

Программа учебной дисциплины Оценка стоимости компании

Утверждена
Экспертно-методический совет
ИППС НИУ ВШЭ

1. ЦЕЛЬ, РЕЗУЛЬТАТЫ ОСВОЕНИЯ ДИСЦИПЛИНЫ И ПРЕРЕКВИЗИТЫ

Цель дисциплины Оценка стоимости компании сформировать систему знаний о принципах и методах оценки стоимости компании и управления стоимостью современной компании, включая ознакомление слушателей с основами оценочной деятельности в России и за рубежом, обучение методологическим основам, принципам оценки стоимости компаний, освоение современного категориально-понятийного аппарата, формирование умения чтения отчета об оценке и применение результатов оценочной деятельности для решения профессиональных задач в условиях российского рынка.

Изучив данную дисциплину, студенты должны ориентироваться в современных методах оценки, понимать особенности их применения, видеть перспективы развития науки о мониторинге и управлении стоимостью. Уметь самостоятельно формировать информационную базу оценки и рыночную стоимость с использованием современных методов.

В результате освоения дисциплины студент должен:

знать

- основные принципы оценки бизнеса и видов стоимости;
- методики построения модели дисконтированных денежных потоков, алгоритмов затратного и сравнительного подходов;
- современные методы управления стоимостью компании;
- различия в стратегиях управления стоимостью при сделках IPO, слияниях и поглощениях компании;
- тактики управления стоимостью компании;
- алгоритмы расчета полной стоимости бизнеса с учетом различных факторов.

уметь (приобретаемые навыки)

- выбирать подходы и методы оценки;
- рассчитывать значение ставки дисконтирования;
- осуществлять расчет чистых активов;
- рассчитывать текущую стоимость будущих денежных потоков бизнеса;
- учитывать все необходимые факторы и выводить итоговую величину стоимости бизнеса;
- оценивать эффективность компании, выявлять основные факторы стоимости и формировать стратегию управления стоимостью.

Настоящая дисциплина относится к дисциплинам по выбору профессионального цикла объединенного учебного плана образовательной программы подготовки бакалавра.

Для успешного освоения данной дисциплины студенты должны овладеть знаниями макроэкономики, микроэкономики, теоретических основ финансов, методов исследования экономических процессов, финансового анализа, бухгалтерского учета.

В свою очередь, изучение курса «Оценка стоимости компании» позволит глубже понять современные механизмы финансового управления бизнесом, выбирать способ реструктуризации бизнеса, разбираться в специфике слияний и поглощений, умело управлять собственностью, в том числе, с целью оптимизации налогообложения компаний, разрабатывать программы управления финансовыми ресурсами в перспективе.

Изучение данной дисциплины базируется на следующих дисциплинах:

- Микроэкономика,
- Бухгалтерский учет и отчетность,
- Теория вероятностей и математическая статистика,
- Финансовый анализ,
- Управленческий учет.

Знания полученные в результате освоения дисциплины Оценка и управление стоимостью компании могут быть использованы при выполнении курсовой работы и выпускной квалификационной работы.

2. СОДЕРЖАНИЕ УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ

Тема 1. ВВЕДЕНИЕ В ОЦЕНКУ СТОИМОСТИ: ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ БИЗНЕСА

Основные характеристики бизнеса как объекта оценки. Необходимость оценки стоимости предприятия в рыночной экономике. Цели и задачи оценки бизнеса. Проблемы и тенденции развития оценочной деятельности в международной практике.

Предмет и метод изучения дисциплины. Логика дисциплины. Понятие оценки рыночной стоимости и сфера ее применения в современной экономике. Оценка компаний на растущих рынках капитала. Необходимость и возможность стоимостной оценки в российских условиях. Аутсайдерская и инсайдерская оценка стоимости.

Объекты и субъекты стоимостной оценки. Имущественный комплекс предприятия и бизнес как объекты оценки. Влияние специфических характеристик оцениваемого объекта на процесс оценки. Жизненный цикл компании, его стадии и влияние на оценку бизнеса.

Виды стоимости, используемые в оценке. Факторы, влияющие на стоимость предприятия и его имущества. Единство и противоположность рыночной стоимости и рыночной цены. Взаимосвязь целей оценки, видов стоимости, объектов оценки.

Принципы оценки бизнеса. Принцип действующей компании. Принцип множественности методов оценки. Принцип доходности. Принцип изменчивости.

Подходы к оценке бизнеса: доходный, сравнительный и затратный.

Тема 2. ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ

Содержание понятий «собственный капитал», «акционерный капитал», «инвестированный капитал», «Enterprise value», «капитализация», используемых в процессе оценки бизнеса. Понятие основной операционной деятельности, операционных и неоперационных (непрофильных, нефункциональных) активов. Основные этапы оценки бизнеса. Сущность доходного подхода. Теория DCF. Рыночная стоимость предприятия как сумма текущих стоимостей в прогнозный и постпрогнозный периоды. Экономическое содержание метода дисконтированного денежного потока (ДДП), условия применения, положительные и отрицательные характеристики. Основные этапы расчета рыночной стоимости бизнеса в рамках метода ДДП.

Анализ и корректировка финансовых отчетов. Подходы с использованием текущих ретроспективных данных. Общая характеристика сравнительного подхода. Методы сравнительного подхода. Базовый алгоритм сравнительного подхода. Требование к информации о компании для применения сравнительного подхода.

Тема 3. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ: ДИСКОНТИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ И КАПИТАЛИЗАЦИЯ

Основные составляющие доходного подхода. Понятие денежного потока. Виды и модели расчета денежного потока. Прогнозирование будущих доходов. Определение и выбор модели DCF. Выбор длительности прогнозного периода. Анализ темпов роста

производства денежного потока. Прогнозирование эффективности деятельности предприятия. Особенности прогнозирования потока денежных средств на растущих рынках капитала.

Особенности расчета текущей стоимости денежных потоков в прогнозный и постпрогнозный периоды. Стоимость в остаточный период. Методы оценки стоимости бизнеса в постпрогнозный период. Модель Гордона. Долгосрочные темпы роста денежных потоков.

Заключительные поправки и выведение итоговой стоимости бизнеса в рамках метода дисконтирования денежных потоков. Анализ информационных источников для проведения расчетов в рамках метода дисконтированных денежных потоков.

Экономическое содержание метода. Капитализация дохода. Выбор базы капитализации: прибыль, дивиденды, денежный поток. Методы определения капитализируемого дохода: метод средних величин и трендовый метод. Выбор временного периода. Основные этапы. Капитализация дохода.

Коэффициент (ставка) капитализации. Понятие и методы расчета. Границы применения метода капитализации.

Тема 4. МЕТОДЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ: УЧЕТ РИСКА

Дисконтирование в доходном подходе. Стоимость капитала. Ставка дисконта. Оценка риска. Понятие и определение ставки дисконтирования. Экономическое содержание безрисковой ставки доходности. Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Метод кумулятивного построения. Модель оценки капитальных активов (CAPM). Методы расчета коэффициента бета. Модель арбитражного ценообразования. Сравнительная характеристика моделей расчета ставки дисконтирования. Особенности определения ставки дисконтирования на растущих рынках капитала. Критерии выбора и специфика применения в условиях России. Соотношение между ставкой капитализации и ставкой дисконтирования.

Тема 5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ: МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ

Основные составляющие сравнительного подхода. Данные по сопоставимым единицам. Критерии выбора компаний – аналогов: сходство отраслей и продукции, объем производства, фазы экономического развития, структура капитала, финансовая и производственная стратегии, финансовые показатели. Финансовый анализ и повышение уровня сопоставимости.

Выбор и вычисление ценовых мультипликаторов. Мультипликатор Цена/Прибыль. Факторы, влияющие на мультипликатор. Зависимость мультипликатора от отрасли /экономики. Соотношение мультипликатора Цена/Прибыль и ожидаемых темпов роста. Мультипликатор Цена/Выручка. Применение мультипликаторов Цена/Выручка в оценке стоимости бизнеса. Использование мультипликаторов дохода для оценки. Анализ корреляционной зависимости между величиной мультипликатора и финансовым коэффициентом. Мультипликатор Цена/Балансовая стоимость чистых активов для холдинговых компаний. Мультипликаторы, рассчитанные на основе капитализации компании и стоимости инвестированного капитала. Особенности расчета. Использование мультипликаторов для принятия инвестиционного решения.

Метод рынка капитала. Сфера применения. Определение базы для сравнения. Анализ информационных источников. Промежуток времени, подлежащий анализу. Методы выбора величины мультипликатора по аналогам. Преимущества и ограничения метода.

Метод сделок. Анализ информационных источников. Сопоставимость сделок. Размер выборки. Основные этапы метода. Достоинства и недостатки.

Метод отраслевых коэффициентов. Специфика метода. Алгоритм расчета рыночной стоимости бизнеса методом отраслевых коэффициентов. Преимущества и

недостатки. Применение математических методов в сравнительном подходе. Новейшие (линейно-регрессионный и кластерный анализ, нейросети) и традиционные (метод мультипликаторов и др.) методы сравнительного анализа и их использование в оценке стоимости бизнеса.

Тема 6. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ: ЧИСТЫЕ АКТИВЫ И ЛИКВИДАЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ

Экономическое содержание метода чистых активов. Условия применения метода. Достоинства и недостатки. Основные этапы. Подготовка финансовой отчетности компании для оценки затратным подходом.

Особенности оценки внеоборотных активов предприятия. Экономический износ при оценке имущественного комплекса предприятия: экономическое содержание и методы расчета. Проблема обесценения.

Оценка товарно-материальных запасов. Товарно-материальные запасы и их классификация. Методы их оценки.

Оценка дебиторской задолженности. Дебиторская задолженность и ее классификация. Методы оценки.

Оценка финансовых активов. Финансовые активы и их классификация. Источники информации. Оценка долговых ценных бумаг: облигаций, векселей. Оценка долевых ценных бумаг: обыкновенных и привилегированных акций.

Расчет стоимости компании методом чистых активов.

Метод ликвидационной стоимости. Экономическое содержание метода. Понятие ликвидационной стоимости. Виды ликвидационной стоимости: плановая и ускоренная. Условия применения метода. Основные этапы. Разработка календарного графика ликвидации активов предприятия. Коррекция активной части баланса. Определение затрат, связанных с ликвидацией компании. Корректировка величины обязательств компании. Расчет ликвидационной стоимости.

Тема 7. УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ: ДОБАВЛЕННАЯ СТОИМОСТЬ И РЕАЛЬНЫЕ ОПЦИОНЫ

Стратегическое управление компанией. Понятие бизнес- и конкурентной стратегии. История появления и развитие концепции управления стоимостью компании (VBM, ValueBasedManagement). Понятие стейкхолдеров. Современные теории управления стоимостью: подходы Дамодарана, Раппопорта, Коупленда, Уолша, Скотта, Егерова, Мордашева.

Факторы, влияющие на стоимость компании: анализ внешних и внутренних факторов. Методы анализа. PEST-анализ, анализ отрасли, анализ пяти сил Портера, SWOT-анализ.

Принципы управления стоимостью. Дерево факторов стоимости.

Оценка стоимости бизнеса на основе экономической прибыли. Экономическое содержание концепции экономической прибыли и этапы ее становления. Сфера применения концепции экономической прибыли. Источники экономической прибыли. Бухгалтерская и экономическая модели определения величины экономической прибыли. Необходимые коррекции к данным отчетности для выявления величины экономической прибыли.

Экономическая добавленная стоимость (EVATM) – форма экономической прибыли. Бухгалтерская модель определения EVA. EVA и MVA. Модели определения EVA. Факторы создания EVA. Использование EVA для оценки и управления стоимостью компании. Преимущества и недостатки EVA.

Экономическое содержание и сфера применения показателя акционерной добавленной стоимости (SVA). Факторы, влияющие на величину SVA. Оценка стоимости

компании с помощью показателя SVA. Использование SVA для управления стоимостью компании. Достоинства и недостатки SVA.

Понятие реального и финансового опциона. Этапы развития концепции реальных опционов. Определение цены опциона. Биноминальная модель. Модель Блэка-Шоулза (Black-Scholes).

Рыночная стоимость компании как сумма стоимостей дисконтированных будущих денежных потоков и стоимости портфеля опционов компании.

Достоинства и недостатки метода реальных опционов. Сравнение методов ДДП (дисконтированного денежного потока) и реальных опционов. Возможности применения в российской оценочной практике и отраслевые особенности.

3. ОЦЕНИВАНИЕ

Тип контроля	Параметры
Текущий	Активное участие в обсуждении материалов курса, Подготовка домашних заданий и кейсов (промежуточный контроль)
Итоговый	Экзамен, выполняется письменно, 90 минут

В рамках итогового контроля предусматривается сдача экзамена в письменной форме путем ответа на теоретические вопросы, решения практических задач и кейсов, а также заполнения тестовых контрольных вопросов по вариантам. Для итоговой положительной оценки также необходимо выполнить все необходимые контрольные задания.

Оценки по всем формам контроля выставляются по 10-ти балльной шкале:

- Отлично - 8-10 баллов (по 10-балльной шкале);
- Хорошо - 6-7 баллов (по 10-балльной шкале);
- Удовлетворительно - 4-5 баллов (по 10-балльной шкале);
- Неудовлетворительно - 0-3 балла (по 10-балльной шкале).

4. ПРИМЕРЫ ОЦЕНОЧНЫХ СРЕДСТВ

Вопросы для самоконтроля

1. Скидка на ликвидность.
2. Метод кумулятивного построения.
3. Оценка производственной недвижимости.
4. Метод средневзвешенной стоимости капитала.
5. Расчет мультипликатора на основе анализа финансовых коэффициентов.
6. Экономическое содержание безрисковой ставки доходности.
7. Заключительные поправки в рамках сравнительного подхода.
8. Коэффициент бета.
9. Метод ликвидационной стоимости.
10. Модель Гордона.
11. Выведение итоговой величины стоимости.
12. Метод капитализации в оценке бизнеса.
13. Мультипликатор Цена/прибыль
14. Расчет ставки капитализации в оценке бизнеса.
15. Метод чистых активов: экономическое содержание и основные этапы.
16. Метод рынка капитала: экономическое содержание и основные этапы.
17. Заключительные поправки в рамках доходного подхода.
18. Мультипликатор Цена/балансовая стоимость.

19. Методы оценки неконтрольных пакетов акций.
20. Мультипликатор Цена/денежный поток.
21. Оценка дебиторской задолженности.
22. Мультипликатор Цена/ Выручка от реализации.
23. Оценка в целях реструктуризации.
24. Оценка обыкновенных акций.
25. Денежный поток для собственного капитала.
26. Особенности выявления различных источников управленческой гибкости.
27. Классификация реальных опционов.
28. Связь стоимости бизнеса и неопределенности в краткосрочном периоде.
29. Роль неопределенности в принятии инвестиционных решений.
30. Реальные опционы в оценке бизнеса.
31. Влияние неопределенности на стоимость бизнеса в долгосрочном периоде.
32. Теория финансовых опционов и ее использование для оценки реальных опционов.
33. Модели оценки реальных опционов.
34. Основные понятия теории реальных опционов и инструменты оценки на практике.
35. Основные типы реальных опционов и отраслевые особенности их выявления.
36. Недостатки традиционных моделей оценки активов и основы теории гибкости.

Вопросы для итогового контроля

1. Законодательная и нормативная база оценки.
2. Оценка долгосрочных финансовых вложений.
3. Виды стоимости, определяемые в процессе оценки бизнеса.
4. Денежный поток для инвестированного капитала.
5. Макроэкономическая информация.
6. Премия за контроль
7. Отраслевая информация.
8. Скидка за неконтрольный характер пакета.
9. Нормализация бухгалтерской отчетности в процессе оценки бизнеса
10. Поиск компаний-аналогов.
11. Метод дисконтированных денежных потоков: экономическое содержание и основные этапы.
12. Требования к отчету по оценке.
13. Модель оценки капитальных активов.
14. Каковы основные способы корректировки отдельных статей актива и пассива баланса?
15. Как можно учесть при оценке бизнеса интеллектуальный капитал компании?
16. В каких случаях использование EVA дает наиболее адекватный результат?
17. Для оценки компаний каких отраслей применимо использование EVA?
18. Для оценки компаний каких отраслей возможно применять SVA?
19. В чем Вы видите отличия показателей EVA и SVA?
20. Чем метод капитализации бухгалтерской прибыли отличается от метода капитализации экономической прибыли?
21. Показатели-индикаторы изменения рыночной стоимости бизнеса: единственный индикатор эффективности бизнеса или система показателей?
22. Анализ стратегий современных российских компаний, направленных на рост рыночной стоимости бизнеса.
23. Взаимосвязь современных моделей стоимостной оценки в цикле стратегического управления по критерию прироста стоимости.
24. Примеры применения анализа чувствительности и эластичности в процедурах управления стоимостью компании.

25. Какие из современных методов и моделей стоимостной оценки являются наиболее эффективными для решения задачи повышения стоимости компании?

Варианты письменных контрольных работ

Симуляция практической ситуации «Выведение итоговой величины стоимости».

Тематика, проблематика деловых игр и т.п.

1. Кейсы «Оценка для целей слияний и поглощений» (WBD, Danone)
2. Деловая игра «Факторы стоимости в оценке бизнеса».
3. Деловая игра «Особенности применения современных моделей стоимостной оценки для компаний различных отраслей».
4. Кейс «Сравнительная характеристика традиционных подходов (доходный, сравнительный, затратный) и методов оценки стоимости бизнеса, их достоинств и недостатков».
5. Деловая игра «Причины популярности модели EVA и особенности ее расчета для компаний разных отраслей».
6. Кейс «Условия применения модели реальных опционов применительно к оценке стоимости бизнеса».
7. Симуляция практической ситуации «Выведение итоговой величины стоимости».

5. РЕСУРСЫ

5.1. Основная литература

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2012.

5.2. Дополнительная литература

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов: Пер. с англ. / А. Дамодаран. -6-е изд. — М.: Альпина Паблишерз, 2016.

5.3. Программное обеспечение

№ п/п	Наименование	Условия доступа
1.	Microsoft Windows 7 Professional RUS Microsoft Windows 10 Microsoft Windows XP	<i>Из внутренней сети университета (договор)</i>
2.	Microsoft Office Professional Plus 2010	<i>Из внутренней сети университета (договор)</i>

5.4. Профессиональные базы данных, информационные справочные системы

№ п/п	Наименование	Условия доступа
<i>Профессиональные базы данных, информационно-справочные системы</i>		
1.	Консультант Плюс	<i>Из внутренней сети университета (договор)</i>
2.	Электронно-библиотечная система Юрайт	URL: https://biblio-online.ru/
<i>Интернет-ресурсы (электронные образовательные ресурсы)</i>		
1.	Открытое образование	URL: https://openedu.ru/

5.5. Материально-техническое обеспечение дисциплины

Учебные аудитории для лекционных занятий по дисциплине обеспечивают использование и демонстрацию тематических иллюстраций, соответствующих программе дисциплины в составе:

- мультимедийный проектор с дистанционным управлением.