

Федеральное агентство по образованию
Государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
**САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
НИЗКОТЕМПЕРАТУРНЫХ И ПИЩЕВЫХ ТЕХНОЛОГИЙ**



Кафедра экономики и

финансов

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Методические указания
для студентов
специализации 060812

Санкт-Петербург 2006

УДК 330.101.541

Приходько Р.В. Оценка бизнеса: Метод. указания для студентов спец. 060812. – СПб.: СПбГУ-НиИТ, 2006. – 57 с.

Представлены методические указания и теоретический материал курса «Оценка бизнеса». Даны контрольные вопросы, темы курсовых работ, список рекомендуемой литературы.

Рецензент
Доктор экон. наук, проф. И.Г. Сергеева

Рекомендованы к изданию редакционно-издательским советом университета

© Санкт-Петербургский государственный
университет низкотемпературных
и пищевых технологий, 2006

ПРЕДИСЛОВИЕ

Процесс становления и развития рыночной экономики в России способствовал появлению большого количества разнообразных предпринимательских структур, зарегистрированных в различных юридически правовых формах. Успешная работа и в целом жизнедеятельность всех коммерческих предприятий были бы невозможны без грамотной оценки их имущественного, производственного и внедренческого потенциала.

Жесткая конкуренция на мировых и отечественном рынках диктует новым и традиционным компаниям свои условия. Выжить в XXI веке может только та компания, которая способна предложить рынку что-то кардинально новое, более технически совершенное, чем существующие в данный период времени продукты и технологии. Поэтому любое предприятие заинтересовано в предварительном расчете будущих доходов от тех инновационных проектов, которые оно намеревается осуществить в целях разработки по-настоящему конкурентоспособного продукта.

Данный курс связан с рассмотрением трех основных подходов к оценке стоимости любого бизнеса. При этом немалое место в изложении дисциплины уделяется инновациям, их практической значимости в деятельности каждого предприятия.

Таким образом, *предмет курса* заключается в рассмотрении различных методов оценки бизнес-линий и бизнеса в целом, а также в анализе сфер их практического применения, в том числе по отношению к инновационным проектам.

Цель курса – дать представление о существующих методиках оценки стоимости предприятия и привить студентам навыки расчета основных стоимостных показателей. Данный курс тесно переплетается с такими дисциплинами, как «Экономическая оценка инвестиций» и «Финансовый менеджмент», поэтому может служить хорошим практическим дополнением к этим базовым курсам.

В данных методических указаниях курс изложен в виде лекционных тем, представленных в конспективной форме, которые студенты могут использовать в ходе подготовки к написанию контрольных работ и сдачи зачета.

Структуру курса можно подразделить на три основных раздела.

Раздел I (темы 1–3) представляет собой вводную часть, в общем виде раскрывающую предмет оценки бизнеса и сферы применения ее методов и подходов.

Раздел II (темы 4–7) обобщает три основных подхода к оценке бизнеса: доходный, рыночный и имущественный.

Раздел III (темы 8–12) посвящен различным ситуациям, когда могут применяться рассмотренные выше подходы: при оценке влияния инновационного проекта на изменение стоимости предприятия, при определении целесообразности его поглощения, при оценке долевых частей, при осуществлении реструктуризации и т. д.

После каждой темы сформулированы основные термины и понятия, которые необходимо повторить, а также даны контрольные вопросы для закрепления пройденного материала. В конце пособия приведены темы курсовых работ и перечень рекомендуемой литературы.

ТЕМЫ КУРСА

1. Предмет и цели оценки бизнеса

Предметом оценки бизнеса может быть: 1) оценка рыночной стоимости закрытого или недостаточно открытого для фондового рынка предприятия; 2) оценка имущественного комплекса предприятия в целом либо имущественных комплексов по выпуску и продажам отдельных видов его продукции.

В рыночной экономике, где решающим фактором является стремление иметь выгодное дело, а не просто фирму, преобладающим предметом оценки выступает оценка бизнеса как оценка соответствующих бизнес-линий.

Бизнес-линию можно определить как совокупность прав собственности, достаточно долгосрочных привилегий и конкурентных преимуществ, специализированного и универсального имущества, технологий, а также контрактов, которые обеспечивают возможность получать определенные доходы. Оценка бизнес-линий в расчете на ожидаемые по ним доходы имеет смысл лишь тогда, когда предполагается ведение этих бизнес-линий в течение всего того периода, ожидаемые доходы за который включают в данную оценку.

Предприятие как предмет оценки имеет смысл в том случае, если рынок объективно оценить его не в состоянии. Это происходит, когда: а) предприятие является закрытым; б) предприятие является лишь формально открытым; в) акции недостаточно ликвидны; г) весь фондовый рынок в стране недостаточно ликвиден либо очень сильно зависит от краткосрочных внеэкономических факторов.

Результатом оценки предприятия всегда является получение такой оценки собственного (уставного) капитала, которая чаще всего не совпадает со стоимостью собственного (уставного) капитала, указываемой в бухгалтерском балансе предприятия, так как на последнюю оказывают влияние существующие нормы амортизации, выбранные фирмой методы амортизации, различные методы учета стоимости покупных ресурсов в себестоимости проданной продукции.

Существует два метода определения стоимости предприятия:

1) оценка предприятия как действующего. Здесь применяются: а) доходный подход; б) рыночный подход;

2) оценка *ликвидационной стоимости* предприятия (величины вероятной выручки от *срочной* распродажи входящих в имущественный комплекс предприятия активов, прав собственности и контрактных прав по частям). Здесь применяется имущественный подход.

Стандарты стоимости – это требования к полноте и качеству информации о предприятии и его имущественном комплексе, предоставляемой оценщику бизнеса. Выделяют четыре стандарта: 1) стандарт обоснованной рыночной стоимости (информация полная, достоверная и общедоступная); 2) стандарт обоснованной стоимости (информация неполная, но достаточно достоверная и равнодоступная для продавца и покупателя бизнеса); 3) стандарт инвестиционной стоимости (информация неполная, но достаточно достоверная и обладающая разной степенью доступности для различных инвесторов, включая продавца бизнеса); 4) стандарт внутренней (фундаментальной) стоимости (информация может быть как полной, так и неполной, но всегда достаточно достоверной. При этом она доступна лишь одному человеку – независимому оценщику.)

Основные термины и понятия

Бизнес-линия. Доходный, рыночный и имущественный подходы к оценке бизнеса. Стандарты обоснованной рыночной, обоснованной инвестиционной, внутренней стоимости.

Контрольные вопросы

1. Когда целесообразно оценивать рыночную стоимость предприятия в целом?
2. Можно ли включать в бизнес-линию закрепленную клиентуру, т. е. приверженных данному предприятию покупателей его продукции?
3. Почему оценочная стоимость собственного капитала предприятия может не совпадать со стоимостью, отраженной в его бухгалтерском балансе?
4. Почему ликвидационная стоимость имущественного комплекса обычно ниже, чем стоимость комплекса как действующего?
5. Что целесообразнее применять в России: оценку предприятий в целом или только оценку их имущественных комплексов?

6. Почему стоимость имущественного комплекса может не совпадать (быть ниже) со стоимостью предприятия, обладающего этим комплексом?

7. Какой из стандартов стоимости предприятия предполагает наличие у оценщика бизнеса собственных знаний по поводу оцениваемого бизнеса?

8. Какой стандарт стоимости подразумевает доступность информации только тем лицам, которые участвуют в сделке купли-продажи бизнеса?

2. Концепция управления стоимостью предприятия

Концепция управления стоимостью предприятия (*Shareholder Value Concept*) ориентирует менеджмент на рост рыночной стоимости предприятия или рост стоимости имущественного комплекса, создаваемого либо развиваемого в инновационных проектах. *Инновационные проекты* – это инвестиционные проекты по разработке и внедрению новых видов продукции (товаров, услуг), а также новых технологических процессов и оборудования.

Указанная концепция предполагает, что менеджеры нацеливаются на действия и управленческие решения, которые не столько увеличивают текущие либо надежно планируемые на ближайшие периоды прибыли предприятия, сколько создают основу для получения гораздо больших и даже, возможно, четко не прогнозируемых прибылей в более отдаленном будущем, что, однако, способно резко повысить текущую или будущую рыночную стоимость предприятия.

Другим типом проектов, которые способны существенно повлиять на уровень текущих и ожидаемых издержек и прибылей, выступают *проекты по реорганизации* предприятия с целью, например, увеличить степень его вертикальной и горизонтальной интегрированности в отношении выпускаемой профильной продукции либо повысить его инвестиционную привлекательность, кредитоспособность, надежность в качестве делового партнера. Содержанием подобных проектов обычно служат мероприятия: 1) по слиянию с поставщиками покупных ресурсов (*вертикальная интеграция «вниз»*); 2) по слиянию с держателями сбытовых и дилерских сетей (*«верти-*

кальная интеграция «вверх»); 3) по слиянию с поставщиками продуктов, дополняющих основную продукцию предприятия (*горизонтальная интеграция*); 4) по поглощению поставщиков покупных ресурсов, сбытовиков и производителей дополняющих продуктов и т. д. (см. тему 11).

Менеджмент, ориентированный на управление стоимостью предприятия, в разной мере соответствует интересам различных его инвесторов. Всех инвесторов можно разделить: 1) на инвесторов, приобретающих контрольные пакеты акций (эти инвесторы склонны оставаться в компании неопределенно длительное время, т. е. они не заинтересованы продавать свои пакеты, поскольку, пользуясь контролем над предприятием, получают возможность извлекать из него прибыли любыми доступными им методами, в том числе и нестандартными); 2) на инвесторов (акционеров) меньшинства (миноритарных инвесторов), которые в силу незначительного размера своего пакета не могут быть представлены в совете директоров, правлении и менеджменте компании, поэтому вынуждены становиться спекулятивными инвесторами, т. е. будут ждать хотя бы незначительного роста курса акций и затем перепродавать свои пакеты по новой цене; 3) на среднесрочных инвесторов, покупающих крупные, но неконтрольные пакеты акций. Они вкладывают в предприятие средства, как правило, на достаточно длительный срок (3–5 лет) и планируют для себя перепродажу спустя указанный срок своих пакетов, поэтому заинтересованы пусть и не в быстром, но в существенном росте стоимости предприятия и его акций.

Разновидностью третьего типа инвесторов являются так называемые «венчурные» инвесторы. От среднесрочных они отличаются тем, что вкладывают средства в совсем новые, только что зарегистрированные предприятия. Рискованность таких вложений существенно выше, чем у простых среднесрочных инвесторов.

Инвестиционные проекты, способные повысить рыночную стоимость предприятия, можно разделить на *капиталоемкие* (с большими начальными инвестициями и длительным сроком окупаемости, но дающими существенный доход) и *некапиталоемкие* (с менее значительными стартовыми инвестициями, коротким сроком окупаемости и относительно низким доходом).

Инновационные проекты способны принести значительные прибыли только тогда, когда компании-инноватору удастся добиться закрепленной охраняемыми патентами на изобретения *инновационной монополии* (длится в среднем 1,5–2 года), которая позволит в дальнейшем получать с рынка сверхприбыли, либо успеть за это время закрепить клиентуру и затем максимизировать повторные продажи закрепленным клиентам.

Для *высокотехнологичных* отраслей общепризнанным статистическим показателем степени их высокотехнологичности служит показатель *наукоемкости* – отношение годового объема затрат на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР) к годовому объему продаж в отрасли. Наукоемкой обычно считается отрасль, в которой приведенный коэффициент не меньше 10 %.

Роль оценки бизнеса в практическом управлении стоимостью предприятия заключается в обеспечении постоянного мониторинга за тем, как те или иные решения по управлению инновационными проектами влияют на текущую и прогнозируемую будущую рыночную стоимость предприятия-инноватора и (или) его имущественного комплекса, и в соответствующей адекватной оценке полученных цифр. Примеряясь к этим оценкам, менеджеры получают возможность эффективно перестраивать управление фирмой и ее проектами.

Основные термины и понятия

Инновационный проект. Вертикальная интеграция. Горизонтальная интеграция. Миноритарные инвесторы. «Венчурные» инвесторы. Инновационная монополия. Наукоемкость отрасли.

Контрольные вопросы

1. Что из перечисленного не относится к инновационным проектам?

А. Разработка и освоение производства и продаж нового для рынка продукта.

Б. Пополнение оборотных средств для задействования простаивающих производственных мощностей по выпуску пользующейся спросом продукции.

В. Разработка и промышленное использование новых технологических процессов, экономящих подорожавшие покупные ресурсы.

Г. Качественное совершенствование потребительских и эксплуатационных характеристик перспективного продукта, опыт продаж которого уже имеется.

2. Чьим интересам отвечает основанный на инновационных проектах менеджмент, ориентированный на отложенный во времени, но существенный рост рыночной стоимости предприятия или его имущественного комплекса?

3. В чем состоит риск инвестирования в новые предприятия для «венчурных» инвесторов?

4. Что понимается под стандартными и нестандартными формами доступа к прибылям предприятия, которые могут практиковать контролирующие его акционеры?

5. Какие отрасли в мировой экономике можно отнести к наукоемким?

6. Можно ли сказать, что «венчурные» инвесторы, приглашаемые в качестве соучредителей в предприятия, создаваемые для реализации перспективных инновационных проектов, обычно требуют значительной степени фактического контроля над текущим менеджментом в этих предприятиях?

3. Практическое применение оценки бизнеса

Универсальным общим применением оценки бизнеса является обоснование разумных цен: 1) при купле-продаже крупных пакетов акций (долей) предприятий; 2) при продаже всего имущественного комплекса предприятия; 3) при сдаче его в аренду.

Предусмотренные в законах об акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью, приватизации и банкротстве *специальные применения* оценки бизнеса касаются необычных, но все же встречающихся в рыночной экономике ситуаций:

1) выкуп паев (акций) в закрытых компаниях типа ООО или ЗАО или пая в товариществах при выходе из их состава одного из акционеров (учредителей, пайщиков);

2) эмиссия новых акций открытыми АО;

3) вступление в ООО имущественным взносом в виде акций, других ценных бумаг или имущества размером свыше 300 МРОТ;

- 4) подготовка к продаже обанкротившихся предприятий, выставляемых на конкурс;
- 5) подготовка к продаже приватизируемых предприятий;
- 6) обоснование вариантов санации (финансового оздоровления) предприятий-банкротов.

В последнее время отмечаются *новые возможности применения* оценки бизнеса, когда оценке оказывается необходимым под-вергнуть:

- 1) пакеты акций или доли, вносимые в качестве имущественных взносов при учреждении новых предприятий;
- 2) доли в предприятиях или имущественных комплексах, предлагаемые в качестве имущественного обеспечения по кредитам;
- 3) максимально приемлемые цены приобретения акций поглощаемых предприятий, при которых предотвращается «разводнение» акций поглощающей фирмы (см. тему 9);
- 4) обоснованную величину учредительного взноса «венчурного» инвестора в предприятие, создаваемое для осуществления инновационного проекта и имеющее перспективу на рост стоимости изначальной доли в уставном капитале;
- 5) соотношения, в котором должны обмениваться акции одних предприятий на акции других при реорганизации АО (см. тему 11);
- 6) продаваемый бизнес как таковой (не предприятие или доля в нем) при ликвидации предприятия, осуществлении внешнего управления и конкурсного производства в процессе банкротства;
- 7) бизнес как предмет страхования деловых рисков или передачи его в доверительное управление.

Контрольные вопросы

1. Какое из перечисленных ниже практических применений оценки бизнеса напрямую не предусмотрено законодательством, но является одним из важнейших при формировании спроса на услуги независимых оценщиков бизнеса?

А. Обоснование эмиссии акций.

Б. Оценка имущественного взноса в ООО.

В. Определение стоимости приватизируемых государственных пакетов акций.

Г. Оценка акций или имущественного комплекса, закладываемых под получаемый кредит.

Д. Расчет выкупной стоимости акций.

2. Если доля в компании приобретается за имущественный взнос, состоящий из неликвидных акций либо паев других компаний, следует ли для оценки их рыночной стоимости приглашать независимых оценщиков бизнеса?

3. Оценка имущественного комплекса предприятия-банкрота предполагает:

а) определение ликвидационной стоимости имущественного комплекса на момент введения внешнего управления;

б) установление на тот же момент стоимости предприятия как действующего;

в) определение прогнозной ликвидационной стоимости имущественного комплекса на момент завершения внешнего управления;

г) оценку стоимости предприятия как действующего на момент завершения внешнего управления или на любой более ранний момент после существенного продвижения в реализации бизнес-плана финансового оздоровления.

4. Доходный подход к оценке бизнеса

Доходный подход состоит в том, чтобы определять стоимость предприятия на основе тех доходов, которые оно способно в будущем принести своему владельцу, включая выручку от продажи того имущества («нефункциональных» активов), которое не понадобится для получения этих доходов. Максимально приемлемая для любого потенциального покупателя (инвестора) стоимость предприятия, определенная согласно доходному подходу к оценке бизнеса, представляет собой сумму всех приведенных по фактору времени доходов с бизнеса (с инвестиции), которые могут получить предприятие и его владельцы.

Оценка предприятия (бизнеса) сводится к оценке его бизнес-линий, осуществляемой на основе суммирования чистых доходов (денежных потоков), которые, как ожидается, получит предприятие за так называемый *остаточный срок полезной жизни бизнеса* и ко-

торые в той или иной форме смогут уже в качестве собственных доходов изъять с предприятия его акционеры.

Любая бизнес-линия имеет свой жизненный цикл: 1) создание продукта; 2) его освоение; 3) рост выпуска и продаж; 4) зрелость продукта; 5) упадок или уменьшение продаж и прибыльности продукта вследствие исчерпания резерва совершенствования применяемых технологий и качества.

В некоторый момент времени n становящийся все менее прибыльным продукт прекращают выпускать и продавать, переводя капитализированные прибыли из данного предприятия в другое. Время от стартовых инвестиций до момента n называют *сроком полезной жизни проекта*.

Остаточный срок полезной жизни бизнеса n представляет собой время, остающееся до завершения жизненного цикла продукта на момент оценки выпускающего его предприятия.

Для оценки максимально допустимой для инвестора цены за предприятие Π_{\max} , когда оно приобретает в начале остаточного срока полезной жизни бизнеса, необходимо суммировать не величины ожидаемых с бизнеса доходов, а *текущие стоимости прав* на их изъятие с предприятия в будущем. При этом *текущая стоимость права на получение с бизнеса определенного будущего дохода* равна той сумме, которая, будучи вложена в некоторую доступную и сопоставимую с данным бизнесом альтернативу инвестирования тех же средств, принесла бы к моменту получения рассматриваемого дохода с бизнеса ту же величину дохода (при известной доходности R с рубля инвестиций, которую обеспечивает указанная альтернатива). Иными словами, стоимость права на получение с бизнеса дохода A_t через t лет X_t не может быть больше величины $X_t = A_t / (1+R)^t$.

Таким образом,

$$\Pi_{\max} = \sum_{t=1}^n X_t = \sum_{t=1}^n A_t / (1+R)^t.$$

Величины X_t называют *текущими стоимостями будущих доходов с бизнеса $PV(A_t)$* , а величину Π_{\max} – *остаточной текущей стоимостью бизнеса $PV_{\text{ост}}$* . Тогда

$$PV_{\text{ост}} = \sum_{t=1}^n PV(A_t).$$

Пересчет будущих доходов A_t на их текущую стоимость с учетом ставки дохода по доступной инвестору альтернативе вложения обуславливающих эти доходы средств (*ставки дисконта*) называется *дисконтированием*. Финансовый смысл дисконтирования ожидаемых от бизнеса денежных потоков таков, что в результате дисконтирования они уменьшаются на те суммы, которые инвестор мог бы заработать к моменту получения этого денежного потока, если бы он свои средства вложил сейчас не в данный бизнес, а в некий иной общедоступный инвестиционный актив типа банковского депозита либо ликвидной ценной бумаги.

Если оценивается только начинаемый бизнес, для которого у предприятия (инициатора проекта) есть какое-либо уникальное для данного проекта имущество, то стоимость этого бизнеса в момент учреждения предприятия оценивается показателем *чистой текущей стоимости NPV* рассматриваемого бизнеса (инвестиционного проекта). Он показывает, на сколько больше за тот же срок, на который необходимо отвлечь из оборота средства для данного бизнеса, можно на этом бизнесе (инвестиционном проекте) заработать по сравнению с вложением тех же средств в доступную для потенциального инвестора альтернативу капиталовложения (например, государственные облигации):

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^n A_t / (1 + R)^t.$$

Если по какой-либо причине (например, из-за нестабилизировавшейся инфляции) при дисконтировании ожидаемых от бизнеса доходов в качестве стабильной за весь срок бизнеса *реальной* (учитывающей инфляцию) безрисковой нормы дохода (ставки дисконта) R нельзя рассматривать фактическую рыночную ставку доходности государственных облигаций, то для определения ставки R необходимо применять *формулу Фишера*, которая позволяет выразить норму безрискового дохода с рубля инвестиций через *номинальную* (не учитывающую инфляцию) ставку безрискового дохода r и инфляционные ожидания s :

$$R = r + s + rs.$$

Измерителем дисконтируемых прогнозируемых доходов A_t от бизнеса при использовании *метода дисконтированного денежного потока* выступают не прогнозируемые прибыли, а денежные потоки. *Денежный поток (Cash Flow)* за конкретный период представляет собой не что иное, как сальдо поступлений по бизнесу (со знаком «+») и платежей (со знаком «-»).

Денежный поток в период t = Прибыль (Убыток) за период t + Износ ранее закупленных и созданных основных фондов (Амортизационные отчисления за период t) – Процентные выплаты в период t по кредитам – Налог с прибыли – Инвестиции в период t + Прирост долгосрочной задолженности за период t – Уменьшение долгосрочной задолженности за период t – Прирост собственных оборотных фондов в период t .

Когда предметом оценки выступает предприятие, осуществляющее бизнес, но имеющее, кроме того, избыточные для этого бизнеса активы, то их рыночная стоимость должна быть добавлена к величине дисконтированных денежных потоков.

Основные термины и понятия

Жизненный цикл бизнес-линии. Остаточный срок полезной жизни бизнеса. Текущая стоимость. Чистая текущая стоимость. Ставка дисконта. Денежный поток. Реальная и номинальная ставки дисконта.

Контрольные вопросы

1. Почему дисконтированные денежные потоки обычно меньше недисконтированных?

2. Что необходимо сделать предприятию, сталкивающемуся с падением спроса на его продукт, т. е. продукт которого находится на стадии жизненного цикла, соответствующего уменьшению его продаж, чтобы предотвратить собственное закрытие как предприятия?

3. Какую ставку дисконта целесообразнее использовать в России – номинальную или реальную?

4. Верно ли то, что к стоимости фирмы, полученной как текущая стоимость ожидаемых от ее бизнеса доходов, можно добавить рыночную стоимость активов, которые не используются и не будут использоваться в этом бизнесе?

5. Верно ли то, что ставка дисконта, применяемая для дисконтирования номинальных денежных потоков, не должна включать среднюю ожидаемую инфляцию, так как она уже учтена при прогнозировании указанных денежных потоков?

5. Учет рисков бизнеса в доходном подходе

Все риски бизнеса в целях оценки бизнеса делятся на две группы: *систематические* – внешние риски (риски выпускаемого на рынок продукта: конкуренция, нестабильный платежеспособный спрос и т. д.); *несистематические* – внутренние риски (связаны с тем, что менеджмент предприятия нацелен на получение от бизнеса в среднем более высоких доходов за счет допущения большего колебания доходов в отдельные периоды. Отсюда повышенная доля заемного капитала, недостаточная диверсификация хозяйственной деятельности фирмы, концентрирующей на ведении только самых выгодных операций, сосредоточение полномочий по управлению предприятием в руках одной ключевой фигуры и др.).

Учет рисков бизнеса возможен двумя альтернативными методами:

- методом сценариев;
- специальной корректировкой (повышением) ставки дисконта i , применяемой для определения текущей стоимости PV ожидаемых от бизнеса денежных потоков A_t .

Метод сценариев предполагает учет рисков бизнеса посредством корректировки на них самих прогнозируемых денежных потоков, закладываемых в расчет остаточной текущей стоимости оцениваемого бизнеса. Обычно корректировке подвергаются реальные денежные потоки. Все ожидаемые показатели, составляющие суммарную прогнозируемую величину денежного потока в каждом будущем периоде t , согласно этому методу, должны корректироваться на вероятность проявления в будущем именно данного значения соответствующего показателя. Окончательные величины рассматриваемых показателей исчисляются как умноженные на вероятности альтернативных их значений суммы этих значений.

Подробнее остановимся на втором методе, заключающемся в корректировке ставки дисконта. Он может применяться:

во-первых, как *метод аналогий*. В соответствии с ним ставка дисконта при расчете остаточной текущей стоимости бизнеса должна определяться как доходность альтернативного вложения тех же средств и на тот же срок в бизнес либо инвестиционный актив, сопоставимые с оцениваемым бизнесом по его рискам;

во-вторых, если вышеуказанный бизнес или актив найти на рынке не удалось, как *модель оценки капитальных активов*. В соответствии с ней ставку дисконта i , учитывающую риски данного бизнеса, рассчитывают по следующей формуле:

$$i = R + \beta (R_m - R),$$

где R – реальная безрисковая ставка, в которой учитывается средняя ожидаемая за срок бизнеса инфляция (определяется по формуле Фишера); β – коэффициент, указывающий на меру относительного систематического риска инвестирования в оцениваемый бизнес по сравнению с риском капиталовложений в любой среднерискованный бизнес; R_m – среднерыночная доходность с рубля инвестиций на фондовом рынке, включающая риски бизнеса; $(R_m - R)$ – рыночная премия инвестора за риск, на который он идет, делая инвестиции в данный бизнес.

Если понимать под рисками бизнеса нестабильность доходов с инвестированных в него средств, то наиболее просто коэффициент β можно рассчитать как отношение меры σ нестабильности дохода с вложенного рубля в оцениваемом бизнесе (в аналогичной по своей отраслевой специализации и размеру открытой компании, публикующей годовые балансовые отчеты) к мере σ_{R_m} нестабильности дохода с рубля, вложенного на всем фондовом рынке.

Показатель R_m может быть измерен следующими способами: 1) средней доходностью корпоративных ценных бумаг на всем отечественном фондовом рынке; 2) средней по разным отраслям годовой рентабельностью операционных издержек (отношением балансовой прибыли к суммарным операционным издержкам), рассчитываемой по данным за последний квартал (год).

Часто базовая формула оценки капитальных активов дополняется еще тремя элементами и выглядит так:

$$i = R + \beta (R_m - R) + \Omega_1 + \Omega_2 + \Omega_3,$$

где Ω_1 – дополнительная премия за риск инвестирования в малый бизнес (с численностью занятых до 200 чел.); Ω_2 – дополнительная премия за риск инвестирования в закрытую компанию; Ω_3 – дополнительная премия за страновой риск (риск ненадежности прав собственности, нестабильности законодательства, экономического спада и др.); применяется только в отношении зарубежных инвесторов.

Метод кумулятивного построения ставки дисконта используется тогда, когда риски бизнеса вызываются прежде всего несистематическими рисками оцениваемого бизнеса. Признаком этого является то, что доходы с бизнеса фактически сильно колеблются ($\sigma > 20\text{--}30\%$), а коэффициент β , характерный для отрасли, в которой специализируется предприятие, незначительно больше или даже меньше единицы, т. е. систематические риски незначительны. Тогда формула определения ставки дисконта, учитывающей риски данного бизнеса, примет следующий вид:

$$i = R + \Omega_1 + \Omega_2 + \Omega_3 + \sum_{j=1}^J g_j \cdot$$

Премии g_j за отдельные указанные несистематические риски бизнеса в промышленно развитых странах, как и премии Ω_1 и Ω_2 , находятся в интервале до 5/6 от реальной безрисковой ставки ссудного процента R , которая присуща стране инвестирования (среднемировая – 6 %).

Среди прочих методов определения ставки дисконта, учитывающей риски бизнеса, можно выделить определение ставки дисконта как величины, обратной среднотраслевому соотношению Цена/Прибыль. Этот метод применяется, если бизнес заключается в выпуске продукции, на которой специализируются несколько открытых компаний с ликвидными или хотя бы регулярно котируемыми акциями. Коэффициент Цена/Прибыль должен стабилизироваться во времени.

Методы капитализации дохода

Капитализация – метод оценки стоимости предприятия по его доходам, полученным за определенный период от использования имущества. *Капитализация дохода* – разница между доходами, которые способно обеспечить данное имущество его владельцу, и его рыночной стоимостью.

1. *Метод капитализации неопределенно-длительного постоянного дохода.* Такая оценка вполне приемлема для определения стоимости привилегированных, с гарантированными постоянными дивидендами акций, срок жизнедеятельности которых не определен:

$$PV_{\text{ост}} = Ц = A_{\text{ср}} / i,$$

где $PV_{\text{ост}}$ – текущая остаточная стоимость бизнеса; $Ц$ – цена предприятия; $A_{\text{ср}}$ – средняя величина ожидаемого денежного потока; i – ставка дисконта, учитывающая риски данного бизнеса.

2. *Модель Гордона.* В случае, когда по долгосрочному бизнесу ожидаемые от него доходы отчетливо переменны, но можно сделать предположение об *условно-постоянном* темпе их дальнейшего роста ($\alpha = \text{const}$), формула для определения $PV_{\text{ост}}$ принимает следующий вид:

$$PV_{\text{ост}} = Ц = A_{\text{нач}} / (i - \alpha),$$

где $A_{\text{нач}}$ – доход от бизнеса, ожидаемый в начальном единичном периоде остаточного периода полезной жизни проекта (бизнеса); α – условно-постоянный темп прироста доходов от бизнеса в указанном остаточном периоде, $\alpha = (A_t - A_{t-1}) / A_{t-1} = \text{const}$.

По модели Гордона можно приблизительно оценить прогнозную рыночную стоимость $Ц_{t \text{ КПП}}$ финансово-кризисного предприятия, какая она будет по состоянию на конец прогнозного периода (КПП) – периода, выделенного на финансовое оздоровление фирмы. По этой стоимости (вероятной стоимости перепродажи) можно ожидать, что предприятие будет перепродано спустя $t_{\text{КПП}}$ лет (кварталов, месяцев) новым владельцам:

$$Ц_{t \text{ КПП}} = A_{t \text{ КПП}} (1 + \alpha) / (i - \alpha).$$

Основные термины и понятия

Систематические и несистематические риски бизнеса. Модель оценки капитальных активов. Капитализация дохода. Модель Гордона.

Контрольные вопросы

Рассчитайте коэффициент β для предприятия «Альфа», если известно, что текущая доходность (в процентах) его акций в предыду-

щие годы составляла: в прошедшем году – 25, год назад – 20, два года назад – 30. Доходность же по представительному для экономики портфелю акций составляла соответственно 20, 18 и 22 %.

Варианты ответов: а) 1,75; б) 1,92; в) 2,0; г) 2,5; д) 3,0; е) ни одно из перечисленных.

6. Рыночный (сравнительный) подход к оценке бизнеса

Методология рыночного подхода сводится к следующему:

– объектом оценки является закрытая компания или формально открытая компания, чьи акции недостаточно ликвидны;

– среди открытых компаний с достаточно ликвидными акциями отыскивается компания-аналог;

– за основу берется рыночная стоимость акций компании-аналога и общее их находящееся в обращении количество;

– с учетом различных корректировок на оцениваемую компанию переносится соотношение между истинной рыночной ценой компании-аналога и объявляемыми финансовыми результатами ее деятельности, а также объявляемой структурой ее капитала, которые служат главным фактором, определяющим мнение фондового рынка о рыночной стоимости компании-аналога;

– указанное соотношение умножается на соответствующие показатели текущих финансовых результатов, а также структуры капитала компании-аналога и оценивается предположительная стоимость рассматриваемой закрытой компании, которая наблюдалась бы на фондовом рынке, если бы ее акции были на этом рынке размещены и достаточно ликвидны.

Рыночный подход к оценке бизнеса реализуется тремя методами оценки.

1. Метод рынка капитала. Алгоритм сводится к следующему.

Шаг 1. Поиск компании-аналога. Осуществляется по следующим основным критериям: а) принадлежность к одной продуктовой группе, к одной отрасли; б) одинаковая или сопоставимая доля в общем стоимостном выпуске продукта; в) размер предприятия; г) структура капитала (доля заемного капитала); д) рынки сбыта и закупок; е) стадия жизненного цикла продукта, на котором специализируются срав-

ниваемые фирмы; ж) степень независимости от финансово-промышленных групп и других корпоративных объединений; з) индивидуальные особенности применяемой системы бухгалтерского учета.

Шаг 2. *Расчет рыночной стоимости компании-аналога.* Определяется путем умножения количества обращающихся на рынке акций на курс акции.

Шаг 3. *Выбор ценового соотношения (мультипликатора), подходящего для оцениваемой компании.* Существуют следующие наиболее распространенные мультипликаторы: Цена/Прибыль, Цена/Прибыль до процентов, Цена/Прибыль до процентов и налогов, Цена/Денежный поток, Цена/Балансовая стоимость компании, (Цена + Заемный капитал) / Прибыль до процентов и налогов и т. д.

Шаг 4. *Расчет оценочной стоимости рассматриваемой компании.* Указанные мультипликаторы сопоставляют показатели, присутствующие компании-аналогу, и применяются в качестве коэффициентов, на которые следует умножить *аналогичный знаменателю используемого мультипликатора* финансовый показатель данной закрытой компании, чтобы рассчитать ее предположительную рыночную стоимость.

Чем больше несовпадений между этими двумя компаниями, тем больше их должно учитываться в соответствующем мультипликаторе. Например, если эти компании не соответствуют друг другу по налоговому статусу (одна компания имеет налоговые льготы, а другая – нет либо информация о ее налоговом статусе недоступна), следует выбирать мультипликатор Цена/Прибыль до налогов. Если цена кредита для этих компаний не является одинаковой, и к тому же они несопоставимы по величине используемого ими заемного капитала, то используют мультипликатор (Цена + Заемный капитал) / Прибыль до процентов. В последнем случае после домножения прибыли оцениваемой компании на этот коэффициент, составленный из показателей компании-аналога, из полученного результата необходимо вычесть величину заемного капитала, используемого оцениваемой закрытой компанией. Это нужно для того, чтобы дать оценку только собственного капитала рассматриваемой компании.

2. Метод сделок. Нацелен на определение стоимости оцениваемой компании в расчете на приобретение крупных ее долей. Другими словами, он дает оценку рассматриваемого предприятия глазами его нового хозяина с учетом «премии за контроль», которая со-

держится в цене одной акции, если она приобретается в составе крупной доли предприятия.

Метод сделок учитывает те сделки с пакетами акций компании-аналога, которые характеризуются как сделки слияния и (или) поглощения. Мультипликаторы, приведенные выше, при применении метода сделок вычисляются на основе цен по отслеживаемым на фондовом рынке сделкам с контрольными или просто крупными пакетами акций.

3. Метод отраслевой специфики. Является такой модификацией метода рынка капитала, в которой ценовым мультипликатором выступает соотношение Цена/Валовой доход или Цена/Выручка, или Цена/Объем реализации.

Название метода показывает, что его применение ограничено специфическими отраслями – теми, в которых действительно наблюдается достаточно надежная корреляция между рыночной стоимостью компаний с ликвидными акциями и объемом реализации ими продукции (их продажами). Такими отраслями являются в основном отрасли топливно-сырьевого комплекса, а также прочие отрасли с ярко выраженным стандартизированным продуктом, где динамика прибылей определяется в первую очередь не обновлением продукта, а успехом в поддержании и расширении доли на рынке.

Во всех указанных методах может использоваться также зарубежная компания-аналог. На мировом рынке найти компанию-полный аналог оцениваемой фирмы гораздо легче, чем на отечественном (выбор больше и мировой фондовый рынок в целом гораздо более развит, чем отечественный). Чем больше совпадение двух компаний, тем меньше корректировок к базовому мультипликатору Цена/Прибыль придется делать.

Для того чтобы провести адекватную оценку с использованием зарубежного аналога, необходимо полученные при использовании методов рынка капитала, сделок и отраслевой специфики результаты домножить на два корректировочных коэффициента:

$$1) k_1 = (\text{Цена/Прибыль})_{\text{нац}} / (\text{Цена/Прибыль})_{\text{зарубеж}};$$

2) $k_2 = (\text{Отн.Рын.Кап.})_{\text{нац}} / (\text{Отн.Рын.Кап.})_{\text{зарубеж}}$, где Отн.Рын.Кап. – относительная рыночная капитализация, которая представляет собой отношение суммарной рыночной стоимости всех обыкновенных

акций открытых компаний соответствующей страны к балансовой стоимости всех их *чистых* (за вычетом заемного капитала) активов:

$$\text{Отн.Рын.Кап.} = \frac{\sum_{j=1}^m (P_{a j} N_{\text{обр } j})}{\sum_{j=1}^m (\text{Акт } j \text{ ЗК } j)}$$

Основные термины и понятия

Ценовой мультипликатор. Метод рынка капитала. Метод сделок. Относительная рыночная капитализация. Компания-аналог.

Контрольные вопросы

1. Верно ли то, что рыночный подход к оценке бизнеса адекватен оценке предприятия как действующего?
2. Какой мультипликатор следует выбирать для оценки стоимости данной закрытой компании, если ближайший к ней аналог не сопоставим с ней по стоимости используемого кредита?
3. Как рассчитывается цена компании-аналога, определяемая фондовым рынком?
4. Выберите правильный ответ. Применение зарубежного аналога в методах рынка капитала, сделок и отраслевой специфики учитывает:
 - а) индивидуальные предпочтения к рискам зарубежных инвесторов;
 - б) отношение среднемирового инвестора к инвестиционным рискам страны оцениваемой компании;
 - в) наличие инвестиционных ресурсов в стране оцениваемой фирмы по сравнению со страной компании-аналога.

7. Имущественный (затратный) подход к оценке бизнеса

Имущественный подход к оценке бизнеса реализуется применением *метода накопления активов*, который имеет две модификации. Первая модификация рассчитана на определение стоимости фирмы, в которой будет ликвидироваться ее бизнес, или собственно ликвидационной стоимости этой фирмы с распродажей ее имущественного

комплекса. Вторая модификация предназначена для оценки стоимости фирмы как действующего предприятия. Эта модификация имеет отношение к фирмам, владеющим такими активами, которые не продать, но ценность которых определяет стоимость данных компаний как действующих. К подобным компаниям относятся компании, владеющие финансовыми активами (финансовые компании), и промышленные фирмы, обладающие особо ценными нематериальными активами, дающими им весомые конкурентные преимущества.

Метод накопления активов в большей мере адекватен оценке предприятия как ликвидируемого, так как только в этом случае для перекупающего предприятие инвестора отдача от вложенных в приобретенное предприятие средств примет форму выручки, получаемой в результате продажи оцениваемых активов.

Все активы предприятия делятся на материальные и нематериальные.

В свою очередь, **материальные активы** подразделяются, на реальные и финансовые.

Определение рыночной стоимости реальных активов предприятия должно проводиться с учетом их износа: физического, экономического, технологического и функционального.

Физический износ должен учитываться скидкой с первоначальной балансовой стоимости актива, которая устанавливается исходя из соотношения фактического срока службы и расчетного (паспортного) срока службы до капитального ремонта.

Экономический износ учитывается степенью удешевления ближайшего аналога рассматриваемого актива, которая определяется: 1) удешевлением аналога в результате возможного увеличения его предложения за прошедший период со времени покупки актива предприятием по сравнению со спросом; 2) накопившейся за указанное время общей инфляцией; 3) уменьшением переносимого в рыночной экономике на покупателя НДС товаров типа оцениваемого актива.

Технологический износ учитывается скидкой с фактической цены приобретения морально устаревшего актива, которая исчисляется на основе соотнесения удельной цены (отношения цены к качеству актива) появившегося на рынке более технологически прогрессивного аналога с удельной ценой оцениваемого актива. При этом чем ни-

же удельная цена аналога по сравнению с этим активом, тем пропорционально больше данная скидка.

Функциональный износ измеряется скидкой с первоначальной балансовой стоимости актива, которая может быть определена на основе капитализированной стоимости дополнительных затрат на эксплуатацию и техническое обслуживание имущества длительного пользования, вызванных конструктивной (проектной) недоработанностью приобретавшегося предприятием в свое время рассматриваемого инвестиционного товара.

Рыночную стоимость **финансовых активов** предприятия определяют:

– по ценным бумагам, которые размещены на фондовом рынке и достаточно ликвидны (просто берут их рыночную цену);

– для оценки недостаточно ликвидных ценных бумаг с фиксированными доходами, а также определения рыночной ценности банковских депозитов (применяют метод дисконтированного денежного потока);

– для оценки пакетов акций, которые предприятие может иметь в других предприятиях [любым адекватным методом оценки бизнеса устанавливают рыночную стоимость всех 100 % обыкновенных акций фирм-объектов капиталовложения и с учетом соответствующих скидок и премий (см. тему 8) пропорционально доле пакета в 100 % акций этих фирм уменьшают полученную величину].

Наибольшую трудность в практическом использовании метода накопления активов представляет оценка **нематериальных активов** (НМА) предприятия. Появление на предприятии любого НМА стоит фирме совершенно определенных затрат, например расходов на разработку ноу-хау, приобретение лицензий и т. п. Эти затраты являются амортизируемой балансовой стоимостью НМА. Однако, поскольку они не имеют прямого отношения к оценке рыночной стоимости НМА, их рыночная стоимость может существенно отличаться от балансовой стоимости. В интересах оценки бизнеса необходимо оценить рыночную стоимость всей совокупности НМА предприятия, которая в терминологии оценки бизнеса называется *гудвиллом* (от англ. *good will*).

Идея оценки рыночной стоимости гудвила предприятия состоит в том, чтобы выявить ту часть регулярно получаемых прибылей (избыточных прибылей), которая не может быть объяснена наличием

у предприятия оцененных по рыночной стоимости материальных активов, и капитализировать их, оценивая таким образом капитал, воплощенный в НМА и как бы порождающий поток доходов в виде указанной части прибыли.

Таким образом, ключевым для определения рыночной стоимости гудвила является *метод избыточных прибылей*. Его алгоритм сводится к следующему.

Шаг 1. По отрасли, к которой относится рассматриваемое предприятие, за несколько предшествующих периодов вычисляется (на основании данных публикуемых финансовых отчетов открытых компаний-конкурентов) показатель *съема прибылей с чистых материальных активов* $k_{отр}$, соотносящий чистые прибыли предприятий отрасли с их чистыми материальными активами (ЧМА) или с балансовой стоимостью их собственного капитала, определенной без учета отражаемых в бухгалтерских балансах отрасли НМА:

$$k_{отр} = \Pi / \text{ЧМА} = \Pi / \text{СК}_{\text{мат}}.$$

Шаг 2. Если предприятия, по которым исчислен $k_{отр}$, действительно относятся к той же отрасли, что и рассматриваемая фирма, то вполне правомочно перенести этот коэффициент на рассматриваемое предприятие. В результате в расчете на имеющиеся у данного предприятия чистые материальные активы, отраженные по их рыночной стоимости ($\text{ЧМА}_{ок}^*$), можно получить оценку того размера прибылей, который следовало бы регулярно ожидать на этом предприятии без учета влияния его НМА:

$$\Pi_{ож} = \text{ЧМА}_{ок}^* k_{отр}.$$

Шаг 3. Разница между фактическими регулярно получаемыми прибылями предприятия и прибылями, которые можно было бы ожидать только в результате использования чистых материальных активов предприятия, называется *избыточной прибылью*:

$$\Pi_{изб} = \Pi_{ок} - \Pi_{ож}.$$

Шаг 4. Допуская, что наблюдаемые $\Pi_{изб}$ при выпуске данной продукции будут иметь место и в дальнейшем в течение неопределенно длительного периода времени, можно получить оценку рыноч-

ной стоимости капитала, воплощенного в порождающих выявленный поток НМА:

$$\text{НМА}^* = \Pi_{\text{изб}} / i,$$

где i – ставка дисконта, учитывающая риски бизнеса.

Согласно методу накопления активов, оценка рыночной стоимости собственного капитала предприятия (СК^*) в наиболее простом виде представляет собой следующую величину:

$$\text{СК}^* = \sum_{j=1}^M \text{Акт}_j - \text{ЗК},$$

где ЗК – заемный капитал.

Однако такой способ оценки соответствует только тому случаю, когда цель оценки состоит в определении стоимости предприятия как ликвидируемого. Если же цель оценки состоит в определении стоимости предприятия как действующего, то надо принимать во внимание его будущие доходы и расходы на обслуживание долга. Поэтому величины кредиторской и дебиторской задолженности необходимо будет еще продисконтировать.

Основные термины и понятия

Реальные активы. Финансовые активы. Физический, экономический, технологический и функциональный износ. Метод избыточных прибылей. Гудвил.

Контрольные вопросы

1. Почему имущественный подход к оценке бизнеса имеет еще одно название – затратный?
2. Чем в первую очередь можно объяснить отрицательную величину избыточных прибылей при оценке НМА предприятия методом избыточных прибылей?
 - А. Отрицательным гудвилем предприятия.
 - Б. Завышением стоимости материальных активов предприятия.
 - В. Ничем из перечисленного.

3. В чем разница между оценкой ликвидационной стоимости закрытой компании и оценкой ее стоимости при условии ликвидации бизнеса фирмы?

4. Может ли быть рыночная оценка стоимости кредиторской задолженности выше величины этой задолженности по балансу предприятия?

5. Проанализируйте, какие виды износа более всего характерны для НМА?

8. Оценка долевых частей в компании

Инвестор предприятия совсем не обязательно будет заинтересован в оценке текущей или прогнозной рыночной стоимости предприятия в целом. Он может приобретать не все 100 % акций (паев) предприятия, а лишь конкретный пакет его акций (пай), рассчитывая перепродать этот пакет по интересующей его прогнозной рыночной стоимости.

Основополагающим принципом оценки пакетов акций является необходимость предварительной оценки рыночной стоимости рассматриваемой компании в целом (100 % ее обыкновенных акций).

Оценка конкретного пакета акций компании, по которой предварительно определена ее обоснованная рыночная стоимость, осуществляется согласно следующему алгоритму.

Шаг 1. Оценочная стоимость предприятия в целом уменьшается пропорционально доле d рассматриваемого пакета акций в 100 % обыкновенных акций фирмы:

$$V_{\text{пак}} = CK^* d.$$

Шаг 2. Внесение в показатель $V_{\text{пак}}$ поправки с учетом степени контроля над компанией, которую способно дать инвестору приобретение пакета ее акций размером d .

Шаг 3. Корректировка стоимости пакета акций (доли) предприятия в зависимости от факта ликвидности или неликвидности акций (долей) оцениваемой компании.

Шаг 4. Когда акции оцениваемой компании неликвидны, осуществляют скидки с результата предыдущих корректировок показателя $V_{\text{пак}}$, если акции оцениваемой компании при этом еще и не размещены на фондовом рынке.

Надбавки к цене за приобретаемый контроль следует вводить по той причине, что инвестор, покупающий *контроль над предприятием*, будет впоследствии в состоянии использовать любой из существующих каналов доступа к капиталу, вложенному в предприятие, и к доходам, заработанным предприятием с этого капитала. Он может не только получать дивиденды и перепродавать с рыночным выигрышем свои ликвидные акции на фондовом рынке, но и, кроме того:

- использовать свое влияние для трансфертных сделок предприятия (не по рыночным ценам, а существенно ниже) в пользу аффилированных с ним лиц;

- завышать свою собственную заработную плату, получаемую от предприятия, если имеется в виду прямой либо косвенный частный инвестор, который одновременно выступает менеджером или иным прочим наемным работником предприятия;

- получить в удобный для себя момент свободный от долгов остаток имущества предприятия при добровольной ликвидации предприятия по настоянию контролирующего его инвестора;

- решать вопросы продажи в нужное время либо сдачи в аренду нефункционирующих активов предприятия, количество которых, пользуясь своим влиянием, контролирующей фирму инвестор способен произвольно увеличивать, сокращая объем операций предприятия.

Надбавка к цене приобретаемого контрольного пакета акций (так называемая *премия за контроль*) применяется тогда, когда рыночная стоимость всего предприятия рассчитана с использованием метода рынка капитала (рыночный подход к оценке бизнеса), ориентированного на куплю-продажу мелких пакетов. Если же стоимость предприятия на предварительном этапе была определена с использованием методов дисконтированного денежного потока (доходный подход), сделок (рыночный подход) и накопления активов (имущественный подход), каждый из которых ориентирован на приобретение контрольных или, как минимум, крупных пакетов, то премии за контроль не требуется, поскольку она уже учтена в величине стоимости компании, рассчитанной одним из этих методов. В этом случае достаточно рассчитать долю пакета в общей стоимости компании.

Премия за контроль может достигать, по разным оценкам, 30–40 % от оценочного значения СК*, получаемого методом рынка капитала.

Если при расчете стоимости компании первоначально применялись методы, рассчитанные на приобретение крупных пакетов, а речь идет о приобретении мелкого (миноритарного) пакета, то необходимо делать *скидку за неконтрольный характер* рассматриваемого пакета (20–25 % предварительной оценки стоимости предприятия). Эта скидка не применяется, если стоимость компании рассчитана методом рынка капитала, изначально учитывающего продажу мелких (неконтрольных) пакетов (долей) в компании.

Фактор учета *ликвидности акций* оцениваемой компании существен лишь для того инвестора, который не приобретает контроля над предприятием. Ему важно сохранить возможность извлечь из предприятия свои средства в тот момент, когда ему это удобно. Поэтому, если оценивается неконтрольный пакет акций (доля меньшинства), а акции предприятия неликвидны (доля в предприятии свободно не реализуема), то со стоимости этого пакета необходимо произвести скидку за недостаток ликвидности акций. Обычно эта скидка составляет порядка 30 %.

Оценивая же крупный пакет, обеспечивающий контроль над предприятием, фактором ликвидности можно вообще пренебречь, так как контролирующей компанию инвестор, естественно, не заинтересован продавать свой пакет, поскольку тот обеспечивает ему возможность по-иному, в случае необходимости, извлечь свои средства.

При оценке стоимости приобретаемого пакета может дополнительно учитываться *скидка за неразмещенность акций* компании на рынке. Размер ее определяется на основе статистики издержек по размещению на фондовом рынке акций сходных по размеру компаний той же отрасли, что и рассматриваемая фирма, т. е. издержек по регистрации акций для обращения, по включению в листинг фондовых бирж, по найму постоянных брокеров и пр. Ориентировочно размер указанной скидки может составлять до 15 % стоимости акций, ранее уже скорректированной с учетом факторов степени обеспечиваемого пакетом акций контроля над бизнесом, а также степени ликвидности акций. Если информации о размещенности или неразмещенности акций на рынке нет, то при расчете скидки на всякий случай учитывают.

Рассмотрим небольшой **пример расчета стоимости пакета акций**. Допустим, что приобретается 5 %-й пакет акций ЗАО, акции которого уже обращаются на рынке. Стоимость этого ЗАО рассчитана методом дисконтированного денежного потока и составляет 50 млн руб. Скидка за недостаток контроля $C_k - 25\%$; премия за приобретаемый контроль $\Pi - 40\%$; скидка за недостаток ликвидности $C_l - 30\%$; скидка, основанная на издержках по размещению акций на рынке $C_p, - 15\%$.

Решение. Сначала рассчитаем стоимость 5 %-й доли акций в 100 % акций предприятия: $50 \text{ млн} \cdot 0,05 = 2,5 \text{ млн руб.}$

Метод дисконтированного денежного потока, так же как и методы сделок и накопления активов, ориентирован на приобретение крупных пакетов, а следовательно, неадекватен оценке предприятия в расчете на владение мелким пакетом его акций, поэтому мы должны применить C_k . Поскольку компания является закрытым АО, то это предполагает, что ее акции не являются ликвидными, поэтому нам также потребуются C_l . А вот скидка C_p уже не нужна, поскольку акции обращаются на рынке, а следовательно, размещены на нем.

Таким образом, стоимость данного пакета составит

$$2\,500\,000 (1 - 0,25) (1 - 0,30) = 1\,312\,500 \text{ руб.}$$

Основные термины и понятия

Ликвидность акций компании. Премия за контроль. Скидки за недостаток контроля, ликвидности и за неразмещенность акций.

Контрольные вопросы

1. Какие скидки (премии) нужно применять при расчете стоимости пакета величиной в 45 % в обществе с ограниченной ответственностью (ООО), стоимость которого определена методом рынка капитала и акции которого не размещены на рынке?

2. С учетом каких скидок (премий) необходимо рассчитывать стоимость пакета величиной в 1 % в открытом АО (ОАО), если стоимость того определена с помощью метода сделок, а акции уже 2 года обращаются на фондовой бирже?

3. Выберите правильные ответы. Оценка неконтрольного пакета акций закрытой компании может быть произведена умножением на относительный удельный вес этого пакета в обоснованной рыночной стоимости предприятия, которая получена:

- а) методом рынка капитала;
- б) методом дисконтированного денежного потока с вычитанием скидки за недостаток ликвидности акций;
- в) методом рынка капитала с вычитанием скидки, основанной на издержках размещения акций на рынке, а также скидки за недостаточную ликвидность акций;
- г) методом сделок с вычитанием скидки за недостаток приобретаемого контроля;
- д) методом накопления активов с вычитанием скидки, основанной на издержках размещения акций на рынке;
- е) методом накопления активов с вычитанием скидок за недостаток приобретаемого контроля, за недостаток ликвидности, а также скидки, основанной на издержках размещения акций на фондовом рынке.

9. Управление активами инвестиционных компаний

Ранее (см. тему 2) подчеркивалось, что концепция управления стоимостью предприятия опирается на особую роль в нем инноваций и капиталовложений в инновационные проекты. Рыночная стоимость фирм, которые ведут такие проекты, способна существенно подняться, что отвечает интересам их владельцев. В современной экономике большую часть акций подобных фирм покупают специализированные компании, относящиеся к разряду *инвестиционных*.

Интересы развития фирм, осуществляющих инновационные проекты, тесно связаны с тем, насколько будут удовлетворены приобретением их акций такие инвестиционные компании. Слишком длительные по времени потери инвестиционных компаний при покупке акций фирм-инноваторов могут произойти, если сама инвестиционная компания нарушит некоторые рассматриваемые ниже правила финансово-корректного анализа того, по какой максимально приемлемой для себя цене она может позволить себе приобретать

крупные пакеты акций фирм-инноваторов. Покупая эти акции по более высокой цене, инвестиционные компании вызовут недовольство своих акционеров из-за того, что акции последних могут *«разводниться»*, т. е. начать приносить более низкие дивиденды. Именно тогда ради скорейшего вывода ошибочно вложенных средств из фирм-инноваторов менеджеры инвестиционных компаний и пойдут на действия, которые разрушат перспективы роста стоимости предприятий, куда они поместили доверенные им фонды.

Такой ситуации можно избежать, четко просчитав некий порог стоимости, выше которого акции компании-инноватора для инвестиционной компании приобретать будет рискованно из-за возможного разводнения ее собственных акций. При этом необходимо учитывать и перспективы роста компании-инноватора, поскольку ожидаемая отдача от реализуемого ею инновационного проекта может быть столь высока, что не только покроет все издержки по приобретению ее акций, но и будет способна многократно повысить стоимость компании-приобретателя ее акций.

Особый интерес представляет оценка компаний, в которых намечается приобрести очень крупные (контрольные) пакеты акций для установления действительно 100 %-го контроля над ними. Такое приобретение называется *поглощением компании*. При этом поглощаемая компания может быть:

- закрытой (тогда для оценки ее стоимости необходимо применение всех доступных методов оценки бизнеса);
- открытой с хотя бы регулярно котируемыми акциями, по которым *уже проявился тренд роста их рыночной стоимости*;
- открытой с хотя бы регулярно котируемыми акциями, по которым *тренд роста их рыночной стоимости не проявился, но ее акции фондовым рынком временно недооцениваются*.

Наиболее интересна и наиболее потенциально выгодна для компании-покупателя последняя ситуация. На практике она очень часто возникает из-за малой степени «информационной прозрачности» компаний, чьи акции размещены на фондовом рынке, особенно на внебиржевом.

Как уже отмечалось, у акционеров поглощающей компании может создаться ложное впечатление об уменьшении для них прибылей, подлежащих распределению в виде дивидендов, когда, по сути,

на деньги акционеров этой компании приобретаются акции временно недооцененной рынком поглощаемой фирмы. Однако этот эффект «разводнения акций» лишь временный. Акции фирмы-объекта инвестиций дорожают после подтверждения рынком ранее не принимавшегося во внимание только наметившегося роста прибылей, и стоимость компании-инвестора не только не снижается, но и растет.

Для оценки стоимости поглощаемой компании-инноватора относительно ожидаемого темпа роста ее прибылей в результате осуществления инновационного проекта в расчет вводится коэффициент Цена/Прибыль. На момент оценки этот коэффициент у поглощающей компании, как правило, больше, чем у поглощаемой. Однако, с учетом среднегодовых темпов роста прибылей (денежных потоков) α , которые у поглощаемой компании могут быть многократно выше, чем у поглощающей ее инвестиционной компании, можно рассчитывать на то, что в будущем это соотношение существенно поменяется в пользу компании-инноватора.

Идея расчета целесообразности поглощения этой компании состоит в том, чтобы определить, во сколько раз (по максимуму) должно быть меньше соотношение Цена/Прибыль у поглощаемой компании, чем у поглощающей, т. е. найти так называемую «величину Z ».

Искомую величину можно оценить, опираясь на рассмотренную ранее модель Гордона (см. тему 5). Эта модель предусматривает, что рыночная стоимость предприятия (или одной его акции) допустимо представлять как функцию от доходов, зарабатываемых им в начальный период остаточного срока жизни бизнеса $D_{нач}$, прогнозируемого среднего за период темпа их роста α , а также ставки дисконта i , учитывающей риски данного бизнеса:

$$PV_{ост} = D_{нач} / (i - \alpha).$$

Условием допустимости для поглощающей компании приобрести контрольный пакет поглощаемого предприятия с меньшим уровнем соотношения Цена/Прибыль должно быть следующее. Как минимум, должно обеспечиваться равенство будущих оценочных рыночных стоимостей акций поглощающей x и поглощаемой y компаний:

$$D_{0,x} = D_{0,y} \text{ или } PV_{ост,x} / n_x = PV_{ост,y} / n_y,$$

где D_0 – доход на акцию; n – количество акций компании.

Применяя модель Гордона, указанное равенство можно расписать следующим образом:

$$(D_{\text{нач } x} / n_x) / (i_x - \alpha_x) = (D_{\text{нач } y} / n_y) / (i_y - \alpha_y).$$

Искомое соотношение Z может быть найдено из следующих равенств:

$$D_{\text{нач } x} = D_{0x} (1 + \alpha_x) n_x \quad \text{и} \quad D_{\text{нач } y} = D_{0y} (1 + \alpha_y) n_y.$$

Находим соотношение Z :

$$Z = (PV_{\text{ост } y} / n_y) / (PV_{\text{ост } x} / n_x) = \frac{D_{0y} (1 + \alpha_y) / (i_y - \alpha_y)}{D_{0x} (1 + \alpha_x) / (i_x - \alpha_x)}.$$

В упрощенном варианте ставки дисконта i_x и i_y могут быть оценены как обратные величины наблюдаемым в отчетном периоде по поглощающей и поглощаемой компаниям соотношениям Цена/Прибыль:

$$i_x = 1/(\text{Цена/Прибыль})_x; \quad i_y = 1/(\text{Цена/Прибыль})_y.$$

Основные термины и понятия

Поглощение компании. «Разводнение» акций поглощающей компании.

Контрольные вопросы

Выберите правильные варианты.

1. В каких из нижеперечисленных случаев возможно действительное «разводнение» акций фирмы после приобретения крупного пакета акций другой компании, по которой отношение Цена/Прибыль относительно ниже?

А. Слияние на конкурентных фондовых рынках компаний, принадлежащих к отраслям, которые не являются друг для друга поставщиками покупных ресурсов.

Б. То же, но применительно к компаниям-смежникам.

В. Поглощение недооцененного промышленного предприятия (ОАО) инвестиционной компанией.

Г. Слияние промышленной компании с предприятием, не являющимся производителем ни покупных для нее ресурсов, ни комплектных товаров или услуг, но сильно зависящим от получения заказов от некоего монополиста.

2. В каких из нижеперечисленных ситуаций уменьшатся прибыли, приходящиеся на одну акцию поглощающей компании?

А. Приобретается крупный пакет акций предприятия, имеющего на момент поглощения коэффициент Цена/Прибыль выше, чем аналогичный коэффициент по поглощающей компании, и осваивающего новый высокорентабельный продукт.

Б. Приобретается крупный пакет акций предприятия, имеющего на момент поглощения коэффициент Цена/Прибыль в три раза ниже, чем аналогичный коэффициент по поглощающей компании, но осваивающего новый высокорентабельный продукт, для освоения которого поглощающая компания не имеет необходимых нематериальных активов.

В. Приобретается крупный пакет акций предприятия, имеющего на момент поглощения коэффициент Цена/Прибыль ниже, чем аналогичный коэффициент по поглощающей компании, но являющегося также для поглощающей фирмы монопольным поставщиком критичного (стратегически важного) покупного ресурса.

3. Финансово грамотное поглощение компаний в целях получения растущих доходов с их акций предполагает обоснованный прогноз на скорейшее выравнивание:

- а) стоимости акций поглощающей и поглощаемой компаний;
- б) фактически заработанных чистых прибылей, приходящихся на одну обыкновенную акцию указанных фирм;
- в) чистых прибылей в расчете на рубль рыночной или оценочной рыночной стоимости их обыкновенных акций.

10. Мониторинг за изменением стоимости компании в результате осуществления инновационного проекта

Наблюдение (мониторинг) за стоимостью компании может быть двух видов:

1) мониторинг за изменением стоимости предприятия в связи с осуществлением фирмой инвестиционных (инновационных) проек-

тов как средство управления ими с целью своевременно вносить коррективы в бизнес-планы этих проектов;

– мониторинг за общей стоимостью компании как часть управления фирмой в целом.

При управлении продуктовыми и процессными инновациями предприятия зачастую важным оказывается просто с надежностью следить за тем, чтобы дальнейшее продвижение по стадиям соответствующего инновационного проекта продолжало повышать оценочную рыночную стоимость фирмы. Если же подобный мониторинг укажет, что оценочная рыночная стоимость компании в результате осуществления проекта начнет понижаться, то следует незамедлительно внести коррективы в бизнес-план проекта. Например, могут быть изменены плановые объемы производства и продаж, технические требования к качеству и отдельным потребительским параметрам осваиваемой продукции.

Для проведения указанного мониторинга необходимо совместить два подхода к оценке влияния технологических и организационных инноваций на изменение стоимости начинающего инновационный проект предприятия: подход, основанный на методе дисконтированного денежного потока, и подход, базирующийся на выявлении эффекта роста стоимости накапливаемых предприятием активов. Это делает возможным проводить анализ с использованием так называемого Q -фактора, предложенного Джеймсом Тобином.

Указанный анализ предполагает постоянное отслеживание в процессе осуществления инновационного проекта двух важнейших параметров:

– Q -фактора – соотношения между оценочной рыночной стоимостью активов выполняющей проект фирмы и их *восстановительной стоимостью*, которая представляет собой гипотетические затраты на создание рассматриваемого имущества (с учетом его износа) в настоящий момент времени при сегодняшних ценах на все необходимые покупные ресурсы. Иными словами, этот показатель отражает, насколько выполнение проекта повышает стоимость активов фирмы по сравнению с их воспроизведением в условиях отсутствия проектов;

– Δ -разницы – разности между отражающей риски проекта ставкой дисконта i и средневзвешенной стоимостью капитала ($WACC$)

предприятия, реализующего данный проект, т. е. между нормой дохода и затратами на проект (его капиталоемкостью).

Во втором случае в качестве нормы дисконта i чаще всего используется более точный показатель – *внутренняя норма рентабельности проекта* (*Internal Rate of Return, IRR*). Она представляет собой *предельную* рыночную ставку ссудного процента (норму дохода) по альтернативе вложения средств, при которой данный проект еще имеет смысл осуществлять, так как он пока еще не менее рентабелен, чем эта альтернатива (при $IRR = NPV$ (чистая текущая стоимость) проекта = 0).

Граничными значениями для рассмотренных параметров служат: для Q -фактора – 1, для Δ -разницы – 0.

Иначе говоря, когда оценочная рыночная стоимость изменившихся в результате осуществления проектов активов фирмы превышает их восстановительную стоимость ($Q > 1$) и когда ставка дисконта i или внутренняя норма рентабельности проекта IRR превышают средневзвешенную стоимость капитала $WACC$ фирмы ($\Delta > 0$), тогда инновационный проект действительно увеличивает стоимость предприятия. Если оба параметра имеют отличные от указанных значения, то нужно вносить существенные коррективы в бизнес-план проекта либо вообще свертывать данный проект.

Однако бывают случаи, когда негативное значение имеет только один из параметров, в то время как другой укладывается в оптимальный интервал. В этих случаях рассматриваемый проект необходимо поставить на особый контроль, т. е. сделать повторение анализа более частым во времени.

Второй вид мониторинга требует, во-первых, хотя бы приблизительного определения абсолютной величины рыночной стоимости компании, которая была бы подтверждена фондовым рынком, если бы о состоянии всех проектов компании уже сейчас была опубликована исчерпывающая информация. Во-вторых, оценка указанной величины должна быть увязана с обычными показателями финансового менеджмента и бухгалтерского учета, чтобы цели максимизации оценочной рыночной стоимости компании можно было трансформировать в текущие и будущие контрольные цифры – ориентиры для финансового менеджмента. Таким образом, мониторинг за оценочной

рыночной стоимостью компании не что иное, как специфический метод финансового менеджмента.

Ключевой элемент такого метода – представление о факторе изменения стоимости и *продолжающейся стоимости* компании. Согласно этому представлению, оценочная стоимость Ц фирмы как бы распадается на две части:

– ценность Ц₁ компании, установленная на базе текущей стоимости денежных потоков, ожидаемых в пределах некоего фиксированного прогнозного периода;

– добавка Ц₂ к этой ценности, равная текущей стоимости того увеличения в рыночной капитализации компании, которого можно достичь к концу прогнозного периода, если к этому времени удастся выйти на стабильный рост денежных потоков по начатым или начинаемым фирмой инвестиционным (инновационным) проектам. Следовательно,

$$Ц = Ц_1 + Ц_2 = (PV_{\text{ост}})_1 + PV [(PV_{\text{ост}})_2],$$

где $PV[(PV_{\text{ост}})_2]$ – текущий эквивалент ожидаемой к концу прогнозного периода остаточной текущей стоимости новых бизнесов фирмы,

$$(PV_{\text{ост}})_2 = (CF_{\text{бд}})_n (1 + g) / (WACC - g),$$

где $(CF_{\text{бд}})_n$ – бездолговой денежный поток, прогнозируемый по новым проектам фирмы на будущий момент n , т. е. на конец прогнозного периода длительностью в n лет (месяцев), который одновременно служит остаточным сроком бизнеса для ранее осуществлявшегося бизнеса компании; g – долгосрочный темп прироста продаж S по новому бизнесу фирмы,

$$g = (S_t - S_{t-1}) / S_{t-1}.$$

Основные термины и понятия

Восстановительная стоимость активов. Внутренняя норма рентабельности. Средневзвешенная стоимость капитала.

Контрольные вопросы

1. Почему показатель *IRR* является более предпочтительным при расчете Δ -разницы, чем ставка дисконта i ?

2. Что важнее для роста стоимости осуществляющего инновационный проект предприятия?

А. Сохранение превышения рыночной стоимости созданных по проекту активов над их восстановительной стоимостью.

Б. Превышение рыночной стоимости созданных по проекту активов над их остаточной стоимостью.

В. Непревышение средневзвешенной стоимостью капитала предприятия, которая изменяется из-за привлечения необходимых для проекта дополнительных кредитных ресурсов, нормы дохода (ставки дисконта) по проекту.

Г. Повышение ликвидности его акций на фондовом рынке.

3. Дайте правильный ответ. Открытые компании, осуществляющие инновационные проекты, иногда бывают фондовым рынком недооценены либо переоценены, потому что:

а) фондовый рынок не предназначен для объективной оценки таких компаний;

б) участники фондового рынка недостаточно информированы о готовящихся инновациях;

в) осуществляющие инновации компании не выполняют законных требований о публикации информации по инновационным проектам.

4. Что понимается в продолжающейся стоимости компании под увеличением рыночной капитализации фирмы?

11. Пути реорганизации компании, ориентированные на повышение ее рыночной стоимости

Реорганизация компании подразумевает, как правило, смену ее организационной формы. Это понятие является составляющей более широкого понятия «*реструктуризация*», которое касается не только организационной формы компании, но и структуры ее активов и пассивов.

В контексте данного курса различные схемы реорганизации и реструктуризации компании могут рассматриваться как: а) специ-

фические *аллокационные инновации* (новшества в распределении (размещении) всех ресурсов фирмы или, другими словами, перераспределение средств предприятия (пассивов) между различными видами его имущества (активами)); б) способ повышения рыночной стоимости компании.

Реструктуризация компании в форме ее реорганизации и реструктуризации активов и пассивов дает возможность фирме приступить к необходимым ей инновационным проектам в лучших условиях, чем это было до реструктуризации. Собственно реструктуризация нацелена: 1) на повышение общей инвестиционной привлекательности компании в целом или ее создаваемых дочерних компаний; 2) на создание механизмов (каналов) инвестирования непосредственно в те инвестиционные проекты, по поводу которых у компании есть конкурентные преимущества; 3) на ликвидацию организационных препятствий эффективному управлению конкретными потенциально эффективными инновационными проектами; 4) на обеспечение в интересах снижения операционных издержек и потребности в капиталовложениях в проекты необходимой меры вертикальной интегрированности выпуска продукции по указанным инновационным проектам.

Реструктуризация компании только тогда успешна, когда она повышает рыночную или оценочную рыночную стоимость реструктурируемой фирмы.

По влиянию реорганизации фирмы на повышение ее рыночной стоимости можно выделить несколько путей реорганизации: 1) дробление предприятия; 2) слияние; 3) поглощение; 4) банкротство.

Дробление предприятия сводится к выделению из его состава в качестве подконтрольных, но оперативно самостоятельных юридических лиц – бывших подразделений и (или) структурных единиц, которые до сих пор специализировались на определенных продуктах, т. е. имели предметную специализацию. Подобное выделение осуществляется посредством учреждения соответствующих дочерних АО на базе имущества, которым пользовались бывшие предметно-специализированные цеха, участки или отделы (лаборатории). Это делается путем:

– передачи упомянутого имущества в соответствии с его текущим стоимостным эквивалентом в уставный фонд учреждаемой

фирмы (покупки за рыночную стоимость данного имущества некоторого пакета акций учреждаемого АО);

– предоставления дочерней фирме указанного имущества в продлеваемую долгосрочную аренду, плата за которую в действительности взиматься не будет;

– приобретения относительно небольшой части акций (паев) учреждаемого (оформляемого как самостоятельное) дочернего предприятия за «живые» деньги путем внесения в его уставный фонд безналичных либо наличных денежных фондов.

Экономический смысл дробления сводится: а) к целесообразности выделения из состава материнской фирмы убыточных подразделений в целях осуществления процедуры их банкротства. Тогда эта процедура лишь в ограниченной мере затронет имущество материнской фирмы; б) к не меньшей целесообразности выделения в отдельные «дивизионы» (*spin-offs*) перспективных подразделений, разрабатывающих новые коммерчески успешные продукты. Тогда заинтересованные в реализации осуществляемых ими проектов инвесторы смогут иметь больше гарантий того, что вложенные ими в эти проекты средства не будут распределены в материнской многопродуктовой фирме по множеству не интересующих данных инвесторов проектов.

При дроблении фирмы важно обеспечить, чтобы поставки внутри раздробленной ранее единой корпорации оставались более качественными и дешевыми, чем поставки от специализированных производителей вне этой корпорации.

Разделение баланса материнской компании при выделении дочерних предприятий должно происходить так, чтобы после этого выделения соотношение между собственным и заемным капиталом как в материнской компании, так и в ее дочерних фирмах было одинаковым и равным тому, которое было в материнском предприятии до выделения из него дочерних фирм. При этом должны соблюдаться следующие условия:

а) доля передаваемой дочерней фирме кредиторской задолженности в общей кредиторской задолженности материнской компании должна равняться доле остаточной балансовой стоимости передаваемого дочерней фирме имущества в общей балансовой стоимости активов материнской компании;

б) то же касается и просроченной кредиторской задолженности.

Если указанные условия не будут соблюдаться, то всегда сохраняется вероятность того, что кто-либо из наблюдающих за предприятием-должником кредиторов, кому имеется просроченная задолженность и чьи интересы могут быть нарушены вследствие сокращения потенциальной конкурсной массы, остановит весь основанный на разделении компании процесс реорганизации предприятия, направив в суд иск с требованием признать рассматриваемое предприятие банкротом на основании факта просрочки ему платежей на сумму более 500 МРОТ на срок более трех месяцев (по ФЗ «О банкротстве»).

Слияние предприятия с другими фирмами как способ финансового оздоровления и повышения его стоимости достаточно просто: сливаться надо с финансово здоровыми компаниями. При этом *простым слиянием* считается приобретение одной фирмой акций другой компании в таком количестве, которое не дало бы покупателю акций контроля над предприятием, но обеспечило бы степень влияния, достаточную для того, чтобы, с одной стороны, заинтересовать в максимизации прибыли предмета покупки, а с другой стороны, получить существенное влияние на его менеджмент. Сливающиеся фирмы при этом остаются юридически самостоятельными компаниями с отдельными и не консолидируемыми друг в друга балансами.

Часто происходит так, что компании вынуждены сливаться:

– для совместной защиты принадлежащих им долей рынка, так как на рынке, где они продают свою продукцию, появляется финансово мощный агрессивный конкурент, который намеревается активно осуществлять ценовую и (или) продуктовую конкуренцию;

– в целях снижения издержек и рисков посредством повышения своей вертикальной интегрированности по отношению к выпуску конечного продукта.

В таких случаях инициативу слияния могут брать на себя не столько, иногда достаточно инертные, менеджеры данных компаний, сколько акционеры этих предприятий, обладающие в них контрольными пакетами акций. Слияние компаний тогда реализуется на уровне отношений между контролирующими их акционерами. Схема слияния компаний *A* и *B* выглядит таким образом, что ведущие акционеры этих фирм обмениваются частью акций, которые им принадлежат в этих предприятиях, так что в результате в их руках одновременно оказывается контроль как над компанией *A*, так и над ком-

панией *B*. Сами же компании ни в какие сделки по купле-продаже своих акций не вступают и формально остаются совершенно независимыми.

Описанное слияние компаний не сможет произойти, если не будет специально обосновано соотношение, в котором при таком слиянии обмениваются акциями компании *A* и *B*. Это соотношение выводится из следующего утверждения: рыночная стоимость пакета акций компании *A*, обмениваемых на акции компании *B*, должна быть равна рыночной стоимости пакета акций компании *B*, обмениваемых на акции компании *A*.

Поглощение предприятия отличается от слияния тем, что поглощающая фирма приобретает контрольный пакет поглощаемого предприятия. Если приобретается пакет, превышающий 75 % обыкновенных акций поглощаемой компании (дающий право на ее ликвидацию в результате голосования 3/4 акций), то поглощение может привести к потере поглощаемым предприятием своей юридической самостоятельности и превращению его в подразделение поглощающей фирмы. Если же приобретается контрольный пакет, составляющий менее 75 % обыкновенных акций, то поглощенная компания может не потерять своей юридической самостоятельности, но окажется выраженным дочерним предприятием (филиалом) поглощающей фирмы.

Возможны три случая поглощения финансово-кризисной фирмы:

а) кредитором или клиентом. Это может быть вызвано: стремлением лучшего под контролем кредитора управления долгом заемщика либо желанием повысить взаимную вертикальную интегрированность, вызванным минимизировать зависимость от внешней среды;

б) сторонней нефинансовой компанией;

в) инвестиционной компанией или банком.

Во втором случае поглощение может быть вызвано стремлением данной компании диверсифицироваться или переспециализироваться в связи с освоением вида деятельности поглощаемого предприятия.

В третьем случае инвестиционная компания или банк усматривают в поглощаемом предприятии потенциал существенного роста его коммерческой эффективности, который может быть реализован на базе финансовых и организационных возможностей поглощающей компании (см. тему 9).

Банкротство как форма аллокационной инновации может предполагать либо реорганизацию предварительно объявляемого банкротом всего крупного финансово-кризисного предприятия либо выделение из его состава дочерних предприятий в целях осуществления их банкротства и реорганизации. В любом из этих случаев суть применения процедуры банкротства состоит в том, что после объявления соответствующего предприятия банкротом на реорганизуемом предприятии вместо того, чтобы его ликвидировать с распродажей имущества (осуществлением процедуры *конкурсного производства*), вводится *внешнее управление* и на его время (период *санации* (финансового оздоровления) = 18 месяцев) предприятие освобождается от уплаты накопившихся долгов. Этим предприятию дается шанс освоить новые продукты и технологические процессы, которые должны успеть принести прибыли (экономии), необходимые для того, чтобы погасить временно отложенные долги.

Если финансово-кризисное предприятие не является слишком запущенным и сохраняет возможность за время освобождения от уплаты накопившихся долгов привлечь заказчиков, поставщиков и инвесторов, то описанный способ финансирования и практического осуществления эффективных инноваций может быть применен к предприятию как к целому. Если же это не так, то для банкротства в качестве выделяемых в отдельные предприятия целесообразно предназначить именно те подразделения крупной фирмы, которые имеют определенные конкурентные преимущества (уникальные материальные и нематериальные активы).

Основные термины и понятия

Аллокационные инновации. Реструктуризация. Реорганизация. Слияние и поглощение. Санация. Конкурсное производство. Внешнее управление.

Контрольные вопросы

1. Что из перечисленного не относится к аллокационным инновациям?

А. Упорядоченная ликвидация предприятия с учреждением новых фирм за счет свободного от долгов неликвидного остатка имущества.

Б. Банкротство.

В. Реструктуризация акционерного капитала путем выпуска акций большего номинала в обмен на акции обесцененного инфляцией меньшего прежнего номинала.

Г. Дробление.

Д. Слияние и поглощение.

Е. Относится все перечисленное.

2. Какие неперемные условия должны выполняться для осуществления процедур: а) дробления; б) слияния?

3. В каких случаях банкротство финансово-кризисного предприятия может рассматриваться как самостоятельная аллокационная инновация?

А. При введении на предприятии внешнего наблюдения.

Б. При осуществлении процедуры внешнего управления.

В. При проведении процедуры конкурсного производства.

4. Что из названного не должно служить целью дробления крупного финансово-кризисного предприятия?

А. Ускоренное банкротство выделяемых дочерних предприятий с имуществом и продукцией, не составляющими коммерческой ценности, при перенесении на них в то же время долгов наиболее активных (в истребовании ими задолженности) кредиторов.

Б. Привлечение внешнего финансирования для выделенных дочерних фирм, выпускающих выгодную продукцию, для расширения ее выпуска и продаж.

В. Привлечение дополнительных заказов, выделенных в портфель заказов по бизнесам, имеющих уникальные активы дочерних фирм при условии, что на последних сразу после их выделения вводится процедура внешнего управления, «замораживающая» выплаты по перенесенной на дочерние фирмы части долгов материнского предприятия.

Г. Ускоренное банкротство центральной компании после выведения из нее ценного имущества и оставления за ней основной суммы долгов наиболее активным кредиторам.

5. Можно ли сказать, что поглощение компании в случае приобретения поглощаемой фирмой контрольного пакета в 66 % обыкновенных акций данной компании неизбежно влечет за собой ее ликвидацию и превращение в структурную единицу поглощаемой фирмы?

12. Реструктуризация активов, акционерного капитала, кредиторской и дебиторской задолженности

Реструктуризация фирмы в формах реструктуризации ее собственного капитала, активов и задолженности является понятием, близким к рассмотренным в теме 11 формам реорганизации компании, коррелирует и пересекается с ними, но охватывает гораздо более широкий круг вопросов.

Реструктуризация предприятия как способ повышения его рыночной стоимости может предполагать:

- реструктуризацию долгов (кредиторской задолженности) фирмы;
- реструктуризацию ее активов, в том числе ее дебиторской задолженности;
- реструктуризацию акционерного капитала.

Реструктуризация долга фирмы может заключаться по отдельности или одновременно:

- в отсрочке долга;
- в рассрочке кредиторской задолженности;
- в конвертации долга;
- в продаже долговых обязательств;
- в покупке долгов;
- в обмене кредиторской задолженности на дебиторскую задолженность (взаимозачет).

Реструктуризация активов предприятия предполагает любое изменение структуры его активов в связи со следующими операциями:

- продажей избыточных активов;
- приобретением имущества, необходимого для освоения новой продукции, взамен продажи активов, которые были нужны для выпуска снимаемых с производства изделий;
- изменением соотношения между реальными и финансовыми активами предприятия вследствие замещения одних из них на другие;
- изменением соотношения между материальными и нематериальными активами;
- реорганизацией фирмы.

Реструктуризация акционерного капитала сводится к изменению соотношения между количеством обыкновенных акций в составе

крупных их пакетов, находящихся в собственности отдельных совладельцев фирмы, в результате:

- выпуска и размещения на фондовом рынке новых акций;
- того же в отношении акций, находящихся в распоряжении предприятия (ранее им выкупленных или выпущенных, но не размещенных);
- увеличения уставного капитала, произведенного без размещения на фондовом рынке новых акций;
- того же при уменьшении уставного капитала, осуществленного без выведения акций предприятия с фондового рынка;
- слияния и поглощения;
- приобретения незначительного количества акций, принадлежащих третьим лицам, или продажи собственных акций;
- диверсификации инвестиционного портфеля предприятия.

Кроме того, реструктуризация предприятия подразумевает и *реструктуризацию его хозяйственных операций*, т. е.:

- снятие с производства той продукции, которая не обеспечивает должного уровня прибыльности выпуска и продаж;
- расширение выпуска и продаж выгодной продукции;
- диверсификацию хозяйственной деятельности, выражающуюся в параллельном с выпуском профильной продукции освоении выпуска иных видов товаров и услуг, которые можно выпускать с использованием имеющихся материальных и нематериальных активов;
- освоение новой, перспективной в коммерческом отношении профильной продукции и т. д.

Реструктуризация кредиторской задолженности способна вывести из состояния неплатежеспособности финансово кризисное предприятие, если об этом состоянии судить по коэффициенту текущей ликвидности (КТЛ) предприятия. Формально неплатежеспособность имеет место, когда этот коэффициент, представляющий собой отношение оборотных средств к краткосрочной задолженности, оказывается меньше или равным 2,0.

Реструктуризация кредиторской задолженности сводится к согласованию с кредиторами такого пересмотра каждого отдельного кредитного соглашения, который предполагает:

- перенесение по срокам на будущее платежей в счет погашения основной части долга;

– введение в кредитные соглашения плавающей процентной ставки;

– сохранение на уровне, каким он был до описываемого пересмотра, текущей стоимости всех платежей по процентному обслуживанию и погашению реструктурируемой кредиторской задолженности.

Критериальным (контрольным) равенством, которое следует выдерживать при описанной реструктуризации кредиторской задолженности является следующее:

$$PV [(ПрПл_{t_0} + Пог_{t_0})] = PV [(ПрПл_{t_1} + Пог_{t_1})]$$

или

$$\sum_{t=1}^{N_0} (ПрПл_{t_0} + Пог_{t_0}) / (1+i_0)^t = \sum_{t=1}^{N_1} (ПрПл_{t_1} + Пог_{t_1}) / (1+i_1)^t,$$

где ПрПл – процентные платежи; Пог – погашение основной части долга.

Другими словами, финансовый смысл реструктуризации кредиторской задолженности посредством отсрочки или рассрочки долга, с позиции кредитора, заключается в том, что для него текущая стоимость более ненадежных поступлений по нереструктурированному долгу должна быть равна текущей стоимости более надежных поступлений по реструктурированному долгу, если высвобождаемые в результате реструктуризации для заемщика средства будут (согласно обоснованному бизнес-плану его финансового оздоровления) использованы рационально и позволят заемщику заработать реальные деньги, которые можно будет направить на погашение отсроченного (рассроченного) долга.

Активы должника способны обеспечить реструктуризацию его кредиторской задолженности, а также понизить стоимость этой реструктуризации тогда, когда они используются для консолидации задолженности в форме ее конвертации на долевое участие кредитора в самом предприятии-заемщике, если предприятие акционировано, или в компаниях, чьими акциями должник владеет.

Реструктуризация задолженности в федеральный бюджет может осуществляться только при соблюдении двух условий: 1) все текущие платежи в бюджет должны неукоснительно осуществляться; 2) на фирме-банкроте уже введено внешнее управление.

Частным случаем реструктуризации кредиторской задолженности путем отсрочки либо рассрочки долга является ее *конвертирование*, если она выступает в форме банковского или коммерческого (товарного) кредита, в *переводные векселя* должника на отложенный во времени срок, которые затем в результате их продажи кредитором могут появиться на рынке ценных бумаг.

Финансовый смысл подобной реструктуризации в целях финансового оздоровления должника заключается в том, что рыночная стоимость его появившихся на рынке векселей будет, как правило, значительно ниже суммы долга, конвертированного в эти векселя, и они могут быть по этой низкой цене скуплены либо самим предприятием-должником, либо его дочерними фирмами, либо аффилированными (родственными) предприятиями. В результате произойдет так называемая *«очистка» долга*: по сути, сам должник или лица, заинтересованные в избавлении его от угрозы банкротства, за небольшие суммы скупают и ликвидируют таким образом задолженность.

Реструктуризация активов предприятия может предполагать реструктуризацию его дебиторской задолженности, так как последняя также является активом предприятия.

Реструктуризация дебиторской задолженности предполагает: а) ее отсрочку; б) рассрочку; в) обмен дебиторской задолженности одних дебиторов на дебиторскую задолженность других дебиторов.

Финансовый смысл последней формы реструктуризации заключается в том, чтобы поменять дебиторскую задолженность большего размера, но менее надежную или с выплатой, предусмотренной на более отдаленный во времени срок:

– на дебиторскую задолженность меньшего размера, но более надежную;

– на дебиторскую задолженность меньшей величины, но выплаты по которой ожидаются в более близкие по времени сроки;

– на дебиторскую задолженность, которую можно продать на рынке дебиторской задолженности за «живые» деньги или за необходимые предприятию товары и услуги (выручив, конечно, меньшие суммы, чем балансовая стоимость реструктурировавшейся дебиторской задолженности).

В первом случае структура активов предприятия улучшается в смысле увеличения общей ликвидности предприятия, его финансовой автономности (отношения всех сколь-либо ликвидных активов к общей сумме кредиторской задолженности) в долгосрочном плане.

Во втором случае структура активов улучшается за счет увеличения краткосрочной дебиторской задолженности в обмен на уменьшение долгосрочной дебиторской задолженности, что повышает коэффициент текущей ликвидности предприятия (отношение текущих активов к краткосрочной кредиторской задолженности).

В третьем случае ликвидность предприятия (краткосрочная) тем более улучшается, так как повышается его абсолютная ликвидность, учитываемая только по ликвидным оборотным активам, т. е. деньгам на текущих счетах и в «кассе».

Контрольные вопросы

1. Верно ли следующее утверждение: реструктуризация предприятия означает его реорганизацию?

2. Что из перечисленного не относится к мероприятиям по реструктуризации акционерного капитала?

А. Приведение уставного капитала предприятия в соответствие с его собственным капиталом.

Б. Выделение или учреждение дочерних предприятий.

В. Слияние с поставщиками или основными заказчиками.

Г. Поглощение финансово-кризисного предприятия той или иной холдинговой компанией.

Д. Обмен акциями между владельцами крупных долей в данном и стороннем предприятиях.

Е. Конвертация долга предприятия в его акции за счет акций, выкупленных предприятием ранее.

Ж. Ликвидация фирмы с внесением неликвидного свободного от долгов имущества в уставный капитал вновь учреждаемого предприятия.

З. Банкротство фирмы с введением на ней процедуры внешнего управления.

И. Все перечисленное.

3. Что из приведенного не входит в реструктуризацию имущества (активов) предприятия?

А. Реструктуризация дебиторской задолженности.

Б. Списание безнадежной дебиторской задолженности.

В. Возвратный лизинг специального технологического оборудования.

Г. Внесение имущества в уставные фонды выделяемых или вновь учреждаемых предприятий.

Д. Отражение на балансе фирмы ранее не показывавшихся в нем нематериальных активов.

Е. Выявление и продажа избыточных активов.

Ж. Приобретение либо создание собственными силами новых материальных или нематериальных активов, необходимых для реализации антикризисных инвестиционных проектов.

З. Продажа долевых частей в реализующих перспективные инновационные проекты дочерних предприятиях.

И. Ничего из перечисленного.

4. Подробно раскройте и проанализируйте термин «диверсификация инвестиционного портфеля» (см. реструктуризацию акционерного капитала).

ПОРЯДОК ВЫПОЛНЕНИЯ КОНТРОЛЬНЫХ РАБОТ

Каждый студент выполняет контрольную работу в стандартной тетради (18 листов) на основе контрольных вопросов и задач, представленных после каждой темы, предварительно ознакомившись с кратким изложением теоретического материала соответствующей темы.

Выбор задания контрольной работы производится в соответствии с последней цифрой шифра зачетной книжки студента:

Последняя цифра шифра	Номера тем контрольных работ
1	1, 3
2	2, 9
3	4
4	5
5	6
6	7
7	8
8	10
9	11
0	12

ТЕМЫ КУРСОВЫХ РАБОТ

1. Формы практического применения и нормативное регулирование оценки бизнеса в России.
2. Проведение оценки бизнеса в целях аудита и бухгалтерского учета.
3. Оценка имущественных вкладов в уставный капитал акционерного общества.
4. Определение денежных потоков от бизнеса и их текущей (дисконтированной) стоимости.
5. Учет рисков бизнеса методом сценариев (доходный подход).
6. Определение реальной ставки дисконта, учитывающей риски данного бизнеса.
7. Поиск и отбор компании-аналога в рыночном подходе.
8. Оценка имущественного комплекса кризисного предприятия.
9. Порядок эмиссии и определение стоимости продаваемых пакетов акций.
10. Слияние и поглощение как формы реструктуризации бизнеса. Расчет обменного соотношения акциями (долями) при слиянии.
11. Оценка влияния реализации инвестиционного проекта на изменение стоимости реализующего его предприятия.
12. Разделение баланса при дроблении предприятия и выделении из его состава бывших структурных подразделений.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Гражданский кодекс РФ: гл. 4 «Юридические лица», гл. 7 «Ценные бумаги».
2. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г.
3. Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 8 февраля 1998 г.
4. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 8 января 1998 г.
5. Методические рекомендации по оценке инвестиционных проектов (утв. Министерством финансов 12 июня 1999 г.)
6. Концепция реструктуризации предприятия (утв. Министерством промышленности 12 марта 1997 г.)
7. Методические положения ФСДН России по оценке финансового состояния предприятий и установлению неудовлетворительной структуры баланса (утв. 12 августа 1994 г.)
8. Указ Президента РФ «О мерах по упорядочению реструктуризации задолженности организаций по обязательным платежам в федеральный бюджет и государственные внебюджетные фонды» № 1207 от 18 августа 1996 г.
9. Постановление Правительства РФ «О порядке проведения в 1998 г. реструктуризации задолженности юридических лиц перед федеральным бюджетом» № 395 от 14 апреля 1998 г.
10. Правила проведения в 1998 г. реструктуризации задолженности юридических лиц перед федеральным бюджетом (утв. Постановлением Правительства, № 395).
11. **Беренс В., Хавранек П.М.** Руководство по оценке эффективности инвестиций / Пер. с англ. – М., 1995.
12. **Бирман Г., Шмидт С.** Экономический анализ инвестиционных проектов. – М., 1997.
13. Бизнес-план инновационного проекта. Методика составления / В.П. Буров, В.В. Галь, А.П. Казаков, В.А. Морошкин. – М., 1997.
14. **Валдайцев С.В.** Оценка бизнеса. Управление стоимостью предприятия. – М., 2001.
15. **Валдайцев С.В.** Оценка бизнеса и инновации. – М., 1997.
16. **Валдайцев С.В.** Управление инвестиционными рисками: Учеб. пособие. – С-Пб., 1999.

17. **Валдайцев С.В.** Оценка бизнеса. – С-Пб., 1999.
18. **Григорьев В.В.** Оценка предприятий: доходный подход. – М., 1998.
19. **Григорьев В.В., Федотова М.А.** Оценка предприятия: теория и практика. – М., 1996.
20. **Григорьев В.В., Островкин И.М.** Оценка предприятий: имущественный подход. – М., 1998.
21. **Есипов В.И.** Оценка бизнеса. – М., 2001.
22. **Крушвиц Л.** Финансирование и инвестирование: Учеб. для вузов. – С-Пб., 2000.
23. Международные стандарты оценки. – М., 1996.
24. **Пратт Ш.** Оценка бизнеса / Пер. с англ. – М., 1996.
25. **Федотова М.А.** Сколько стоит бизнес? – М., 1996.
26. **Федотова М.А., Грязнова А.Г.** Оценка бизнеса. – М., 2001.
27. **Черняк В.З.** Оценка бизнеса. – М., 1996.
28. **Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бейли Дж.В.** Инвестиции: Учеб. / Пер. с англ. – М., 1998.
29. Журнал «Эксперт».
30. Журнал «Финансы».
31. Газета «Коммерсантъ–daily».
32. Газета «Экономика и жизнь».

СОДЕРЖАНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ.....	3
ТЕМЫ КУРСА.....	7
1. Предмет и цели оценки бизнеса.....	7
2. Концепция управления стоимостью предприятия.....	9
3. Практическое применение оценки бизнеса.....	12
4. Доходный подход к оценке бизнеса.....	14
5. Учет рисков бизнеса в доходном подходе.....	18
6. Рыночный (сравнительный) подход к оценке бизнеса.....	22
7. Имущественный (затратный) подход к оценке бизнеса.....	25
8. Оценка долевых частей в компании.....	30
9. Управление активами инвестиционных компаний.....	34
10. Мониторинг за изменением стоимости компании в результате осуществления инновационного проекта.....	38
11. Пути реорганизации компании, ориентированные на повышение ее рыночной стоимости.....	42
12. Реструктуризация активов, акционерного капитала, кредиторской и дебиторской задолженности.....	49
ПОРЯДОК ВЫПОЛНЕНИЯ КОНТРОЛЬНЫХ РАБОТ.....	54
ТЕМЫ КУРСОВЫХ РАБОТ.....	55
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	56

