчетный период, была ли фактически создана новая ценность для акционеров в течение отчетного периода или нет. При этом выбранный предприятием основной периодический показатель предопределяет не только систему оценки прошлых результатов деятельности, но и используется:

- для постановки конкретных финансовых целей на будущее и для контроля их исполнения;
- как основной итоговый показатель планирования и бюджетирования;
- как один из критериев для принятия решений по поводу выбора стратегий развития бизнеса, развития бизнес-портфеля организации, осуществления новых инвестиций и т. п.;
- как показатель, лежащий в основе системы мотивации и вознаграждения персонала.

**3. Решение о «доведении» выбранного основного показателя** (либо комплекса показателей) результатов деятельности до отдельных структурных подразделений через построение системы драйверов создания ценности.

Третье решение делает систему измерения и, соответственно, управления всеобщей ценностью, пронизывающей все ее звенья. Мало сказать операционному менеджеру, что необходимо создавать новую ценность для акционеров. Такая цель будет восприниматься операционным менеджером совершенно абстрактно, безотносительно к нему лично. Более того, также может восприниматься и принятый организацией основной периодический показатель результатов деятельности в целом. В данном случае важно дать операционному менеджеру такой показатель (или комплекс показателей), на основе которого (которых) будут планироваться и измеряться результаты его личной деятельности. С одной стороны, этот показатель должен находиться в сфере контроля данного операционного менеджера и быть ему абсолютно понятным. Но, с другой стороны, этот же показатель должен быть четко встроен в «дерево» создания ценности, чтобы вклад данного показателя в итоговый периодический показатель результатов деятельности организации мог бы быть измерен.

Переход к ценностно-ориентированному менеджменту предполагает необходимость разработки системы показателей, которые позволяют формализовать цели бизнеса, контролировать их достижение, оценивать результаты деятельности, строить систему планирования, ориентированную на рост стоимости.

Рассмотрим комплексную систему стоимостных показателей, которые разбиты на три группы.

#### **Комплексная система стоимостных показателей.**

**I. Первичные факторы и индикаторы создания стоимости**, которые используются как целевые показатели для планирования и оценки кратко- и среднесрочных результатов деятельности предприятия. Эти показатели являются структурообразующей основой ценностно-ориентированного менеджмента. Их можно разделить на две группы.

##### **1. Первичные факторы стоимости предприятия (бизнеса):**

- рентабельность инвестированного капитала, которая в значительной степени зависит от эффективности рыночной, производственной и инвестиционной деятельности предприятия;
- средневзвешенная стоимость капитала, которая, в основном, зависит от решений, принимаемых в сфере финансового менеджмента;

– темп роста инвестированного капитала, величина которого определяется инновационной, инвестиционной и финансовой активностью предприятия, и который должен быть устойчивым.

2. *Индикаторы создания стоимости*, которые фиксируют абсолютные и относительные результаты предприятия в создании стоимости:

- экономическая прибыль;
- экономическая добавленная стоимость;
- денежная добавленная стоимость;
- добавленная акционерная стоимость;
- общая доходность бизнеса;
- акционерная доходность бизнеса;
- спред эффективности.

II. *Рыночная стоимость акций и их курсовая динамика*, которые используются в качестве целевых нормативов создания стоимости для предприятий, акции которых котируются на рынке.

Эти показатели являются основными критериями эффективности, так как именно рынки капитала выявляют предприятия, которые недостаточно успешно создают стоимость и поэтому оказываются недооцененными. Если рыночная стоимость опускается ниже приемлемого уровня, то либо сменится менеджмент предприятия, либо его собственник. Таким образом, финансовые рынки выступают регуляторами эффективности предприятия.

Однако показателю рыночной стоимости присущ ряд недостатков, вследствие чего он критикуется как критерий оценки эффективности предприятия.

*Недостатки применения рыночной стоимости в управлении стоимостью предприятия:*

– использование этого показателя способствует принятию решений, ориентированных на текущие показатели стоимости, в ущерб решениям, которые могли бы привести к росту долгосрочной рыночной стоимости;

– на величину рыночной стоимости влияет множество не только объективных, но и субъективных факторов, которые учесть невозможно (ожидания субъектов рынка, политическая ситуация, состояние рынка, состояние отрасли, сговор субъектов рынка и т.п.);

– на величину рыночной стоимости акций может повлиять менеджмент предприятия через ряд инструментов (выкуп собственных акций, дробление и консолидация акций, увеличение суммы активов за счет заемных ресурсов, объявление о слиянии или поглощении и др.);

– волатильность рыночной стоимости, которая может превышать волатильность доходов предприятия;

– точность оценки рыночной стоимости определяется эффективностью рынка, доступностью информации.

III. *Фундаментальная стоимость предприятия (бизнеса)*, рассчитанная на основе дисконтирования денежных потоков.

Показатели, основанные на фундаментальной стоимости, используются в качестве целевых нормативов создания стоимости для любых предприятий; критериев для оценки альтернативных стратегий развития бизнеса и инвестиционных проектов; нормативов создания стоимости для подразделений.

*Преимущества фундаментальной стоимости* (по сравнению с рыночной стоимостью):

- более объективна, чем рыночная;
- менее волатильна и более прогнозируема, чем рыночная стоимость;
- не зависит от эффективности рынка;
- фундаментальную стоимость можно рассчитать для предприятий любой организационно-правовой формы (независимо от того, котируются их акции на бирже или нет);
- фундаментальную стоимость можно использовать для оценки всего предприятия и его подразделений.

Рассмотрим показатели измерения стоимости как составной части системы управления стоимостью предприятия.

Показатель результатов деятельности предприятия не остается постоянным и, в первую очередь, соответствует этапу развития предприятия (стадии его жизненного цикла). В самом общем виде лестница финансовых целей и показателей результатов деятельности предприятия представлена на рисунке 1.

**Главное отличие VBM-показателей<sup>1</sup>** от традиционных бухгалтерских показателей эффектов и эффективности: они должны информировать поставщиков капитала (инвесторов) предприятия (прежде всего, собственников, акционеров) об изменении его стоимости (ценности) за отчетный период. Другими словами, VBM-показатель должен ясно и однозначно характеризовать, насколько хорошо предприятие в отчетном периоде удовлетворяет целям максимизации благосостояния своих собственников (акционеров).

Классификация VBM-показателей на основе вида базы для расчета показателей. По этому критерию показатели можно разделить на 3 группы (рисунок 2):

- группа 1 – показатели результатов деятельности, основанные на бухгалтерских (балансовых) оценках и показателях;
- группа 2 – показатели результатов деятельности, основанные на денежных потоках;
- группа 3 – показатели результатов деятельности, основанные непосредственно на рыночных оценках.

**Группа 1. Показатели результатов деятельности, основанные на бухгалтерских (балансовых) оценках.**

Все показатели этой группы базируется на концепции экономической прибыли Альфреда Маршалла, согласно которой при расчете реального эффекта деятельности предприятия должны учитываться затраты на капитал<sup>2</sup>,

---

<sup>1</sup> Value Based Management (VBM) – концепция управления на основе стоимости

<sup>2</sup> Затраты на капитал – это минимальный уровень прибыли, требуемый инвесторами на вложенный капитал. Фактически затраты на капитал как форма альтернативных затрат определяется произведением требуемой доходности (стоимость капитала) на величину инвестированного капитала

представляющие собой доход от возможного альтернативного вложения капитала. Поэтому остаточная прибыль может быть названа также экономической прибылью.

1. **Остаточная прибыль (Residual Income)** является первым показателем, который стал использоваться для объяснения изменения стоимости акционерного капитала. Остаточная прибыль определяется разностью бухгалтерской прибыли предприятия и затрат на капитал.

Остаточная прибыль позволяет определить, достаточный ли объем прибыли был получен производственной деятельностью предприятия, чтобы компенсировать риск сферы деятельности предприятия, учитываемый в затратах на капитал.

В зависимости от того, что принимается в качестве инвестиций в организацию, различается два основных варианта показателя остаточной прибыли: *остаточная операционная прибыль* и *остаточная чистая прибыль*.

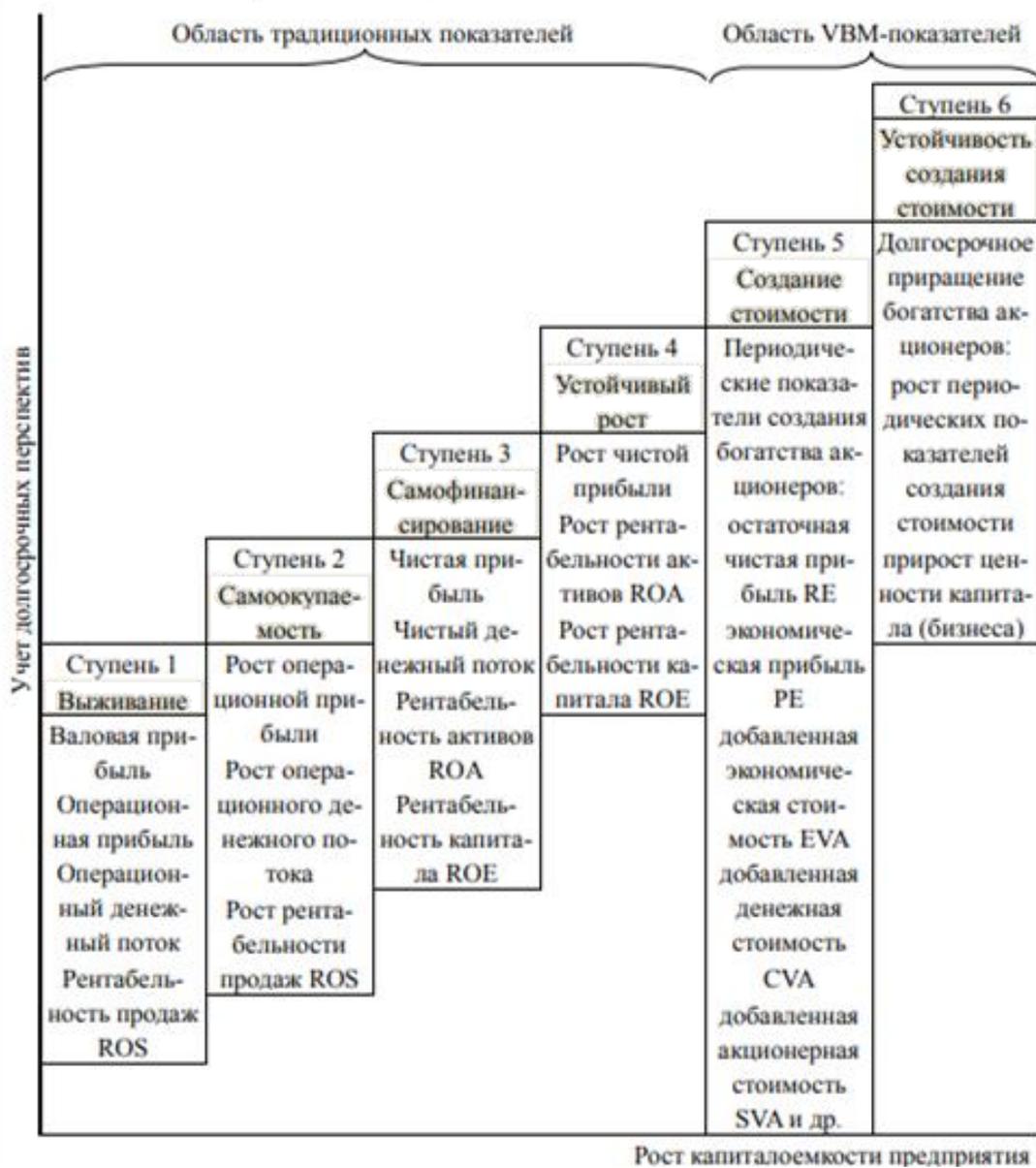
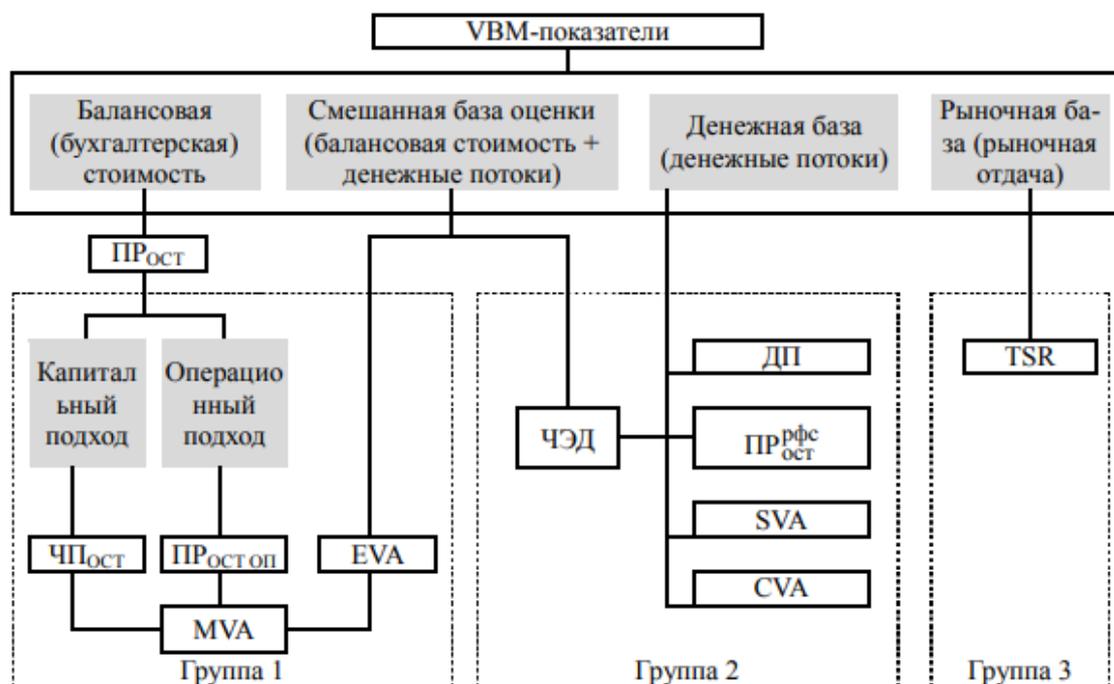


Рис. 1. Лестница финансовых целей и показателей результатов деятельности



ПРост – остаточная прибыль (доход);  
 ПРост оп – остаточная операционная прибыль;  
 MVA – рыночная добавленная стоимость;  
 ЧЭД – чистый экономический доход;  
 SVA – добавленная акционерная стоимость;  
 CVA – добавленная денежная стоимость;

ЧПост – остаточная чистая прибыль;  
 EVA – экономическая добавленная стоимость;  
 ДП – денежный поток;  
 ПРрфсост – остаточная прибыль, основанная на рыночных (фундаментальных) стоимостях;  
 TSR – общая акционерная отдача.

Рис. 2. Первичная классификация VBM-показателей

*Остаточная операционная прибыль* – чистая операционная прибыль предприятия за вычетом затрат на весь капитал предприятия.

В качестве прибыли берется показатель *чистой операционной прибыли*, т.е. показатель прибыли до уплаты процентов, но после налогообложения:

В основе показателя остаточной операционной прибыли находятся чистые операционные эффекты деятельности всего предприятия, поэтому при его расчете под инвестициями понимается балансовая стоимость чистых активов, которая определяется как разница между общей величиной активов и бесплатными обязательствами (большая часть кредиторской задолженности)<sup>3</sup>.

Чистые активы в этом значении определяются также в литературе и как общий (суммарный) капитал, и как задействованный капитал, и как инвестированный капитал.

В качестве требуемой доходности выступает ставка средневзвешенных затрат на весь капитал (Weighted Average Cost of Capital – WACC).

Величина чистой операционной прибыли определяется на основе показателей Отчета о прибылях (форма №2). При этом учитываются только те

<sup>3</sup> Понятие «чистые активы» может рассматриваться в двух смыслах: а) чистые активы как собственный капитал предприятия; б) чистые активы как разница между всеми активами и бесплатными обязательствами, т.е. как активы, финансируемые за счет платных источников. Первый смысл термина представлен, в частности, в российских бухгалтерских стандартах в методике расчета соответствующей величины в целях финансовой отчетности. Второй его смысл является чрезвычайно распространенным в литературе по финансовому анализу.

статьи, которые отражают результаты операционной (производственной) деятельности предприятия. Исключение из рассмотрения доходов (убытков) от продажи активов, инвестиций, процентов по займам и т.п. позволяет получить более точную оценку доходности капитала, используемого в процессе основной деятельности. К тому же корректируется величина налогов, которая снижается на величину налогов, возникших вследствие неоперационной деятельности, и увеличивается на процентный налоговый щит в связи с учетом экономии на налогах в финансовых издержках (затратах на капитал).

*Остаточная чистая прибыль* это чистая прибыль за вычетом затрат на собственный капитал.

*Показатель остаточной чистой прибыли* характеризует чистые результаты деятельности предприятия непосредственно с позиции акционеров (собственников). Поэтому при расчете данного показателя под инвестициями в предприятие подразумевается балансовая стоимость собственного капитала. Соответственно, в качестве прибыли берется показатель чистой прибыли, а в качестве требуемой доходности – ставка затрат на собственный капитал.

Однако показателю остаточной стоимости присущ ряд недостатков.

Во-первых, расчет этого показателя не учитывает ряд существенных моментов и поэтому подвергается серьезной критике.

Во-вторых, остаточная прибыль объединяет показатели, имеющие разную природу – бухгалтерские (прибыль) и рыночные (средневзвешенная стоимость капитала WACC).

В-третьих, зависимость показателя от применяемых на предприятии методов бухгалтерского учета и возможность манипуляции со стороны его менеджмента.

**2. Экономическая добавленная стоимость (Economic Value added, EVA)** – это модификация показателя остаточной операционной прибыли, при которой чистые операционные эффекты (чистая операционная прибыль) и сумма инвестированного капитала (и, соответственно, затраты на инвестированный капитал) корректируются на так называемые капитальные эквиваленты.

Показатель EVA демонстрирует, насколько полученная предприятием прибыль превышает затраты на привлеченный капитал. Таким образом, показатель EVA позволяет анализировать работу предприятия не с позиций прибыли, а с точки зрения эффективности используемого капитала:

если  $EVA > 0$  – это характеризует эффективное использование капитала;

$EVA = 0$  – есть некоторые достижения, но стоимость не растет;

$EVA < 0$  – характеризует неэффективное использование капитала.

Ключевым для понимания различий между остаточной операционной прибылью в классической версии и EVA является понятие *капитальных эквивалентов*.

*Капитальные эквиваленты* есть приращение балансовой стоимости чистых активов организации, которые призваны «восстановить» стоимость чистых активов до их реальной денежной оценки, определенной денежными выплатами, связанными с поступлением данных активов. Корректировка чистых активов на

капитальные эквиваленты вызывает соответствующие корректировки и чистой операционной прибыли.

Во многом необходимые корректировки на капитальные эквиваленты обусловлены существующими стандартами бухгалтерского учета.

Важнейшими из этих корректировок являются:

– затраты на нематериальные активы, которые обеспечивают получение выгод в будущем, должны капитализироваться, а не списываться в расходы, как этого требует ряд систем учета;

– точно так же должны капитализироваться затраты на аренду и лизинг;

– капитализированная стоимость нематериальных активов (за вычетом амортизации) должна учитываться как часть капитала. Начисленная по ним амортизация, соответственно, должна быть учтена при расчете прибыли;

– при расчете прибыли необходимо устранение одноразовых и чрезвычайных расходов (к примеру, штрафы).

Показатель EVA непосредственно связан с увеличением стоимости предприятия.

**3. Рыночная добавленная стоимость (Market value added, MVA)** – это дисконтированный поток остаточной прибыли, определяемый по формуле:

$$MVA = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{PP_{ocmt}}{(1 + E)^t}, \quad (1)$$

где  $E$  – соответствующая варианту определения остаточной прибыли ставка требуемой доходности.

В зависимости от того, как мы определяем остаточную прибыль, добавленная рыночная стоимость может быть представлена в трех вариантах:

– добавленная рыночная стоимость, основанная на показателе остаточной чистой прибыли;

– добавленная рыночная стоимость, базирующаяся на показателе остаточной операционной прибыли;

– добавленная рыночная стоимость, основанная на показателе добавленной экономической стоимости (EVA).

Показатель добавленной рыночной стоимости (в виде «изменение добавленной рыночной стоимости за период») может использоваться как показатель результатов деятельности организации. Сравнение бюджетизируемого (планируемого, ожидаемого) значения изменения добавленной рыночной стоимости с фактическим позволяет сделать вывод о том, насколько бизнес оправдывает ожидания поставщиков капитала.

**Группа 2. Показатели результатов деятельности, основанные на денежных потоках**

В этих показателях

1) при расчете экономических эффектов и затрат на капитал используются не балансовые (бухгалтерские), а рыночные (фундаментальные) стоимости;

2) базовой моделью для расчета показателей рыночной (фундаментальной) стоимости является модель дисконтирования свободных денежных потоков.

1. **Денежный поток** – основной показатель для принятия управленческих решений. Отличие показателей «денежный поток» и «прибыль»:

– в показатель денежного потока включаются амортизационные отчисления, которые также являются поступлениями из выручки, идущими на воспроизводство первоначально вложенных инвестиций (воспроизводство активов предприятия вследствие износа). При расчете чистой прибыли амортизационные отчисления вычитаются из выручки от реализации, так как доход, идущий на воспроизводство активов, не облагается налогом на прибыль;

– чистая прибыль не учитывает инвестиции ни в оборотный капитал, ни в форме капитальных вложений;

– если деятельность предприятия финансируется частично или полностью за счет заемных средств, то при расчете чистой прибыли не учитываются проценты за пользование кредитом, выплачиваемые из чистой прибыли, а также суммы вновь полученных кредитов и погашение ранее взятых.

При оценке предприятия можно применять две модели денежного потока:

а) денежный поток для собственного капитала – денежный поток, приходящийся на долю акционеров (собственников), оставшийся после финансирования деятельности предприятия, осуществления капитальных вложений и изменения объемов долгового финансирования. На его основе рассчитывается рыночная стоимость собственного (акционерного) капитала;

б) денежный поток для всего инвестированного капитала – это поток, приходящийся на долю акционеров и кредиторов, после финансирования деятельности предприятия и осуществления необходимых капитальных вложений. В этом случае условно не различается собственный и заемный капитал предприятия и считается совокупный денежный поток. Исходя из этого, к денежному потоку для собственного капитала прибавляются выплаты процентов по кредиту, уменьшенные на величину налога на прибыль. По этой модели оценивается рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия.

2. **Остаточная прибыль, основанная на рыночных (фундаментальных) стоимостях** – экономический доход предприятия за вычетом затрат на капитал, измеренный по своей рыночной (фундаментальной) стоимости.

Экономический доход предприятия как поток полученных за отчетный период экономических выгод есть свободный денежный поток плюс экономическая амортизация, основанная на изменении рыночной (фундаментальной) стоимости:

$$\text{ЭД}_t^{\text{рфс}} = \text{ДП}_t + \text{А}_t^{\text{эк}}, \quad (2)$$

где  $\text{ДП}_t$  – свободный денежный поток;

$\text{А}_t^{\text{эк}}$  – экономическая амортизация, основанная на изменении рыночной (фундаментальной) стоимости.

Свободный денежный поток – денежный поток, которым располагает предприятие после финансирования всех инвестиций, которые оно считает целесообразным осуществить. Свободный денежный поток определяется как

прибыль от основной деятельности после уплаты налогов плюс амортизация минус инвестиции.

3. **Чистый экономический доход** определяется как экономический доход за вычетом затрат на инвестированный в предприятие капитал на начало периода в балансовой оценке:

$$\text{ЧЭД}_t^{\text{рфс}} = \text{ЭД}_t^{\text{рфс}} - \text{WACC} \times \text{ЧА}_{t-1}^{\text{БС}}, \quad (3)$$

где  $\text{ЧА}_{t-1}^{\text{БС}}$  – инвестированный в предприятие капитал на начало периода в балансовой оценке.

4. **Добавленная акционерная стоимость** (Shareholder Value Added – SVA).

Этот показатель позволяет измерить изменение ценности предприятия для акционеров (ценности собственного капитала), или акционерной стоимости. При этом изменение ценности собственного капитала связывается как с операционными результатами деятельности, так и с инвестиционными решениями, осуществленными в течение периода оценки.

Расчет показателя SVA строится на определении следующих параметров: чистого денежного потока и остаточной ценности бизнеса.

Чистый денежный поток за период определяется как разница между чистой операционной прибылью, измеряемой показателем  $\text{ПР}_{\text{ДО}} \%$ , и величиной приростных инвестиций. Таким образом:

$$\text{ЧДП} = \text{ПР}_{\text{ДО}} \% - \Delta\text{И}, \quad (4)$$

где  $\text{ПР}_{\text{ДО}} \%$  – прибыль до уплаты процентов, но после налогообложения;

$\Delta\text{И}$  – приростные инвестиции во внеоборотные активы и оборотный капитал предприятия, осуществленные в течение периода.

**Остаточная ценность** определяется как ценность, которая будет создана активами организации с конца отчетного периода до бесконечности. Для определения остаточной ценности используется достаточно жесткое допущение о том, что ценность существующих активов в будущем определяется текущими операционными результатами, измеряемыми показателем  $\text{ПР}_{\text{ДО}} \%$ . При этом в целях расчета итогового показателя SVA предполагается отсутствие роста. С учетом принятых допущений к оценке величины остаточной ценности применяется формула бесконечной ренты (перпетуитета):

$$\text{Сост} = \frac{\text{ПР}_{\text{ДО}}\%}{\text{WACC}}. \quad (5)$$

Величина добавленной акционерной стоимости (SVA) есть сумма приведенной стоимости чистого денежного потока и разницы между приведенными стоимостями остаточных ценностей, определенных на конец и начало отчетного (прогнозного) года:

$$\text{SVA} = \frac{\text{ЧДП}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \left[ \frac{\text{Сост}_t}{(1 + \text{WACC})^t} - \frac{\text{Сост}_{t-1}}{(1 + \text{WACC})^{t-1}} \right]. \quad (6)$$

5. **Добавленная денежная стоимость** (Cash Value Added – CVA) выражает остаточные денежные потоки, генерируемые инвестициями в организацию.

Отсюда, этот показатель часто определяется как остаточный денежный поток. Добавленная денежная стоимость есть чистые денежные потоки за вычетом затрат на капитал:

$$CVA = \text{ЧДП}_{\text{до \%}} - \text{ЧА}_0 \times WACC, \quad (7)$$

где  $\text{ЧДП}_{\text{до \%}}$  – чистый денежный поток до процентных платежей;

$\text{ЧА}_0$  – чистые активы в оценке по первоначальной стоимости.

### **Группа 3. Показатели результатов деятельности, основанные на рыночных оценках**

К данной группе относятся показатели общей акционерной отдачи (Total Shareholder Return — TSR) и общей отдачи бизнеса (Total Business Return — TBR)

Показатель общей отдачи бизнеса (TBR) есть превращенная форма показателя общей акционерной отдачи (TSR) применительно к закрытым компаниям (компаниям, не торгующим свои акции на рынке) и к отдельным дивизионам и подразделениям внутри корпораций. Учитывая сказанное, мы сконцентрируемся на показателе TSR.

**Общая акционерная отдача (TSR)** выражает общую отдачу, которую получает акционер предприятия за все время владения акциями, если он реинвестирует все полученные дивиденды в новые акции компании. Данный показатель может выражаться и как долгосрочный измеритель фактически полученных инвестором эффектов за все время владения акциями, и как показатель результатов деятельности за отчетный период. В общем виде экономический эффект, получаемый за все время владения акциями, может быть выражен как:

$$TSR = q_n \cdot p_n - q_0 \cdot p_0, \quad (8)$$

где  $q$  – количество акций, находящихся во владении акционера;

$p$  – чистые активы в оценке по первоначальной стоимости;

$i = 1, \dots, n$  – период владения пакетом акций.

Формулу (11) можно интерпретировать следующим образом: показатель TSR есть прирост богатства акционера, т.е. разница между богатством акционера на конец отчетного периода и богатством, вложенным в акции на начало периода владения. При этом под богатством акционера понимается произведение количества акций, находящихся во владении акционера, на их рыночную стоимость.

## 2. ОБОСНОВАНИЕ ВЫБОРА ЦЕЛЕСООБРАЗНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Оценку стоимости необходимо осуществлять с использованием трех подходов: доходного, сравнительного и затратного, каждый из которых позволяет учесть определенные характеристики объекта оценки. При этом оценщик вправе самостоятельно определять конкретные методы оценки в рамках каждого из подходов.

Выбор целесообразных методов оценки стоимости конкретного предприятия должен осуществляться на основе наиболее полного учета факторов-условий. Это означает, что существуют определенные условия, при которых обычно используется каждый из методов. Выбирать следует те методы, факторы которых в наибольшей мере соответствуют условиям существования конкретного объекта оценки. Перечень факторов-условий, определяющих выбор метода оценки стоимости бизнеса представлен ниже.

Метод оценки, который рекомендуется применять при наличии следующих факторов-условий:

### 1. Метод накопления активов

- Предприятие владеет значительными материальными активами, а нематериальные активы незначительны
- Труд создает небольшую добавленную стоимость продуктам или услугам предприятия
- Предполагается, что предприятие будет оставаться действующим
- Оцениваемая доля собственности является контролируемой со стороны предприятия
- Предприятие не имело в прошлом устойчивых доходов или имело неустойчивое соотношение прибыль/поток денежных средств

### 2. Метод ликвидационной стоимости

- Ликвидационная стоимость является приемлемым определением стоимости оцениваемого предприятия
- Оцениваемая доля собственности является контролируемой
- Предприятие находится в состоянии банкротства, или имеются обоснованные сомнения в том, что оно сможет продолжить функционировать как действующее предприятие
- Текущие и прогнозируемые денежные потоки предприятия от продолжающихся операций слишком малы по сравнению с его чистыми активами
- Предприятие может оказаться более ценным в случае «ликвидации»

### 3. Капитализация доходов

- Прибыльность предприятия существенно влияет на представление о его стоимости
- Имеется достаточная информация для обоснованного суждения об ожидаемых прибылях
- Уровень текущих доходов может дать приближенное представление о будущих доходах

- Показатели прибыли предприятия устойчиво положительны
- Ожидаемые темпы роста умеренны и предсказуемы
- При оценке контролируемой доли капитала доходы владельца могут быть оценены с достаточной определенностью
- Стоимость нематериальных активов предприятия значительна
- Труд или нематериальные активы дают существенную добавленную стоимость продуктам и услугам предприятия
- Прибыль признается относительно более удобным индикатором стоимости предприятия, чем поток денежных средств

#### 4. Дисконтированный поток денежных средств

- Отношение прибыли к потоку денежных средств существенно сказывается на стоимости предприятия
- Текущие потоки денежных средств, как ожидается, существенно отличаются от возможного в будущем потока денежных средств
- Будущий чистый поток денежных средств может быть определен достаточно достоверно
- Чистый поток средств предприятия в последний год прогнозного периода будет обязательно положительным
- Чистый поток денежных средств предприятия в течение прогнозируемого периода не будет отрицательным
- При оценке контролируемой доли капитала доходы владельца могут быть оценены с достаточной определенностью
- Предприятие только приступает к бизнесу
- Предприятие является возможным приобретением других собственников

#### 5. Все методы, использующие оценочные мультипликаторы, основанные на данных предприятий-аналогов для сравнения

- Имеется адекватное число предприятий-аналогов и/или сделок, чтобы определить значение оценочного мультипликатора
- Если в качестве аналогов используются публичные предприятия (открытого типа), то оценщик получает адекватные сравнительные данные для выполнения соответствующего анализа и корректировок
- Если используются сравнительные транзакции, оценщик получает адекватные данные (объемы продаж, соотношение между продажами активов и продажами ценных бумаг) для выполнения соответствующего анализа и корректировок
- Оценка предназначается для целей обложения федеральным налогом
- Предполагается превращение оцениваемого предприятия в предприятие открытого типа

#### 6. Цена/прибыль Цена/валовой поток денежных средств

- Данные о соотношении прибыль/поток денежных средств по предприятию – объекту исследования и предприятиям-аналогам достаточно надежны

– Текущее соотношение прибыль/поток денежных средств может быть использовано для приблизительной оценки будущего соотношения прибыль/поток денежных средств

– При оценке контролируемой доли капитала доходы владельца могут быть оценены с достаточной определенностью

– Соотношение прибыль/поток денежных средств, характерное для предприятия-объекта оценки и предприятий-аналогов, для сравнения устойчиво положительно

#### 7. Цена предприятия / валовой поток денежных средств

– Данные о валовых доходах предприятия достаточно надежны

– Может быть установлено отношение между валовым доходом и прибылью для предприятий-аналогов для сравнения с оцениваемым предприятием

– Прибыль предприятия складывалась в прошлом неравномерно

– Оцениваемое предприятие относится к сфере услуг или другому виду бизнеса с низкими переменными издержками

– Структура издержек предприятий данной отрасли (к которой относится и оцениваемое предприятие) выравнивается

#### 8. Цена / дивиденды

– Если оцениваемое предприятие выплачивает дивиденды непосредственно и их возможная в перспективе величина может быть оценена достаточно достоверно

#### 9. Цена/стоимость чистых активов

– Имеется общедоступная информация о стоимости чистых активов предприятий-аналогов

– Ожидается, что стоимость чистых активов как оцениваемого предприятия и, так и предприятий-аналогов является положительной величиной

– Существенную долю активов предприятия составляют ликвидные активы или другие инвестиции (акции, имеющие хождение на рынке, инвестиции в недвижимость)

– Оцениваемая доля собственности – миноритарная, но другие условия для применения метода стоимости чистых активов удовлетворяются

Обоснование выбора наиболее подходящего метода оценки стоимости предприятия рекомендуется осуществлять в два этапа: предварительно и окончательно. На предварительном этапе необходимо использовать укрупненный алгоритм выбора метода оценки применительно к некоторым типовым ситуациям.

Окончательное решение по выбору наиболее приемлемых методов оценки принимает эксперт-оценщик с учетом как внутренних, так и внешних условий функционирования данного объекта оценки. Более того, каждый объект оценки характеризуется многочисленными организационными, экономическими, инвестиционными и иными особенностями, которые также зачастую невозможно формализовать. По этой причине на втором этапе эти неформализуемые факторы (ситуации) и особенности объекта оценки необходимо учесть.

После предварительного определения на первом этапе целесообразного метода (или методов) оценки переходят ко второму, заключительному этапу, на котором принимается окончательное решение об использовании метода (или нескольких методов) оценки стоимости предприятия. При этом экспертом-оценщиком выполняется аналитическая работа, связанная с проверкой на соответствие выбранного метода (методов) тем основным параметрам, которые определяют благоприятные условия его применения. Если выбранный на первом этапе метод (методы) оценки предприятия не противоречит основным условиям, которые характерны именно для этого метода (этих методов), то решение, полученное на первом этапе, остается в силе. Если необходимого соответствия не обнаруживается, то посредством анализа других групп факторов экспертом-оценщиком выявляется наиболее целесообразный метод (методы) оценки стоимости предприятия.

### **Этапы выбора методов определения стоимости предприятия**

1. Определение требований к заданию по оценке. На этом этапе должны быть определены:

- цель оценки;
- стандарт (вид) стоимости, который определяет методы оценки и их значимость (например, при оценке инвестиционной стоимости следует отдать предпочтение доходному подходу);
- доля оцениваемой собственности (одни методы используются для оценки контрольного пакета акций, другие – при оценке миноритарных пакетов);
- объем доступной информации (при отсутствии данных по сопоставимым предприятиям невозможно использовать сравнительный подход).

2. Анализ отраслевых факторов и факторов на уровне предприятия для выбора целесообразных методов.

3. Выбор методов оценки одной из групп: основанные на анализе активов или на анализе доходов:

- методы, основанные на анализе активов (метод накопления активов, метод ликвидационной стоимости), целесообразно использовать, когда
  - а) доходы не поддаются точному прогнозу;
  - б) предприятие обладает значительными материальными и финансовыми активами;
  - с) предприятие зависит от контрактов или отсутствует постоянная клиентура;
- методы, основанные на анализе доходов (метод ДДП, метод капитализации), целесообразно использовать, когда
  - а) доходы предприятия можно достоверно спрогнозировать;
  - б) активы предприятия преимущественно состоят из машин, оборудования, готовой продукции;
  - с) предприятие имеет устойчивый спрос на свою продукцию.

4. Анализ достаточности и качества информации по сопоставимым предприятиям:

– если есть информация, можно использовать метод рынка капитала или метод сделок;

– если невозможно найти сопоставимые предприятия, сравнительный подход не используется (используются методы ДДП, капитализации).

5. Прогноз динамики будущих доходов предприятия:

– если доходы отличаются, используется метод ДДП;

– если доходы стабильны или растут небольшими темпами, используется метод капитализации.

6. При использовании методов, основанных на анализе активов, определяется, является ли предприятие действующим или стоит на пороге ликвидации:

– то в первом случае используется метод накопления активов;

– во втором – метод ликвидационной стоимости.

После окончательного определения состава методов оценки стоимости предприятия представляется целесообразной разработка частных алгоритмов, позволяющих определить стоимость предприятия выбранными методами. Эти алгоритмы призваны формализовать весь процесс расчетов по каждому методу оценки стоимости предприятия. Благодаря разработанной и изложенной выше методике, предусматривающей строгое обоснование выбора наиболее целесообразных методов оценки стоимости предприятия применительно к оцениваемому предприятию, упорядочивается и нормализуется весь многоэтапный процесс оценки, который обычно выполняется профессиональными экспертами-оценщиками.

В спорных ситуациях, когда по результатам анализа целесообразным считается использование нескольких методов для оценки стоимости предприятия, эксперт-оценщик должен располагать соответствующей статистической информацией о частоте их применения в данной отрасли.

## 5. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА И МЕТОДЫ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА

Сравнительный подход представляет собой совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах. Сравнительный подход основан на принципе эффективно функционирующего рынка, на котором инвесторы покупают и продают аналогичного типа предприятия, принимая при этом независимые индивидуальные решения.

Сравнительный подход к оценке предприятия предполагает, что ценность его активов определяется тем, за какую денежную сумму они могут быть проданы при наличии достаточно сформированного финансового рынка, т.е. наиболее вероятной величиной рыночной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичного предприятия, зафиксированная рынком.

Сравнительный подход моделирует поведение участников гипотетической сделки (покупателя и продавца), которые, располагая всей необходимой информацией о рыночных сделках с сопоставимыми предприятиями, будут добиваться близости цены сделки к равновесной цене сделок с объектами-аналогами, обращающимися на рынке.

Этот подход основан на принципе замещения, в соответствии с которым покупатель не купит предприятие, если его стоимость превышает затраты на приобретение на рынке схожего предприятия, обладающего такой же полезностью. Кроме того, в сравнительном подходе используются принципы спроса и предложения, сбалансированности.

Особенностью сравнительного подхода к оценке бизнеса является ориентация итоговой величины рыночной стоимости предприятия, с одной стороны, на рыночные цены купли-продажи акций сходных (сопоставимых) предприятий, с другой – на фактически достигнутые финансовые результаты оцениваемого предприятия.

Базовые положения объективности сравнительного подхода к оценке предприятия:

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

2. Сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, приобретая акции, покупает, в первую очередь, будущий доход. Все остальные особенности конкретного бизнеса (технологические, производственные и пр.) интересуют инвестора только с позиции получения этого дохода. Как следствие, стремление получить максимальный доход на инвестиции

(при сопоставимом риске и свободном размещении капитала) обеспечивает сбалансированность (выравнивание) рыночных цен.

3. Цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, для аналогичных предприятий должно совпадать соотношение между ценой и основными финансовыми показателями (прибыль, выплаты дивидендов, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала), которые играют определяющую роль в формировании дохода инвестора.

Условия возможности применения сравнительного подхода:

1. Наличие активного фондового рынка, так как подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках купли-продажи акций или предприятий.

2. Открытость рынка и доступность финансовой информации, необходимой оценщику.

3. Наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию.

4. Сопоставимость факторов, оказывающих влияние на стоимость сопоставимых предприятий.

Определение стоимости предприятия сравнительным подходом характеризуется тремя ключевыми аспектами:

– Во-первых, необходимо выбрать предприятия, максимально схожие с объектом оценки, и определить их рыночные цены.

– Во-вторых, надо привести цены выбранных сопоставимых предприятий к единому знаменателю через расчет одного или нескольких мультипликаторов, поскольку использование абсолютных цен очень редко дает требуемый результат.

– В-третьих, необходимо учесть влияние различий между объектом оценки и выбранными сопоставимыми предприятиями, способных повлиять на величины мультипликаторов.

Корректная реализация этих аспектов очень важна для получения адекватной стоимости предприятий, поскольку как неправильный выбор сопоставимых предприятий, так и неверный расчет мультипликаторов могут привести к очень сильному смещению полученных результатов в ту или иную сторону.

Использование сравнительного подхода для оценки рыночной стоимости предприятия получило большое распространение в практической деятельности. Почти все оценщики и аналитики активно используют его в своей работе, и не раз серьезные инвестиционные решения о покупке или продаже активов принимались после их оценки при помощи методов сравнительного подхода. Это объясняется наличием сильных сторон этого подхода, которые, к сожалению, могут быть и его слабыми сторонами.

Сравнительный подход практически полностью игнорирует такие важнейшие характеристики предприятия, как уровень риска, потенциал роста и денежные потоки. Оценка сравнительным подходом периодически приводит к завышенным или заниженным оценкам стоимости предприятия – в зависимости от того, переоценивает или недооценивает рынок предприятия, выбранные в

качестве сопоставимых. Сравнительный подход через взвешивание оценок, полученных при помощи разных мультипликаторов, и использование самых разнообразных корректировок дает огромный простор для искажения оценок стоимости. Это делает результаты оценки очень уязвимыми для манипуляций.

В принципе, используя сравнительный подход, оценщик может получить почти любую оценку стоимости предприятия в очень широком диапазоне. Кроме того, даже в случае грамотного использования сравнительного подхода далеко не всегда удастся корректно подобрать сопоставимые предприятия и сделать корректировки, полностью учитывающие разницу между ними и объектом оценки, что также может приводить к искажению полученных оценок.

Сравнительный подход к оценке предприятия использует два типа информации:

- рыночная (ценовая) информация – данные о фактических ценах купли-продажи акций предприятий, аналогичных оцениваемому. Качество и доступность информации зависят от уровня развития фондового рынка;

- финансовая информация – бухгалтерская и финансовая отчетность за 3-5 лет по оцениваемому и аналогичным предприятиям. При этом вся отчетность должна быть скорректирована и проанализирована.

Поэтому сравнительный подход является очень трудоемким и дорогостоящим. Кроме того, оценщик в ходе анализа может прийти к заключению о невозможности применения данного подхода вследствие отсутствия сходства между оцениваемым и аналогичными предприятиями (хотя время и деньги уже потрачены). Однако при возможности его применения сравнительный подход наиболее достоверно отражает ту цену, которая может сформироваться на рынке в процессе купли-продажи, поскольку в расчетах используются сложившиеся на рынке цены на сопоставимые с объектом оценки предприятия.

В рамках сравнительного подхода применяются методы, обеспечивающие

- либо построение модели универсальной зависимости рыночной стоимости от набора ценообразующих факторов с использованием процедуры корреляционно-регрессионного анализа (метод массовой оценки);

- либо сравнительный анализ цен продаж объектов, максимально близких к объекту оценки по основным экономическим, физическим, техническим и др. характеристикам, влияющим на величину стоимости (метод индивидуальной оценки).

Для определения стоимости предприятия сравнительным подходом используются методы индивидуальной оценки, требующие меньшего количества предприятий, сопоставимых по характеристикам с объектом оценки.

В зависимости от наличия и доступности информации, характеристик объекта оценки, предмета и условий предполагаемой сделки с объектом оценки для определения стоимости предприятия сравнительным подходом применяются три метода: метод компании-аналога, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

Методически методы аналогичны, поскольку предполагают применение мультипликаторов в качестве основного инструмента оценки. Отличаются они

друг от друга видами мультипликаторов и способами их расчета, показателями, необходимыми для расчета мультипликаторов, и источниками информации.

В зависимости от наличия и доступности информации, характеристик оцениваемого предприятия, предмета и условий предполагаемой сделки с объектом оценки в рамках сравнительного подхода оценщиком применяются следующие методы:

1. Метод предприятия-аналога (метод рынка капитала) основан на использовании цен за единичную акцию открытых акционерных обществ, сформированных открытым фондовым рынком.

2. Метод сделок (метод продаж) ориентируется на цены приобретения предприятий в целом либо контрольного пакета акций (КПА).

3. Метод отраслевых коэффициентов (метод отраслевых соотношений) основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами предприятий.

### **5.1. Основные принципы отбора предприятий-аналогов**

При использовании сравнительного подхода к оценке предприятия его стоимость определяется на основе цен продаж предприятий-аналогов. Поэтому достоверность оценки стоимости предприятия сравнительным подходом зависит от правильного подбора предприятий, сопоставимых с оцениваемым (предприятий-аналогов). *Объектом-аналогом* объекта оценки признается объект, сходный с объектом оценки по основным экономическим, материальным, техническим и др. характеристикам, определяющим его стоимость.

Основные критерии отбора предприятий-аналогов

1. **Отраслевое сходство.** Оцениваемое и сопоставимые предприятия должны относиться к одной отрасли. Однако не все предприятия одной отрасли сопоставимы. Следует учитывать дополнительные факторы:

– уровень диверсификации производства (например, если оцениваемое предприятие производит 2 вида продукции, обеспечивающих примерно по 50% прибыли, а сравниваемое – 10 видов, или 2 вида продукции, но обеспечивающих 20 и 80% прибыли, то такое предприятие не может быть аналогом);

– характер взаимозаменяемости производимой продукции или ее идентичность; – рынки сбыта готовой продукции (если у оцениваемого предприятия это мировые рынки, а у сравниваемого – рынок городской, то предприятия не являются сопоставимыми);

– вид доставки продукции потребителю (вывоз с предприятия, оптовые базы, дилерская сеть, оптовая продажа);

– уровень специализации оборудования (если у оцениваемого предприятия специализированное оборудование, а у сравниваемого – универсальное, они неодинаково отреагируют на изменение ситуации на рынке);

– различие условий экономической деятельности (развитость инфраструктуры, доступ к ресурсам и потребителям, уровень конкуренции и др.), например, стоимость капитала строительных организаций в районах массового строительства и в отдаленных экономических районах существенно отличается,

хотя другие критерии – численность работающих, состав парка строительных машин – могут быть сходными;

– стадия экономического развития («опытное» предприятие имеет преимущества и дополнительную прибыль за счет стабильного функционирования, хорошей клиентуры и поставщиков и т.п.).

**2. Размер.** Необходимость учета этого фактора объясняется тем, что бизнес небольших предприятий является более рискованным по сравнению с аналогичными, но крупными предприятиями. Сравнительные оценки размера предприятия включают следующие параметры: объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и др. Оценщик должен проанализировать при этом факторы, обеспечивающие величину прибыли:

– географическая (территориальная) диверсификация – крупные предприятия обычно имеют более разветвленную сеть потребителей продукции, минимизируя риск нестабильности объемов продаж;

– количественные скидки – крупные предприятия закупают сырье в большем объеме, чем небольшие, и получают скидки. Коэффициент использования оборудования в крупных предприятиях выше. Поэтому мультипликатор, рассчитанный по крупному предприятию, должен быть скорректирован и понижен для небольшого;

– ценовые различия по сходным товарам – крупные предприятия могут либо устанавливать более высокие цены (за счет марки, товарного знака), либо снижать их за счет экономии на масштабах производства. Это, в конечном счете, влияет на величину мультипликатора.

**3. Перспективы роста.** Для определения перспектив развития предприятия оценщик должен:

– определить фазу жизненного цикла предприятия, так как она определяет распределение чистой прибыли на дивиденды и затраты на развитие предприятия (инвестиции);

– исследовать перспективы экономического развития предприятия (экстенсивное, интенсивное, новые производства и т.п.);

– проанализировать динамику выручки от реализации, издержек, прибыли за ряд предыдущих лет;

– изучить и оценить дивидендную политику (соотношение дивидендных выплат и части чистой прибыли, направляемой на развитие предприятия); – проанализировать состояние рынка, положение предприятия на рынке (доля рынка) и возможности их изменения.

Оценивая перспективы роста предприятия, оценщик анализирует следующие факторы: общий уровень и динамика инфляции; перспективы роста отрасли; величина и динамика процентных ставок, включая ставку рефинансирования ЦБ; индивидуальные возможности развития предприятия в рамках отрасли.

**4. Финансовый риск.** Способы оценки финансового риска:

– сравнение структуры капитала (соотношение заемного и собственного капитала);

- оценка ликвидности (возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами);
- анализ кредитоспособности (способность привлекать заемные средства на выгодных условиях).

5. **Качество менеджмента.** Этот фактор наиболее сложно оценить, так как анализ проводится по косвенным данным: качество отчетной документации, возрастной состав персонала, уровень образования, опыт, место предприятия на рынке и др.

#### 6. **Организационно-правовая форма собственности**

7. **Дата продажи сопоставимых предприятий и оценки.** Из-за колебаний фондовых рынков в целом и отдельных отраслей некорректно сравнивать мультипликаторы, рассчитанные на разные даты. Рассмотренные критерии являются основными, но не исчерпывают всех факторов. Оценщик может выполнить сравнение и по другим параметрам.

#### Этапы отбора сопоставимых предприятий.

1. **Определение всех похожих предприятий-аналогов.** На данном этапе следует найти максимально возможное число предприятий, сходных с оцениваемым. Критерии сопоставимости при этом достаточно условны: сходство отрасли, производимой продукции, ее ассортимента, объемов производства, количество работающих.

2. **Составление списка «кандидатов».** На данном этапе оценщик получает информацию непосредственно на предприятии, поэтому первоначальный список сократится из-за отказа предоставить информацию, из-за ее низкого качества, недостоверности и др. На втором этапе критерии оценки должны соответствовать важнейшим характеристикам предприятия. Если аналог отвечает всем критериям, то он может использоваться на последующих этапах оценки.

3. **Составление окончательного списка сопоставимых предприятий.** На этом этапе проводится тщательный анализ предприятий-аналогов по таким факторам, как уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции и т.п. После отбора предприятий-аналогов проводится анализ финансовой отчетности оцениваемого и сравниваемых предприятий.

Финансовый анализ в процессе оценки решает следующие задачи:

- результаты финансового анализа являются основанием для принятия оценщиком решения о сопоставимости предприятий с объектом оценки или их исключения из списка предприятий-аналогов;
- финансовый анализ позволяет определить место или ранг оцениваемого предприятия среди сопоставимых предприятий;
- финансовый анализ является основой для внесения корректировок, обеспечивающих необходимое сходство оцениваемого предприятия с сопоставимыми;
- финансовый анализ позволяет обосновать степень доверия оценщика к определенному мультипликатору и установить коэффициент значимости каждого варианта стоимости при выведении итоговой величины.

Практически невозможно найти абсолютно идентичные предприятия, поэтому на основе анализа делают следующие выводы:

– предприятие сопоставимо с оцениваемым по ряду характеристик и может быть использовано для расчета мультипликаторов;

– предприятие недостаточно сопоставимо с оцениваемым и не может быть использовано в процессе оценки (оценщик письменно объясняет, почему он делает такое заключение).

Окончательный список должен включать не менее трех предприятий, сопоставимых с оцениваемым предприятием, при этом в него могут быть включены и зарубежные предприятия-аналоги.

## **5.2. Характеристика и сфера применения ценовых мультипликаторов**

Определение рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным подходом основано на использовании ценовых мультипликаторов. Это обусловлено трудностью установления прямого соотношения цен на акции разных предприятий.

**ПРИМЕР.** Предприятия А и Б абсолютно идентичны, за исключением количества акций (у предприятия А в обращении находится 15 акций, у предприятия Б – 30). Пусть выручка каждого предприятия составляет 150 д.е., а чистая прибыль – 15 д.е. Теоретически рыночная стоимость 100% акций предприятий должна быть одинакова, поскольку она зависит от показателей деятельности предприятия, а не от количества акций. Допустим, рыночная стоимость обоих предприятий равна 150 д.е. Тогда 1 акция предприятия А стоит 10 д.е., а предприятия Б – 5 д.е. При этом разница в цене акции зависит только от количества акций.

**ПРИМЕР.** Предприятие А подобно предприятию Б, но крупнее его в 2 раза, т.е. выручка предприятия А составляет 300 д.е., а чистая прибыль – 30 д.е. Количество акций у предприятий одинаковое – по 15 шт. При этом рыночная стоимость предприятия А теоретически должна быть в 2 раза выше, чем Б. Если рыночная стоимость предприятия Б равна 150 д.е., то одна акция стоит 10 д.е., тогда рыночная стоимость предприятия А составит 300 д.е., а стоимость 1 акции будет равняться 20 д.е. Таким образом, разница в цене акции зависит от размеров предприятия.

Из примеров видно, что, при прочих равных условиях, цена 1 акции зависит от двух основных факторов: количество акций и размер предприятия. Поэтому, чтобы определить стоимость предприятий на основе цены 1 акции, надо учитывать размер предприятия и количество акций. Это является довольно сложной задачей. Кроме того, на практике оцениваемое предприятие и его аналоги, как правило, не являются абсолютно подобными: например, выручка может отличаться в 2 раза, а прибыль на 35 % и т.д.

Для упрощения стоимостного анализа и разработан метод мультипликаторов, который позволяет устранить влияние на цену акции размера предприятия и количества акций, на которое поделен его акционерный капитал. В этом методе сравнение цен акций производится не по отношению к выручке или

прибыли всего предприятия, а к выручке или прибыли на 1 акцию: цена 1 акции / выручка (P / S) или цена 1 акции / чистая прибыль (P / E).

Мультипликаторы позволяют судить о стоимости акций не как о котировках ценных бумаг, а как о котировках финансовых или натуральных показателей предприятия (выручка, прибыль и т.д.). Они показывают «стоимость или цену» 1 д.е. выручки, прибыли и т.п. предприятия и позволяют установить, насколько 1 д.е. некоторого показателя одного предприятия оценивается выше или ниже другого и т.п. Таким образом, мультипликаторы являются относительными, или сравнительными, показателями оценки предприятий.

В основе идеи мультипликаторов лежит экономический закон одной цены, в соответствии с которым два одинаковых актива должны иметь одинаковые рыночные цены. Этому закону соответствуют следующие правила:

- если предприятия отличаются друг от друга только количеством акций, то величины их мультипликаторов совпадают;
- если предприятия подобны и у них одинаковое количество акций, то их мультипликаторы совпадают;
- когда предприятия подобны, но у них разное количество акций, их мультипликаторы все равно совпадают (пример).

ПРИМЕР. Рассмотрим расчет мультипликаторов P/S и P/E для сравнимых предприятий А и Б.

Расчет мультипликаторов сравниваемых предприятий, д.е.:

Показатели	Вариант 1		Вариант 2		Вариант 3	
	А	Б	А	Б	А	Б
Выручка (S)	150	150	300	150	300	150
Чистая прибыль (E)	15	15	30	15	30	15
Рыночная стоимость (P)	150	150	300	150	300	150
Кол-во акций	15	30	15	15	15	30
Цена 1 акции	10	5	20	10	20	5
P / S	1	1	1	1	1	1
P / E	10	10	10	10	10	10

Таким образом, при разной цене 1 акции сравниваемых предприятий величина мультипликаторов одинаковая.

В переводе с английского термин «мультипликатор» (multiplier) означает множитель, или коэффициент.

**Ценовой мультипликатор** – коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и некоторой базой:

$$M = \text{Рыночная цена предприятия (акции)} / \text{База}$$

На практике оценщики и аналитики используют достаточно большое число разных мультипликаторов. Их можно классифицировать по разным признакам.

**I. По типу базы**, лежащей в знаменателе мультипликатора, мультипликаторы можно разделить на две группы.

**1. Финансовые.** К финансовым мультипликаторам относятся такие, в знаменателе которых стоит один из показателей, отражающих финансовые результаты деятельности предприятия (прибыль, денежный поток, дивидендные выплаты, выручка от реализации и др.). Показатель финансовой базы берется:

либо за последний отчетный год; либо за последние 12 мес.; либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки; либо прогнозное значение на 1-3 будущих года.

Принципиальным отличием финансовых мультипликаторов является их универсальный характер и применимость для всех отраслей.

**2. Натуральные.** К натуральным мультипликаторам относятся такие, в знаменателе которых стоит натуральный показатель (объем продаж, производственная мощность и др.).

Натуральные мультипликаторы являются специфичными для отрасли или группы отраслей. Вследствие этого следует учитывать некоторые правила:

– для оценки многопрофильных предприятий натуральные мультипликаторы не применимы;

– при оценке по натуральным мультипликаторам существенно снижается круг применимых аналогов, поскольку следует использовать предприятия, производящие точно такую же продукцию. Предприятия, выпускающие аналогичную продукцию, использовать нельзя, так как цены на продукцию могут существенно различаться.

**II. По показателю стоимости предприятия** мультипликаторы бывают двух видов.

1. Мультипликаторы, показывающие отношение полной стоимости предприятия (стоимости инвестированного капитала) к какому-либо показателю.

2. Мультипликаторы, показывающие отношение стоимости собственного (акционерного) капитала к какому-либо показателю.

Мультипликаторы второго вида используются чаще, поскольку расчет мультипликаторов первого вида требует дополнительных усилий по сбору и обработке информации о долговой нагрузке и свободных денежных средствах оцениваемого и сопоставимых предприятий, необходимых для расчета полной стоимости. Для расчета мультипликаторов второго типа достаточно только сведений о рыночной цене и количестве акций оцениваемого предприятия и его аналогов. Однако более простой способ расчета мультипликаторов первого типа во многих случаях негативно отражается на их качестве. Адекватная оценка при помощи мультипликаторов такого вида будет иметь место только в том случае, если предприятия, используемые для расчета среднего значения мультипликатора, имеют приблизительно одинаковое соотношение собственных и заемных средств в структуре инвестированного капитала, либо различия в структуре инвестированного капитала учитываются в показателе, лежащем в основе мультипликатора. В противном случае существует высокая вероятность получения оценок, смещенных в ту или иную сторону. Использование мультипликаторов второго типа в значительной степени позволяет устранить этот недостаток, что компенсирует большие трудозатраты на расчет мультипликаторов этого вида.

**III. По показателю финансовой базы**, лежащей в основе мультипликатора, финансовые мультипликаторы делятся на две группы.

1. Балансовые (моментные) базируются на показателях баланса (стоимость активов, стоимость чистых активов):

$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Балансовая стоимость активов}};$$

$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Стоимость внеоборотных активов}};$$

$$M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Стоимость чистых активов}};$$

$$M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Балансовая стоимость акционерного капитала}}.$$

2. Доходные (интервальные), в основе которых лежат показатели отчета о прибылях и убытках (выручка, прибыль, денежный поток и т.п.):

$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Прибыль}}; \quad M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Денежный поток}};$$

$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Выручка от реализации}}; \quad M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Дивидендные выплаты}};$$

$$M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Чистая прибыль}}; \quad M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Денежный поток}} \text{ и др.}$$

**IV. По временному критерию.** Классификация по временному критерию не имеет четкой структуры. С одной стороны, мультипликаторы, основанные на потоковых показателях, могут быть рассчитаны на основе годовых, полугодовых и квартальных показателей. В большинстве случаев при оценке рыночной стоимости предприятия сравнительным подходом используются мультипликаторы на основе годовых показателей, которые являются стандартными. Однако в ряде случаев имеет смысл применять мультипликаторы, базирующиеся на показателях за более короткие периоды – полугодовых и квартальных. В частности, они могут дать лучшие результаты в случае резкого изменения конъюнктуры на отраслевом рынке в течение полугодия или квартала.

Рассмотрим основные мультипликаторы, используемые при оценке бизнеса сравнительным подходом.

#### **«Доходные» финансовые мультипликаторы**

При выборе этих мультипликаторов следует иметь в виду, что при сравнении финансовых результатов различных предприятий, чем к более низкой строке отчета о прибылях и убытках мы обращаемся, тем более искаженным будет такое сравнение. В связи с этим самой неискаженной считается оценка по выручке, далее оценка по денежным потокам, а затем по прибыли.

$$\boxed{M = \text{Цена предприятия} / \text{Выручка от реализации}}$$

Этот мультипликатор является одним из самых распространенных в оценке предприятия сравнительным подходом. Причины широкого распространения этого мультипликатора:

1. Мультипликатор можно рассчитать практически для всех предприятий (кроме предприятий на начальной стадии развития, которые еще не освоили производство продукции). Предприятие может быть убыточным, и

мультипликаторы по прибыли в этом случае не имеют смысла. Выручка не может быть отрицательной, поэтому мультипликатор определен почти всегда.

2. Выручка является финансовым показателем, по которому легче всего найти информацию: она раскрывается чаще, чем прибыль. В случае отсутствия достоверных данных этот показатель легче всего поддается косвенной оценке.

3. Волатильность выручки гораздо ниже, чем прибыли, и она меньше подвержена влиянию внешних и случайных факторов.

4. Показатель выручки не зависит от применяемых предприятием методов бухгалтерского учета, потому достоинством этого мультипликатора является его универсальность (т.е. оценщику не надо делать корректировок, как при расчете мультипликатора по прибыли).

5. На показатель выручки не влияют различия в налоговом учете.

Однако следует иметь в виду, что стоимость бизнеса определяется той прибылью, которую он приносит владельцу, выручка от реализации (объем продаж) – это лишь один из факторов, влияющих на прибыль. Предприятия с одинаковыми объемами продаж (одинаковой выручкой от реализации) могут иметь разную прибыльность, следовательно, их стоимость будет разная. Таким образом, мультипликатор не учитывает различия в эффективности сравниваемых предприятий. В том случае, если рентабельность оцениваемого предприятия существенно отличается от средней по сопоставимым предприятиям, применение мультипликаторов на основе выручки, скорее всего, даст смещенную оценку рыночной стоимости.

Особенность применения мультипликатора – обязательный учет структуры капитала оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов. Если она существенно отличается, то мультипликатор лучше определять на инвестированный капитал.

Область использования мультипликатора:

– оценка предприятий сферы услуг (реклама, страхование, ритуальные услуги и т.п.);

– убыточные предприятия;

– предварительная оценка предприятия, если в качестве аналогов используются предприятия из разных стран;

– оценка в целях поглощения предприятия, так как он исключает возможность повышения цены за счет кратковременного роста прибыли, обеспечиваемого усилиями управленческого персонала. Но в этом случае следует изучить стабильность объема выручки в будущем, так как поглощение может сопровождаться сменой управленческого аппарата, заменой производственного персонала и снижением выручки.

$$M = \text{Цена} / \text{Прибыль}$$

Мультипликаторы, относящиеся к этой группе, получили наибольшее распространение в практической деятельности, поскольку даже на интуитивном уровне понятно, что существует прямая связь между стоимостью предприятия и той прибылью, которую оно приносит. В качестве прибыли может быть принята чистая прибыль, балансовая прибыль, прибыль от реализации, прибыль до уплаты процентов и налогов и др. Основное требование: идентичность финансовой базы

для сопоставимого и оцениваемого предприятия (мультипликатор на основе чистой прибыли нельзя применять к балансовой прибыли).

Значение этого мультипликатора существенно зависит от методов бухучета. Поэтому порядок распределения прибыли по предприятиям (особенно если в качестве аналога берется зарубежное предприятие) следует привести к единым стандартам.

$$M = \text{Цена предприятия} / \text{Прибыль от реализации}$$

Этот мультипликатор оценивает предприятие по доходности его основной деятельности. Применяется он сравнительно редко и с определенной целью: с его помощью выделяется доходность основного бизнеса предприятия (без учета внеоперационных и чрезвычайных доходов и расходов).

$$M = \text{Цена предприятия} / \text{Прибыль до выплаты процентов и налогов}$$

Прибыль до выплаты процентов и налогов определяется сложением чистой прибыли с суммой выплаченных процентов и налогов.

Этот мультипликатор используется для оценки предприятий с различными уровнями задолженности и, соответственно, разными процентными выплатами. Его применение позволяет учесть разницу налогообложения оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов, различия в их политике заимствования капитала, но не учитывает различия в амортизационной политике. Это особенно важно при использовании сопоставимых предприятий, работающих в разных налоговых юрисдикциях, либо прибегающих к схемам оптимизации налоговых платежей, а также обусловленных разной стоимостью заемных средств.

$$M = \text{Цена предприятия} / \text{Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации}$$

Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации определяется сложением чистой прибыли с суммой выплаченных процентов, налогов и начисленной амортизации.

Применение этого мультипликатора позволяет, дополнительно к предыдущему мультипликатору, учесть различия в способе начисления амортизационных отчислений, которые хотя и входят в состав производственных расходов предприятия, но не являются его денежными расходами.

$$M = \text{Рыночная цена акций} / \text{Чистая прибыль}$$

Это наиболее распространенный и используемый мультипликатор, но и один из самых проблемных. Он устанавливает связь между рыночной ценой акционерного капитала и чистой прибылью предприятия и позволяет напрямую определить стоимость собственного капитала.

Этот мультипликатор показывает, сколько средств готов заплатить инвестор за получаемую предприятием прибыль. Например, если мультипликатор Ц/ЧП = 10, то это значит, что предприятие продается по цене, в 10 раз превышающую ее прибыль, т.е. инвестор готов платить 10 руб. за каждый рубль чистой прибыли.

Недостатки мультипликатора.

1. Этот мультипликатор гораздо чаще, чем другие мультипликаторы, не определен, так как чистая прибыль чаще бывает отрицательной.

2. Сложность интерпретации значения мультипликатора, поскольку его величина может быть высокой как вследствие прекрасных перспектив предприятия (учет высоких ожидаемых темпов роста), так и в случае низких значений чистой прибыли.

3. Чистая прибыль подвержена бóльшим колебаниям, чем другие финансовые показатели.

4. Мультипликатор зависит от доли долга в структуре капитала предприятия, поскольку проценты за кредит учитываются в себестоимости продукции.

5. Не учитывает различий в осуществляемых капиталовложениях между оцениваемым предприятием и предприятием-аналогом.

Область использования мультипликатора: оценка прибыльных предприятий со стабильной структурой капитала; оценка крупных предприятий; при осуществлении слияний и поглощений закрытых компаний; в ходе первичного размещения акций; в ходе размещения акций в залоговое обеспечение при получении кредита; при выкупе доли одного акционера другими акционерами.

$$M = \text{Цена} / \text{Денежный поток}$$

Для инвестора важны не бухгалтерские доходы предприятия, а реальные денежные потоки, которые могут существенно отличаться от «бумажной» прибыли. Чтобы учесть эти отклонения, вводятся мультипликаторы, основанные на денежных потоках. При этом в знаменателе приводится, как правило, валовой денежный поток, т.е. базой расчета этого мультипликатора может служить любой показатель прибыли, увеличенный на сумму начисленной амортизации. Чистый денежный поток не применяется вследствие сложности его расчета.

Эти мультипликаторы устраняют одно из главных искажений прибыли, вызванное влиянием метода начисления амортизации на ее величину.

Область использования:

- предприятия, в активах которых преобладает недвижимость;
- убыточные предприятия (или с небольшой прибылью);
- оценка управляющих компаний (в расходах значительна доля обслуживаемых зданий), строительных организаций;
- предприятия, экономический срок жизни основных средств которых существенно превышает период начисления амортизационных отчислений (при использовании метода ускоренной амортизации).

$$M = \text{Цена предприятия} / \text{Денежный поток до уплаты \% и налогов}$$

Показатель знаменателя этого мультипликатора определяется сложением чистой прибыли с суммой выплаченных процентов, налогов и начисленной амортизации. Он показывает, какие ресурсы остаются у предприятия для погашения кредитов и уплаты налогов. Использование этого мультипликатора позволяет дать оценку, очищенную от влияния разницы в бухгалтерской амортизации и процентов по кредиту оцениваемого предприятия и предприятия-аналога.

Область применения мультипликатора:

- оценка предприятий, у которых капиталовложения неэффективны;

- оценка капиталоемких предприятий, у которых амортизация составляет существенную статью (сталелитейные компании, кабельное телевидение и т.п.);
- оценка предприятий с разным уровнем задолженности, поскольку мультипликатор устраняет различия в доходности, вызванные процентным бременем.

$$M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Дивидендные выплаты}}$$

Используется редко, несмотря на доступность информации, поскольку выплаты дивидендов существенно различаются.

Мультипликатор может рассчитываться как на базе фактически выплаченных дивидендов, так и на основе потенциальных дивидендных выплат, под которыми понимаются типичные дивидендные выплаты по группе аналогичных предприятий, исчисленные в % к чистой прибыли.

Мультипликатор целесообразно использовать, если дивиденды выплачиваются стабильно и в аналогах и в оцениваемом предприятии, либо способность предприятий платить дивиденды может быть обоснованно спрогнозирована.

Особенности использования мультипликатора:

- при оценке в целях поглощения предприятий используют фактические дивиденды, так как способность выплачивать дивиденды здесь не имеет значения;
- при оценке КПА следует ориентироваться на потенциальные дивиденды, так как инвестор получает право решения дивидендной политики;
- при оценке миноритарного пакета акций важны фактические дивидендные выплаты, так как инвестор не может влиять на дивидендную политику.

#### **«Балансовые» финансовые мультипликаторы**

В основе мультипликаторов этой группы лежит бухгалтерская оценка активов и пассивов предприятия, которая может значительно отличаться от их рыночной стоимости. Бухгалтерская оценка активов и пассивов предприятия регулируется стандартами бухгалтерского учета и сильно зависит от цен, по которым эти активы и пассивы в свое время ставились на баланс предприятия. Эти цены могли быть как намного выше, так и намного ниже их рыночной стоимости. Кроме того, на бухгалтерскую оценку существенное влияние оказывает учетная политика предприятия, например, метод учета производственных запасов, методы начисления амортизации и т.п.

К достоинствам этих мультипликаторов можно отнести их большую стабильность и меньшую зависимость от текущих изменений экономической конъюнктуры.

Недостатки балансовых мультипликаторов.

1. Мультипликаторы могут быть искажены, поскольку балансовая стоимость зависит от применяемых способов учета (методы амортизации, учет расходов на НИОКР – списание на себестоимость или капитализация, переоценка активов и т.п.).

2. На балансе не числится «человеческий капитал» (стоимость квалификации и опыта работников), а для ряда предприятий (сервисные, страховые, консалтинговые, проектные и т.п.) это более важный фактор, чем

материальные активы. Отсюда ограниченность применения этих мультипликаторов для оценки таких видов бизнеса.

$$M = \text{Цена предприятия} / \text{Балансовая стоимость активов}$$

$$M = \text{Рыночная цена акций} / \text{Стоимость чистых активов}$$

В качестве финансовой базы используется балансовая стоимость аналогичных предприятий на дату оценки либо на последнюю отчетную дату.

Область использования мультипликатора:

- оценка холдинговых компаний;
- оцениваемое предприятие имеет значительные вложения в собственность (недвижимость, ценные бумаги, газовое или нефтяное оборудование и др.);
- основной деятельностью предприятия является хранение, покупка и продажа такой собственности, т.е. управленческий и производственный персонал добавляет при оценке незначительную стоимость;
- оценка финансовых институтов (банки, страховые и инвестиционные компании), у которых активы состоят, в основном, из ликвидных ценных бумаг;
- оценка дистрибьюторских компаний, поскольку их стоимость во многом зависит от стоимости запасов;
- оценка ликвидируемых предприятий, у которых прибыль может быть очень низкой или отрицательной;
- оценка предприятий, у которых каждый актив ликвиден, имеет самостоятельную ценность, т.е. может быть продан отдельно от остального имущественного комплекса (например, автотранспортное предприятие, судоходные компании и т.п.).

### **Натуральные мультипликаторы**

Для использования этих мультипликаторов необходимо, чтобы оцениваемое предприятие и сопоставимый аналог были сравнимы по каким-либо натуральным показателям (единицам измерения).

Такая ситуация в большей степени характерна для монопродуктовых предприятий, производящих однородную продукцию:

- сырьевые предприятия (добыча угля, нефти, газа, золота и т.п.);
- предприятия, производящие продукцию низкого передела (металлы в слитках, лес, целлюлоза, цемент и т.п.);
- сельскохозяйственные предприятия (птицефабрики, свинофермы, элеваторы, сахарные заводы и т.п.);
- предприятия по производству и передаче электроэнергии;
- некоторые предприятия, производящие продукцию более глубокой переработки (фанерные комбинаты, трубные заводы, заводы ДВП, ДСП и т.п.).

Проблемы использования натуральных мультипликаторов:

1. Приведение разнородной продукции к единым натуральным единицам измерения (например, труб разной толщины и разного диаметра) может привести к значительной погрешности из-за разницы цен на разные виды продукции.

2. Оцениваемое предприятие и предприятие-аналог могут иметь разную структуру продукции, производимую из одного материала, выпуская продукцию

с большей или меньшей добавленной стоимостью (например, можно производить сталь в слитках, можно катать стальной лист разной толщины, можно делать профнастил и т.д. Стоимость при этом за 1 т будет разная).

3. Необходимость учета степени вертикальной интеграции оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов (например, оцениваемое предприятие имеет собственную сырьевую базу, а предприятие-аналог – нет. В этом случае, используя натуральный показатель, мы предприятие недооценим).

$$M = \text{Цена предприятия} / \text{Физический объем производства}$$

является разновидностью мультипликатора:

$$M = \text{Цена предприятия} / \text{Выручка от реализации}$$

В нем цена сопоставляется не со стоимостным, а с натуральным показателем (физический объем производства).

$$M = \text{Цена предприятия} / \text{Производственная мощность}$$

С помощью этого мультипликатора можно учесть разницу в потенциалах предприятий, которая не может быть учтена при использовании «доходных» мультипликаторов.

ПРИМЕР. Предприятие А работает при полной загрузке мощности. При росте спроса на его продукцию, чтобы увеличить объемы производства, придется создавать дополнительные мощности, осуществляя капитальные вложения (это приводит к снижению рыночной стоимости). А предприятие Б имеет в запасе простаивающие мощности. За счет этого она может увеличить производство без осуществления капитальных вложений. Однако следует учесть, что если роста не предвидится, то оценка по этому мультипликатору завысит стоимость предприятия с избыточными мощностями.

Существует ряд специфических натуральных показателей, на основе которых могут быть построены оценочные мультипликаторы:

- добывающие предприятия могут оцениваться по запасам (нефти, газа, угля и т.п.). Для этих компаний запасы являются аналогом мощности;
- агентства недвижимости – 1 кв. м продаваемой площади;
- транспортный бизнес – 1 тонно-км перевозимых грузов;
- автозаправочная станция – продажа бензина в литрах за месяц;
- телекоммуникационные и подобные им компании – количество абонентов (подписчиков, клиентов, численность населения на той территории, где действует лицензия, тираж);
- машиностроительное производство – количество установленного оборудования и др.

Правила использования мультипликаторов в методах сравнительного подхода:

1. В числителе мультипликатора могут использоваться следующие показатели:

- цена одной акции (price – P) – финансовые активы акционеров предприятия;
- цена всех акций (100%) предприятия (market capitalization – MC) – финансовые активы акционеров предприятия;

– стоимость бизнеса, стоимость предприятия (enterhrise value – EV), рыночная стоимость инвестированного капитала (market value of invested capital – MVIC) – все активы предприятия.

2. Числитель мультипликатора должен соответствовать его знаменателю. Для этого следует придерживаться некоторых правил:

– натуральные мультипликаторы могут служить для расчета стоимости и акций и предприятия;

– применяя балансовые мультипликаторы, необходимо учитывать, что балансовая стоимость активов соотносится со стоимостью предприятия, а стоимость чистых активов или стоимость акционерного капитала – со стоимостью акций;

– «доходные» показатели условно делятся на два типа: одни включают доходы, из которых осуществляются выплаты и акционерам и кредиторам (прибыль и денежный поток до уплаты процентов и налогов, операционная прибыль после уплаты налогов и т.п.), другие учитывают только выплаты акционерам (чистая прибыль, чистый денежный поток). Показатели первой группы соотносятся со стоимостью предприятия, второй – с ценой акций.

3. Все мультипликаторы должны быть рассчитаны единым образом (особенно это важно знать, если используются значения мультипликаторов схожих компаний из внешнего источника), что предполагает

– нормализацию и стандартизацию используемых для расчета мультипликаторов данных; – пересчет финансовых показателей компаний в единую валюту;

– перевод всех необходимых данных в единый временной стандарт (годовые, полугодовые или квартальные данные) или их корректировка на нестандартный финансовый год.

4. Мультипликаторы по всем сопоставимым предприятиям должны быть рассчитаны на один и тот же момент. Даже небольшие расхождения во времени могут привести к смещению полученных оценок, поскольку даже за один день цены акций на фондовом рынке могут существенно меняться.

5. Значения мультипликаторов по сопоставимым предприятиям должны иметь минимальный разброс.

6. База мультипликатора по сопоставимым и оцениваемому предприятиям должна быть одинаковой, т.е.

– мультипликатор «Цена / Чистая прибыль» не должен применяться к выручке от реализации, балансовой прибыли и т.п.;

– если мультипликатор рассчитывается по среднему значению показателя, то и при оценке должен браться средний показатель (а не за год).

### **5.3. Методы сравнительного подхода, используемые для оценки предприятия**

**Метод предприятия-аналога** (метод рынка капитала) основан на использовании цен за единичную акцию открытых акционерных обществ, сформированных открытым фондовым рынком. При использовании метода

предприятия-аналога оценка стоимости бизнеса проводится на основании информации о стоимости предприятий-аналогов, акции которых котируются на открытом фондовом рынке. Базой для сравнения служит цена на единичную акцию открытых акционерных обществ. Таким образом, данный метод используется для оценки миноритарного пакета акций.

Сущность метода: выбирается предприятие, аналогичное оцениваемому, которое было недавно продано; по нему рассчитывается соотношение между ценой продажи и каким-либо показателем, которое называется мультипликатором. Умножив мультипликатор, рассчитанный по аналогичному предприятию, на тот же базовый финансовый показатель оцениваемого предприятия, получим рыночную стоимость оцениваемого предприятия. Применение метода рынка капитала допускается в случае использования как минимум трех аналогов объекта оценки по каждому используемому ценовому мультипликатору.

Этапы метода рынка капитала.

1. Анализ состояния и тенденций рынка, к которому относится оцениваемый объект, и составление списка аналогичных предприятий.

2. Сбор необходимой информации по объектам-аналогам и проверка ее достоверности.

3. Составление списка «кандидатов».

4. Финансовый анализ оцениваемого и аналогичных предприятий.

5. Выбор параметров сравнения оцениваемого предприятия с предприятиями-аналогами, проведение процедуры сравнения и установление сопоставимых предприятий.

6. Выбор мультипликатора (или группы мультипликаторов), которые будут применяться для оценки стоимости предприятия. Для получения объективных данных рекомендуется применять для оценки несколько мультипликаторов одновременно.

7. Расчет величины выбранных оценочных мультипликаторов по сопоставимым предприятиям.

8. Установление величины мультипликатора (мультипликаторов) для оцениваемого предприятия.

Так как абсолютно одинаковых предприятий не существует, диапазон значений мультипликатора для предприятий-аналогов может быть значительным. Оценщик исключает экстремальные (максимальную и минимальную) величины (если позволяет количество подобранных сопоставимых предприятий), а оставшиеся анализирует. Анализ зависит от количества найденных аналогов:

– если количество аналогов достаточно для статистической обработки, устанавливается корреляционно-регрессионная зависимость между величиной мультипликатора и каким-то финансовым показателем или коэффициентом (например, мультипликатор «Цена / Выручка» и коэффициент «Выручка / Прибыль»). Определяется уравнение зависимости (трендовая кривая), по которой, исходя из значения финансового показателя оцениваемого предприятия, устанавливается значение мультипликатора для объекта оценки. Преимуществом этого метода является возможность выведения формулы зависимости величины

определенного мультипликатора от какого-то параметра. При этом предприятия в выборке аналогов не обязательно должны быть полностью похожи друг на друга (как оловянные солдатики). Поэтому регрессия применима и там, где недостаточно прямых аналогов для расчета мультипликаторов;

– если количество аналогов незначительное, то по анализу финансовых показателей оцениваемого и аналогичных предприятий устанавливается ранг (рейтинг) объекта оценки, и величина мультипликатора определяется анализом соотношения трех величин:

а) средневзвешенной величины мультипликатора. При расчете наибольший удельный вес придается мультипликаторам тех предприятий, финансовое положение которых наиболее близко к положению объекта оценки;

б) фактической величины финансовых коэффициентов аналогов;

в) фактической величины финансового коэффициента оцениваемого предприятия.

9. Определение предварительной величины стоимости оцениваемого предприятия на основе  $i$ -того мультипликатора по формуле:

$$PC_{пр\ оц\ i} = M_{оц\ i} \cdot П_{оц\ i} , \quad (9)$$

где  $M_{оц\ i}$  – один из возможных мультипликаторов оцениваемого предприятия;

$П_{оц\ i}$  – показатель функционирования оцениваемого предприятия, соответствующий знаменателю принятого мультипликатора.

10. Определение коэффициентов значимости мультипликаторов, использованных в оценке предприятия. Сравнительный подход позволяет использовать оценщику несколько мультипликаторов для оценки рыночной стоимости, т.е. в процессе расчетов будет получено несколько значений рыночной стоимости. Для выведения одного значения рыночной стоимости рекомендуется определять средневзвешенную стоимость (а не среднюю), придавая каждому мультипликатору свой вес в зависимости от целей оценки, конкретных условий, степени доверия к той или иной финансовой информации.

Для установления коэффициентов значимости рекомендуется использовать метод парных сравнений (рисунок 3).

Значимость мультипликатора устанавливается, руководствуясь следующим правилом:

– «2» ставится, если мультипликатор по строке более значим, чем мультипликатор по столбцу;

– «1» ставится, если мультипликаторы равнозначны или независимы;

– «0» ставится, если мультипликатор по столбцу более значим, чем мультипликатор по строке.

		Мультипликаторы				Сумма	Уд. вес
		$\frac{\text{Цена}}{\text{ЧП}}$	$\frac{\text{Цена}}{\text{ПР до н.}}$	...	...		
А		1	2	3	...	Б	В
Мультипликаторы	1	X					
	2		X				
	3			...			
	...				X		
	...					X	
<b>СУММА</b>						<b>Σ</b>	<b>1,0</b>

Рис. 3. Определение коэффициентов значимости мультипликаторов на основе метода парных сравнений

Удельный вес мультипликатора определяется делением суммы по строке на сумму баллов по всем мультипликаторам.

11. Определение предварительной величины стоимости оцениваемого предприятия. Предварительная величина рыночной стоимости предприятия методом рынка капитала определяется по формуле:

$$PC = \sum_{i=1}^n PC_i \cdot y_i, \quad (10)$$

где  $PC_i$  – рыночная стоимость предприятия на основе  $i$ -го мультипликатора;

$y_i$  – коэффициент значимости  $i$ -го мультипликатора.

12. Внесение итоговых корректировок в предварительную величину стоимости оцениваемого предприятия (выполняется аналогично методу дисконтирования денежных потоков).

Сфера применения метода. Метод рынка капитала целесообразно использовать в следующих ситуациях.

1. Оценка предприятий (акций).

2. «Мгновенная» (упрощенная) оценка в условиях дефицита времени (при торговле ценными бумагами, когда требуется быстро принять решение об их покупке или продаже).

3. В случае недостатка информации для оценки методом дисконтирования денежных потоков:

– при купле-продаже акций портфельным акционером, не имеющем достаточной информации о предприятии;

– при проведении оценки для целей недружественного поглощения, при котором отсутствует полная информация о поглощаемом предприятии;

– при оценке «молодых» предприятий.

4. Оценка стоимости бизнеса в постпрогнозный период (остаточной, конечной стоимости) при использовании метода дисконтирования денежных потоков.

5. Когда требуется оценке придать объективность. С юридической точки зрения достаточно трудно доказать объективность оценки на основе будущих

денежных потоков, поскольку речь идет о прогнозах, которые могут быть достаточно субъективными. В этом смысле рыночная оценка считается более объективной и поэтому принимается во внимание при рассмотрении судебных дел.

6. Проверка оценки стоимости предприятия, проведенной другими методами и подходами.

«Ограничения» метода рынка капитала.

В этом методе можно выделить два основных вида погрешностей:

1. Погрешность, возникающая вследствие невозможности (или крайней сложности) подобрать группу предприятий-аналогов, максимально похожих на оцениваемое предприятие. Существуют ситуации, когда близких предприятий-аналогов объективно не существует. Это погрешность субъективная (погрешность оценщика).

2. Погрешность второго рода возникает независимо от воли и квалификации оценщика. Оценка на основе мультипликаторов – это рыночная оценка, для которой используются соответствующие рыночные показатели, рассчитанные либо на основе котировок акций открытых предприятий, либо по ценам сделок приобретения аналогичных предприятий. Если предположить, что рынок рационален и всегда оценивает предприятия справедливо (исходя из будущих денежных потоков), то разница величины мультипликаторов для двух предприятий отражает только степень их различия. Если предположить, что рынок может ошибаться, то мультипликаторы могут отражать и ошибки рынка – переоценку или недооценку акций одного предприятия относительно другого. Это можно выявить только в ходе фундаментального анализа на финансовом рынке.

Таким образом, при использовании рыночной информации очень трудно грамотно учесть настроения рынка. Рынок может быть «перегрет», подвержен паническим настроениям инвесторов, может переоценивать или недооценивать предприятия какой-то отрасли, в этом случае значения мультипликаторов предприятий являются искаженными по сравнению со значениями, рассчитанными на основе их справедливых цен.

**Метод сделок** (метод продаж) ориентируется на цены приобретения предприятий в целом либо контрольного пакета акций (КПА).

Этот метод является частным случаем применения метода рынка капитала (предприятия-аналога) и основан на анализе цен приобретения КПА (цен продаж), которые принимаются по результатам сделок на мировых фондовых рынках. Главное отличие от метода рынка капитала: определяется рыночная стоимость КПА. Несмотря на аналогичность алгоритмов метода рынка капитала и метода сделок, между ними есть некоторые существенные различия.

Применение метода сделок допускается в случае использования как минимум двух аналогов объекта оценки по каждому используемому ценовому мультипликатору.

**Метод отраслевых коэффициентов** (метод отраслевых соотношений) основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами предприятий. Этот метод применяют

для ориентировочных определений стоимости предприятий при проведении экспресс-оценок.

Использование метода отраслевых коэффициентов ограничено, как правило, отраслями, для которых прослеживается высокая корреляция между стоимостью предприятия и рыночными ценами котируемых акций и объемами их продаж. Это предприятия топливного, сырьевого, энергетического комплексов, выпускающие стандартизированную продукцию.

Метод отраслевых коэффициентов может использоваться для оценки не только крупных открытых акционерных обществ, но сравнительно небольших (малых) предприятий. Источником информации при этом служат данные специализированных отраслевых обзоров, составленных на основе анализа не менее половины предприятий данной отрасли, сопоставимых по размеру с оцениваемым предприятием.

Отраслевые коэффициенты представляют собой некие относительные оценки, которые рассчитаны специальными исследовательскими агентствами на основе длительных статистических наблюдений за ценой продажи предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. Необходимо, чтобы исследование было проведено не менее чем для половины всех предприятий отрасли, сопоставимых по размеру с оцениваемым предприятием.

Полученный статистическим путем мультипликатор носит отраслевой характер и применим только в конкретной отрасли и стране при сложившейся на определенный день «среднестатистической» ситуации на рынке продаж акций предприятий.

Достаточно часто метод отраслевых коэффициентов используется как вспомогательный при оценке предприятий, позволяющий оценить достоверность результатов расчетов, полученных другими методами.

## КОНТРОЛЬНО-ИЗМЕРИТЕЛЬНЫЕ МАТЕРИАЛЫ

### *Тестовые задания, вариант 1*

1. Какой из подходов к оценке стоимости компании основан на принципе замещения:
  - a. сравнительный
  - b. затратный
  - c. доходный
  - d. рыночный
  
2. Какой из подходов к оценке предполагает, что величиной рыночной стоимости компании может быть реальная цена продажи аналогичной компании:
  - a. сравнительный
  - b. затратный
  - c. доходный
  - d. рыночный
  
3. Какой из подходов к оценке стоимости компании не учитывает такие характеристики как уровень риска, потенциал роста и денежные потоки:
  - a. сравнительный
  - b. затратный
  - c. доходный
  - d. рыночный
  
4. Какой из подходов к оценке стоимости компании использует метод отраслевых коэффициентов:
  - a. сравнительный
  - b. затратный
  - c. доходный
  - a. рыночный
  
5. Какой из подходов к оценке стоимости компании использует метод мультипликаторов:
  - a. сравнительный
  - b. затратный
  - c. доходный
  - d. рыночный
  
6. Экономический закон одной цены лежит в основе метода:
  - a. мультипликаторов
  - b. рынка капитала
  - c. отраслевых соотношений
  - d. предприятия-аналога

7. Коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой компании (акции) и некоторой базой:
- а. ценовой мультипликатор
  - б. отраслевой коэффициент
  - с. рыночный коэффициент
  - д. универсальный мультипликатор
8. К мультипликаторам, в знаменателе которых стоит показатель производственной мощности относятся:
- а. натуральные
  - б. производственные
  - с. балансовые
  - д. доходные
9. К мультипликаторам, в знаменателе которых стоит показатель стоимости активов относятся:
- а. балансовые
  - б. финансовые
  - с. натуральные
  - д. производственные
10. При оценке стоимости компании сравнительным подходом наиболее распространенные мультипликаторы:
- а. доходные
  - б. натуральные
  - с. производственные
  - д. балансовые
11. При оценке стоимости компании сравнительным подходом меньшую зависимость от текущих изменений экономической конъюнктуры имеют мультипликаторы:
- а. балансовые
  - б. финансовые
  - с. натуральные
  - д. производственные
12. При оценке стоимости компании сравнительным подходом использование натуральных мультипликаторов характерно для предприятий:
- а. сельскохозяйственных
  - б. сферы услуг
  - с. убыточных
  - д. малых

13. При оценке стоимости компании сравнительным подходом на анализе цен приобретения контрольного пакета акций основан метод:
- a. сделок
  - b. рынка капитала
  - c. предприятий-аналогов
  - d. мультипликаторов
14. В случае высокой корреляции между стоимостью предприятия и рыночными ценами акций при оценке стоимости компании сравнительным подходом используется метод:
- a. отраслевых соотношений
  - b. сделок
  - c. рынка капитала
  - d. мультипликаторов
15. Статистические наблюдения за ценой продажи компаний и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками лежат в основе:
- a. отраслевых соотношений
  - b. стоимости контрольного пакета акций
  - c. стоимости предприятий-аналогов
  - d. рыночных оценок

## Тестовые задания, вариант 2

1. К абсолютным показателям оценки состояния компании относится:
  - a. прибыль
  - b. рентабельность
  - c. фондоотдача
  - d. рентабельность продаж
  
2. Разнородные продукты рыночного обмена имеют одинаковое внутреннее содержание в соответствии с:
  - a. трудовой теорией стоимости
  - b. теорией издержек производства
  - c. теорией спроса и предложения
  - d. теорией факторов производства
  
3. Расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену сделки по отчуждению имущества это:
  - a. ликвидационная стоимость
  - b. инвестиционная стоимость
  - c. рыночная стоимость
  - d. справедливая стоимость
  
4. Цена активов или обязательств, которая отражает соответствующие интересы каждой из сторон это:
  - a. справедливая стоимость
  - b. специальная стоимость
  - c. рыночная стоимость
  - d. договорная стоимость
  
5. Стоимость нового актива, который имеет бóльшую стоимость, чем сумма стоимостей единичных активов, его образующих называется:
  - a. синергетическая
  - a. справедливая
  - b. специальная
  - c. фундаментальная
  
6. Аналитическая оценка стоимости, основанная на анализе финансового и технико-экономического состояния и предполагаемых возможностей развития предприятия это:
  - a. фундаментальная стоимость
  - b. синергетическая стоимость
  - c. инвестиционная стоимость
  - d. рыночная стоимость
  
7. К первичным факторам стоимости компании относят:

- a. темп роста инвестированного капитала
  - b. экономическую прибыль
  - c. доходность бизнеса
  - d. бухгалтерскую прибыль
8. К индикаторам создания стоимости относят:
- a. абсолютные и относительные результаты предприятия в создании стоимости
  - b. рентабельность инвестированного капитала
  - c. средневзвешенную стоимость капитала
  - d. темп роста инвестированного капитала
9. Какому этапу развития предприятия соответствует показатель чистый денежный поток:
- a. самофинансирование
  - b. выживание
  - c. самокупаемость
  - d. создание стоимости
10. Какому этапу развития предприятия соответствует показатель рост операционной прибыли:
- a. самокупаемость
  - b. самофинансирование
  - c. устойчивый рост
  - d. создание стоимости
11. Какому этапу развития предприятия соответствует показатель рост чистой прибыли:
- a. устойчивый рост
  - b. самокупаемость
  - c. самофинансирование
  - d. создание стоимости
12. Этап устойчивого роста компании характеризует показатель:
- a. рост рентабельности активов
  - b. рост рентабельности продаж
  - c. рост операционной прибыли
  - d. рост операционного денежного потока
13. Этап самокупаемости жизненного цикла компании характеризует показатель:
- a. рост операционной прибыли
  - b. рост рентабельности активов
  - c. рост чистой прибыли
  - d. рост рентабельности капитала

14. Этап выживания жизненного цикла компании характеризует показатель:

- a. рентабельность продаж
- b. рентабельности активов
- c. чистая прибыль
- d. экономическая прибыль

15. Этап создания стоимости компании характеризует показатель:

- a. остаточная чистая прибыль
- b. чистая прибыль
- c. чистый денежный поток
- d. рост рентабельности активов

### *Итоговый тест*

1. В соответствии с каким подходом капитал характеризуется как интерес собственников предприятия в его совокупных активах:
  - a. экономическим
  - b. бухгалтерским
  - c. учетно-аналитическим
  - d. финансовым
  
2. Для принятия решения о необходимости переподготовки и повышения квалификации персонала организации используется:
  - a. маркетинговый анализ рынка
  - b. анализ конкурентной среды организации
  - c. наставническая работа
  - d. матрица анализа навыков и компетенций сотрудников
  
3. Какие факторы создания стоимости характеризуют текущее состояние компании:
  - a. рыночные
  - b. внутренние
  - c. отраслевые
  - d. производственные
  
4. Основой определения стоимости компании с точки зрения будущих выгод является:
  - a. сравнительный подход
  - b. доходный подход
  - c. затратный подход
  - d. имущественный подход
  
5. Какой подход к определению стоимости компании целесообразно использовать, если есть достоверные оценки стоимости ее активов:
  - a. доходный
  - b. имущественный
  - c. сравнительный
  - d. рыночный
  
6. Какой подход к определению стоимости компании целесообразно использовать, если риск деятельности компании может быть корректно измерен с помощью нормы дисконта:
  - a. имущественный
  - b. доходный
  - c. сравнительный
  - d. рыночный

7. К абсолютным показателям оценки состояния компании относится:
- прибыль
  - рентабельность
  - фондоотдача
  - рентабельность продаж
8. Расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену сделки по отчуждению имущества это:
- ликвидационная стоимость
  - инвестиционная стоимость
  - рыночная стоимость
  - справедливая стоимость
9. Цена активов или обязательств, которая отражает соответствующие интересы каждой из сторон при оценке стоимости компании это:
- справедливая стоимость
  - специальная стоимость
  - рыночная стоимость
  - договорная стоимость
10. К первичным факторам стоимости компании относят:
- темп роста инвестированного капитала
  - экономическую прибыль
  - доходность бизнеса
  - бухгалтерскую прибыль
11. К индикаторам создания стоимости относят:
- абсолютные и относительные результаты предприятия в создании стоимости
  - рентабельность инвестированного капитала
  - средневзвешенную стоимость капитала
  - темп роста инвестированного капитала
12. Какому этапу развития предприятия соответствует показатель чистый денежный поток:
- самофинансирование
  - выживание
  - самоокупаемость
  - создание стоимости
13. Методы преобразования дохода предприятия в его рыночную стоимость:
- капитализации
  - дисконтирования
  - стоимостной
  - рыночный

14. Процесс приведения денежных сумм к ценности начальных периодов называется:
- дисконтирование
  - наращение
  - компенсация
  - прогнозирование
15. При оценке стоимости компании можно применять одну из моделей денежного потока:
- денежный поток для собственного капитала
  - денежный поток для заемного капитала
  - дисконтированный денежный поток
  - чистый денежный поток
16. При расчете стоимости компании в постпрогнозный период могут использоваться следующие методы:
- ликвидационной стоимости
  - стоимости чистых активов
  - капитализации
  - рыночный
17. Внешние риски предприятия характеризует:
- коэффициент  $\beta$
  - ставка рефинансирования
  - номинальная ставка дисконта
  - среднерыночная доходность инвестиций
18. Чем выше уровень диверсификации у компании, тем:
- меньше риск инвестиций
  - больше риск инвестиций
  - риск инвестиций не меняется
  - риск инвестиций постоянный
19. Затратный подход предполагает использование следующих методов:
- капитализации издержек
  - компенсации издержек
  - индексации издержек
  - дисконтирования издержек
20. Определение рыночной стоимости активов предприятия с учетом корректировки на сумму обязательств предполагает метод:
- накопления активов
  - дисконтирования
  - стоимостной

d. рыночный

21. На основе притока экономических выгод в течение оставшегося срока полезного использования определяется рыночная стоимость:

- a. нематериальных активов
- b. зданий и сооружений
- c. земельных участков
- d. машин и оборудования

22. Нематериальный актив, учитываемый только в случае продажи (покупки) компании в целом:

- a. гудвилл
- b. непосредственно используемый в основной деятельности
- c. приносящий доход более 1 года
- d. приносящий доход менее 1 года

23. Если оцениваемая доля собственности компании является контролируемой, то при оценке ее стоимости рекомендуется применять метод:

- e. ликвидационной стоимости
- f. накопления активов
- g. капитализации доходов
- h. дисконтированного потока денежных средств

24. Если стоимость нематериальных активов предприятия значительна, то при оценке ее стоимости рекомендуется применять метод:

- e. капитализации доходов
- f. накопления активов
- g. ликвидационной стоимости
- h. дисконтированного потока денежных средств

25. Какой из подходов к оценке стоимости компании основан на принципе замещения:

- a. сравнительный
- b. затратный
- c. доходный
- d. рыночный

26. Коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой компании (акции) и некоторой базой:

- a. ценовой мультипликатор
- b. отраслевой коэффициент
- c. рыночный коэффициент
- d. универсальный мультипликатор

27. К мультипликаторам, в знаменателе которых стоит показатель производственной мощности относятся:
- натуральные
  - производственные
  - балансовые
  - доходные
28. К мультипликаторам, в знаменателе которых стоит показатель стоимости активов относятся:
- балансовые
  - финансовые
  - натуральные
  - производственные
29. При оценке стоимости компании сравнительным подходом наиболее распространенные мультипликаторы:
- доходные
  - натуральные
  - производственные
  - балансовые
30. При оценке стоимости компании сравнительным подходом меньшую зависимость от текущих изменений экономической конъюнктуры имеют мультипликаторы:
- балансовые
  - финансовые
  - натуральные
  - производственные
31. При оценке стоимости компании сравнительным подходом на анализе цен приобретения контрольного пакета акций основан метод:
- сделок
  - рынка капитала
  - предприятий-аналогов
  - мультипликаторов
32. В случае высокой корреляции между стоимостью предприятия и рыночными ценами акций при оценке стоимости компании сравнительным подходом используется метод:
- отраслевых соотношений
  - сделок
  - рынка капитала
  - мультипликаторов

## ГЛОССАРИЙ

**АКТИВЫ** (лат. Activus – действенный, деятельный) – это хозяйственные ресурсы или средства, принадлежащие предприятию, использование которых должно принести ему экономические выгоды в будущем.

**БЕЗРИСКОВАЯ НОРМА ДИСКОНТА** – норма доходности инвестиций, вложенных в предприятие, без риска потери капитала и дохода. Используется как основа для расчета нормы дисконта при расчете стоимости капитала.

**БИЗНЕС** – это предпринимательская деятельность, направленная на производство и реализацию товаров, услуг, ценных бумаг, денег или других видов разрешенной законом деятельности с целью получения прибыли. Для достижения такой цели должно быть создано предприятие.

**БИЗНЕС-ЛИНИЯ** – совокупность прав собственности, долгосрочных привилегий (льгот) и конкурентных преимуществ, специального (доменная печь, штукатурная станция) и универсального (административное здание) имущества, технологий, а также контрактов (по поставке сырья и материалов, аренде имущества, найму работников, сбыту продукции и др.), которые обеспечивают возможность получать определенные доходы (поток доходов).

**БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ (FV)** представляет собой ту сумму, в которую превратятся инвестированные в настоящий момент денежные средства (PV) через определенный период времени  $T$  с учетом ставки процента  $E$ .

**ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ СТОИМОСТИ** отражают характеристики страны, региона, отрасли, рынка, которые способствуют созданию стоимости предприятия. Они не контролируются предприятием.

**ВНУТРЕННИЕ ФАКТОРЫ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ** характеризуют текущее состояние компании, а также перспективы ее будущего развития, от которых зависит процесс создания стоимости

**ГУДВИЛЛ** – это величина, на которую стоимость предприятия превосходит рыночную стоимость его материальных активов и отраженных в бухгалтерской отчетности нематериальных активов; это деловая репутация предприятия, которая не только приносит ему сверхнормативные прибыли, но и требует постоянных немалых дополнительных расходов для своего поддержания.

**ДИСКОНТИРОВАНИЕ** – приведение будущих сумм денег (FV) к текущему (начальному) периоду с учетом изменения стоимости денег с течением времени, измеряемого нормой дисконта  $E$ . Это процесс, обратный наращению.

**ДОХОДНЫЙ ПОДХОД** – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки.

**ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ** – стоимость для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки. В отличие от определения рыночной стоимости, учет возможности отчуждения по инвестиционной стоимости на открытом рынке не обязателен.

**ИТОГОВАЯ СТОИМОСТЬ** оцениваемого предприятия – экспертное, беспристрастное и обоснованное суждение квалифицированного,

профессионального оценщика о денежном эквиваленте потенциальной сделки с объектом оценки.

**ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД** – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний.

**ЗАТРАТЫ** – это мера издержек, денежная сумма, необходимая для создания (организации) предприятия. Издержки представляют собой либо ретроспективный факт, либо текущую смету. Когда процесс формирования предприятия завершается, затраты становятся фактом.

**КАДАСТРОВАЯ СТОИМОСТЬ** – определяемая методами массовой оценки или индивидуально для конкретного объекта оценки рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки.

**КАПИТАЛ** (лат. Capitalis – главный, доминирующий, основной) – это сумма благ в виде материальных, интеллектуальных и финансовых средств, используемых в качестве ресурса в целях производства большего количества благ.

**КАПИТАЛИЗАЦИЯ ДОХОДА** – процесс пересчета потока будущих доходов с помощью соответствующего этим доходам коэффициента капитализации в единую сумму текущей стоимости, которая и определяет стоимость предприятия.

**ЛЕНДЕР** (lender) – разновидность кредитора. Предоставляет свои средства, как правило, на долгосрочной основе и на следующих условиях: поставляются только финансовые ресурсы; имеет место предопределенность в поставке ресурсов по объему и срокам; ресурс предоставляется временно на оговоренный срок; предусматриваются и оговариваются условия возврата того же ресурса; ресурс предоставляется на условиях платности.

**ЛИКВИДАЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ** – расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

**ЛИКВИДНОСТЬ** – способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь и затрат для ее держателей.

**МЕНЕДЖМЕНТ, ОСНОВАННЫЙ НА СТОИМОСТИ** (ценностно-ориентированный менеджмент) – это наука и область управленческой деятельности, связанные с разработкой и реализацией решений, направленных на эффективное, с точки зрения создания стоимости, управление рыночной, операционной, финансовой и инвестиционной деятельностью предприятия.

**МЕТОД** (греч. Methodos – путь исследования, теория, учение) – способ достижения какой-либо цели, решения конкретной задачи; совокупность приемов или операций теоретического или практического освоения действительности.

**МЕТОД АНАЛИЗА ИЕРАРХИЙ** – систематическая процедура для иерархического представления элементов, определяющих суть решения любой проблемы. Он состоит в расчленении (декомпозиции) задачи на более простые составные части и дальнейшей обработке последовательных суждений аналитика попарным сравнением.

**МЕТОД ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ** – это метод определения рыночной стоимости предприятия как суммы текущей стоимости будущих выгод от владения предприятием. При этом будущие преимущества от владения предприятием представляют собой периодические (ежегодные, ежеквартальные, ежемесячные) поступления в течение периода владения и выручку от продажи предприятия по истечении периода владения (реверсию).

**МЕТОД НАКОПЛЕНИЯ АКТИВОВ** – определение рыночной стоимости отдельных элементов собственных активов предприятия с последующим их суммированием и вычитанием из полученной суммы скорректированных обязательств предприятия.

**МЕТОД ОЦЕНКИ** – это последовательность процедур, позволяющая на основе существенной для данного метода информации определить стоимость объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке.

**НАРАЩЕНИЕ** (компаундинг) – поэтапное увеличение текущей стоимости денежной суммы путем присоединения к ее первоначальному размеру суммы процентов (процентных платежей).

**НАТУРАЛЬНЫЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР** – это мультипликатор, в знаменателе которого стоит натуральный показатель (объем продаж, производственная мощность и др.).

**ОБЪЕКТ-АНАЛОГ** объекта оценки – объект, сходный с объектом оценки по основным экономическим, материальным, техническим и др. характеристикам, определяющим его стоимость.

**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ** – это расчет и обоснование стоимости предприятия на определенную дату. Оценка стоимости предприятия представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка.

**ПОДХОД К ОЦЕНКЕ** – это совокупность методов оценки, объединенных общей методологией.

**ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ** – целенаправленная деятельность людей, ориентированная на систематическое получение дохода в размерах, покрывающих текущие издержки производства продукции (выполнения работ, оказания услуг) и обеспечивающих их производителю некоторый дополнительный доход (прибыль).

**ПРЕДПРИЯТИЕ** – это самостоятельный хозяйствующий субъект, обладающий статусом юридического лица и обособленным имуществом, созданный в установленном законом порядке для производства продукции, выполнения работ и оказания услуг в целях удовлетворения общественных потребностей и получения прибыли. С экономической точки зрения, предприятие можно рассматривать как бизнес-линию (бизнес-единицу).

**ПРЕМИЯ ЗА КОНТРОЛЬ** – стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций (повышение стоимости контрольного пакета акций над миноритарным пакетом).

**ПРИНЦИПЫ ОЦЕНКИ** – логика, правила и экономические причины, объясняющие факторы, влияющие на стоимость предприятия. Принципы оценки отражают основные закономерности поведения субъектов рыночной экономики.

**РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ** – наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

**СОГЛАСОВАНИЕ** – анализ альтернативных заключений о стоимости оцениваемого предприятия, полученных на основе различных подходов и отличающихся друг от друга, с целью определения окончательной величины стоимости объекта оценки.

**СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД** – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах.

**СТАВКА ДИСКОНТА E** – а) с технической (математической) точки зрения, это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости предприятия; б) с экономической точки зрения, это требуемая инвестором ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования (т.е. Это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки). Она отражает минимальную норму прибыли предпринимателя (инвестора), при которой он согласен инвестировать капитал в оцениваемое предприятие; с) с точки зрения предприятия как самостоятельного юридического лица, это стоимость привлечения предприятием капитала из различных источников.

**СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА** – а) плата за пользование долгосрочным капиталом, который необходим предприятию для осуществления предпринимательской деятельности; б) доход, который должны принести инвестиции в предприятие для того, чтобы они себя оправдали; с) минимальная норма прибыльности вложенных в предприятие финансовых средств.

**СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ** – это денежная сумма, которую гипотетический покупатель будет готов заплатить за оцениваемое предприятие. Стоимость представляет ожидаемую цену, которая должна быть результатом определенных условий (сделки).

**СТОИМОСТЬ В ОБМЕНЕ** (меновая стоимость) – это расчетная (гипотетическая, предполагаемая) денежная сумма, которую потенциальные покупатель и продавец могут считать достаточной для обмена на оцениваемое предприятие в результате моделируемой оценщиком коммерческой сделки в конкретный момент времени (дата оценки).

**СТОИМОСТЬ В ПОЛЬЗОВАНИИ** (потребительская стоимость) – это денежная сумма, соответствующая уровню полезности предприятия для его собственника или конкретного пользователя, которые не собираются выставлять его на продажу, то есть она отражает намерения, не связанные с куплей-продажей, сдачей в аренду и т.п.

**СУБЪЕКТ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ** – юридическое или физическое лицо, интересы которого находят отражение в устанавливаемой мере ценности предприятия.

**ТЕКУЩАЯ** (настоящая, современная) **СТОИМОСТЬ** денег (PV) представляет собой сумму, в которую превратятся будущие денежные суммы (FV), приведенные с учетом определенной ставки процента (дисконтной ставки) к начальному периоду времени.

**ФАКТОР СТОИМОСТИ** – это любая переменная, влияющая на величину стоимости предприятия.

**ЦЕНА ПРЕДПРИЯТИЯ** – это денежная сумма, которая была заплачена за предприятие в результате состоявшейся сделки при конкретных обстоятельствах. То есть цена – это фактический показатель, указывающий, какую сумму покупатель заплатил, а продавец получил в соответствии с условиями сделки. Это показатель ретроспективный, достоверный.

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

### Основная литература:

1. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Чеботарев Н.Ф. - 3-е изд. - М.: Дашков и К, 2017. - 256 с.: ISBN 978-5-394-02368-2 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/450877>
2. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология / Царев В.В., Кантарович А.А. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2015. - 575 с.: ISBN 5-238-01113-X - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/872225>

### Дополнительная литература:

1. Финансы корпораций и оценка стоимости: Учебное пособие / Левчаев П.А. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2016. - 175 с. - (Высшее образование: Бакалавриат) ISBN 978-5-16-011612-9 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/537530>
2. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности: учебник / под ред. М.А. Федотовой, О.В. Лосевой. — М.: ИНФРА-М, 2018. — 352 с. — (Высшее образование: Бакалавриат). Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/923929>
3. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: Учебник / Савицкая Г.В., - 6-е изд., испр. и доп. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2016. - 378 с. ISBN 978-5-16-006707-0 - Режим доступа: <http://znanium.com/catalog/product/547958>
4. Экономический анализ. Основы теории. Комплексный анализ хозяйственной деятельности организации: учебник для вузов / под ред. Н.В. Войтоловского, А.П. Калининой, И.И. Мазуровой. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Юрайт, 2015. - 620 с. [Электронный ресурс]/ издательство «Лань» Электронно-библиотечная система. – Режим доступа: <http://www.magtu.ru/> . - <http://e.lanbook.com/>

Учебное текстовое электронное издание

**Майорова Татьяна Владимировна**

**УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА**

Учебное пособие

0,84 Мб

1 электрон. опт. диск

г. Магнитогорск, 2020 год  
ФГБОУ ВО «МГТУ им. Г.И. Носова»  
Адрес: 455000, Россия, Челябинская область, г. Магнитогорск,  
пр. Ленина 38

ФГБОУ ВО «Магнитогорский государственный  
технический университет им. Г.И. Носова»  
Кафедра менеджмента  
Центр электронных образовательных ресурсов и  
дистанционных образовательных технологий  
e-mail: ceor\_dot@mail.ru