

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ
М.В.ЛОМОНОСОВА»**

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

«УТВЕРЖДАЮ»

Декан экономического факультета МГУ
профессор. _____ А.А.Аузан

«» 2017 год

РАБОЧАЯ ПРОГРАММА ДИСЦИПЛИНЫ

«Оценка стоимости бизнеса»

Уровень высшего образования
Магистратура

Направление подготовки (специальность)
«Финансы и кредит», 38.04.08

Направленность (профиль) ОПОП
«Финансовая аналитика»

Форма обучения
очная

Рабочая программа рассмотрена и одобрена
Учебно-методической комиссией экономического факультета
(протокол № _____, дата)

Москва 2017

Рабочая программа дисциплины разработана в соответствии с самостоятельно установленным МГУ образовательным стандартом (ОС МГУ) для реализуемых основных профессиональных образовательных программ высшего образования по направлению подготовки магистратуры «Финансы и кредит» 38.04.08.

ОС МГУ утвержден решением Ученого совета МГУ имени М.В.Ломоносова от 27 июня 2011 года, протокол №3, с изменениями

Год (годы) приема на обучение: 2017 и последующие

1. Место и статус дисциплины в структуре основной профессиональной образовательной программы подготовки магистра

Статус дисциплины: *вариативная*

Триместр: 3

2. Входные требования для освоения дисциплины

Для успешного освоения данного курса требуются знания и навыки, полученные в следующих дисциплинах:

- Финансовый учет и отчетность
- Анализ финансовой отчетности
- Эмпирические и статистические методы в финансах
- Финансовая эконометрика
- Прикладные корпоративные финансы
- Финансовое моделирование

3. Планируемые результаты обучения по дисциплине, соотнесенные с требуемыми компетенциями выпускников

Формируемые компетенции	Планируемые результаты обучения по дисциплине, соотнесенные с требуемыми компетенциями
способность руководить коллективом в сфере своей профессиональной деятельности, толерантно воспринимая социальные, этнические, конфессиональные и культурные различия (М.ОПК-2)	Уметь адекватно учитывать особенности поведения и мотивации людей различного социального и культурного происхождения в процессе взаимодействия с ними М.ОПК-2.Ум.1
способность применять продвинутые инструментальные методы экономического, финансового и статистического анализа в том числе, с использованием интеллектуальных информационно-аналитических систем для решения практических и (или) исследовательских задач в финансовой области (М.ОПК – 3)	Уметь обоснованно отбирать и эффективно применять инструментальные методы для решения практических и (или) исследовательских задач в финансовой области М.ОПК-3.Ум.1
способность разработать и обосновать стратегию и финансово-экономические показатели, характеризующие деятельность компаний разной отраслевой принадлежности и различных организационно-правовых форм, в том числе финансово-кредитных, органов государственной власти и местного самоуправления и методики их расчета (М.ПК-3)	Знать основные подходы к разработке стратегии компаний разной отраслевой принадлежности и различных организационно-правовых форм, систему финансово-экономических показателей, характеризующих их деятельность, и методики их расчета М.ПК-3.Зн.1
	Уметь обоснованно формулировать стратегию компаний различной отраслевой принадлежности и различных организационно-правовых форм М.ПК-3.Ум.1
	Уметь рассчитывать финансово-экономические показатели деятельности компаний разной

	отраслевой принадлежности и различных организационно-правовых форм, и использовать их при разработке стратегии компаний М.ПК-3.Ум.2
способность осуществлять самостоятельно или руководить подготовкой заданий и разработкой финансовых аспектов проектных решений и соответствующих нормативных и методических документов для реализации подготовленных проектов (М.ПК-7)	Знать нормативно-правовую базу в сфере деятельности по разработке проектных решений и соответствующих нормативных и методических документов М.ПК-7.Зн.1
	Уметь описать составные элементы и структуру планируемого проекта М.ПК-7.Ум.1
	Уметь предложить качественные и количественные нормативные характеристики элементов и структуры планируемого проекта М.ПК-7.Ум.2
способность оценивать финансовую эффективность разработанных проектов с учетом оценки финансово-экономических рисков и фактора неопределенности (М.ПК-9)	Знать основные критерии оценки финансовой эффективности проектов М.ПК-9.Зн.1
	Уметь инкорпорировать специфичные разработанным проектам факторы в анализ их эффективности М.ПК-9.Ум.1
	Уметь учитывать финансово-экономические риски и фактор неопределенности при оценке финансовой эффективности разработанных проектов М.ПК-9.Ум.2
способность осуществлять разработку бюджетов и финансовых планов организаций, включая финансово-кредитные, а также расчетов к бюджетам бюджетной системы Российской Федерации (М.ПК-10)	Знать основные виды статей затрат и доходов, формирующих бюджетов субъектов анализа М.ПК-10.Зн.1
	Уметь соотносить стоимостную оценку фактов хозяйственной деятельности и статьи планируемого бюджета М.ПК-10.Ум.1
способность идентифицировать и оценивать риски при принятии финансовых решений, а также обосновать на основе анализа финансово-экономических рисков стратегию поведения экономических агентов на различных сегментах финансового рынка (М.ПК-11)	Уметь оценивать риски при принятии финансовых решений М.ПК-11.Ум.1
способность интерпретировать результаты финансово-экономических исследований с целью разработки финансовых аспектов перспективных направлений инновационного развития организаций, в том числе финансово-кредитных (М.ПК-25)	Уметь выявлять финансовые аспекты перспективных направлений инновационного развития компаний, в том числе финансово-кредитных, на основе интерпретации результатов финансово-экономических исследований М.ПК-25.Ум.1
способность принимать инвестиционные и финансовые решения, соответствующие стратегии развития компании (М.СПК-1)	Уметь выделить ключевые метрики достижения цели стратегии развития компании и принять соответствующие им инвестиционные решения М.СПК-1.Ум.1
способность использовать данные финансовой отчетности компании и	Уметь найти, обработать и получить на основе данных с рынка тренды, значения необходимых

финансовых рынков для принятия решений, отвечающих стратегическим и оперативным задачам компании (М.СПК-2)	показателей для принятия решений для решения задач компании М.СПК-2.Ум.1
способность обрабатывать количественные и качественные данные для принятия компаниями эффективных стратегических и оперативных решений (М.СПК-3)	Уметь получать содержательные выводы на основе анализа эмпирических данных для принятия эффективных решений М.СПК-3.Ум.1
способность формировать долгосрочный инвестиционный план для частного и институционального инвесторов (М.СПК-4)	Уметь выявить риск-профиль инвестора и составить заявление об инвестиционной политике конкретного инвестора М.СПК-4.Ум.1
	Уметь подобрать активы и их доли в инвестиционном плане инвестора в соответствии с его заявлением об инвестиционной политике М.СПК-4.Ум.2
способность использовать инструментарий снижения рисков портфеля для достижения и поддержания заданных целей компаний (М.СПК-5)	Уметь сопоставить цель формирования портфеля инвестора с инструментом снижения риска, а также подобрать состав и веса необходимых активов М.СПК-5.Ум.1
способность оказывать консалтинговые услуги компаниям различной отраслевой принадлежности по вопросам совершенствования финансовых и стратегических аспектов их деятельности (М.СПК-6)	Уметь провести необходимые консалтинговые исследования финансовых проблем компании-заказчика с привлечением актуальных прикладных и фундаментальных подходов и подготовить доклад или иной документ на их основе М.СПК-6.Ум.1

4. Объем дисциплины по видам занятий

Объем дисциплины составляет 3 зачетных единицы: 108 академических часов, из которых 52 академических часа составляет контактная работа с преподавателем, из них 28 академических часов — семинары, 12 академических часов — групповая контактная работа, 12 академических часов — индивидуальная контактная работа, 56 академических часов составляет самостоятельная работа магистранта.

5. Формат обучения _____

очная, при необходимости допускается дистанционное проведение с использованием технологии бизнес-конференции или обучающей среды On.Econ

6. Содержание дисциплины, структурированное по темам (разделам) с указанием отведенного на них количества академических часов и виды учебных занятий

Название раздела/темы	Всего, часы	В том числе			
		Контактная работа с преподавателем			Самостоятельная работа магистранта, часы
		Семинары, часы	Групповая, часы	Индивидуальная, часы	
Тема 1. Базовые понятия оценки стоимости компании/бизнеса	8	4	-	-	4

Тема 2. Оценка стоимости компании/бизнеса на основе рыночных сравнений	16	4	-	4	8
Тема 3. Метод дисконтированных денежных потоков (DCF) в оценке стоимости компании/бизнеса	20	8	4	4	8
Тема 4. Оценка стоимости компании/бизнеса на основе метода остаточной прибыли	16	4	-	-	8
Тема 5. Оценка стоимости частной (непубличной) компании	12	4	-	4	4
Текущая аттестация:	24	-	8	-	16
Промежуточная аттестация: — <i>Проект</i>	12	4	-	-	8
Всего	108	28	12	12	56

Краткое содержание тем дисциплины

Тема 1. Базовые понятия оценки стоимости компании/бизнеса

Цели и стандарты оценки компании (бизнеса). Алгоритм процесса оценки стоимости компании (бизнеса). Основные стандарты (виды) стоимости компании и их соотношение: справедливая, фундаментальная (внутренняя), инвестиционная, балансовая, ликвидационная. Принципы оценки стоимости компании: принцип действующей компании, принцип множественности методов оценки. Факторы, учитываемые при построении алгоритма оценки стоимости компании (бизнеса): этап жизненного цикла, размер, тип инвестора, бизнес-модель. Характеристика и сравнительный анализ основных подходов (доходный, сравнительный, затратный) и методов оценки стоимости компании. Выбор метода оценки стоимости. Понятие Enterprise value, его составляющие (Common Equity, Minority Interest, Preferred Equity, Net Debt). Дополнительные корректировки к Enterprise value.

Согласование оценок стоимости компании, полученных различными методами. Оценка различными методами, сравнение и анализ расхождения с публичными котировками компании. Определение итогового значения стоимости компании с учетом факторов контроля и ликвидности при оценке стоимости компаний. Структура отчета об оценке стоимости компании (бизнеса). Структура Equity Research Report.

Информация, необходимая для оценки стоимости компании. Требования, предъявляемые к оценочной информации. Процедура сбора и обработки информации. Использование в оценке бизнеса публичной информации и результатов интервьюирования.

Нетипичные и неповторяющиеся компоненты финансовой отчетности. Ключевые корректировки финансовой информации для целей оценки (нормализация финансовой отчетности).

Основная литература:

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка, Альпина Бизнес Букс, М. 2010 и более поздние издания, глава 1-3.
2. Hitchner J.R., Financial Valuation: Applications and Models, second edition, John Wiley&Sons, 2006, Ch.1-3

3. Stowe J.D., Robinson T.R., Pinto J.E., McLeavey D.W., Equity Asset Valuation, John Wiley&Sons, 2007, Ch.1

Дополнительная литература:

1. Федеральный закон от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (www.mrsa.valuer.ru)
2. Федеральные стандарты оценки (www.mrsa.valuer.ru)
3. Pablo Fernandez. Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press.2002, ch.17, 19-21

Тема 2. Оценка стоимости бизнеса на основе рыночных сравнений

Общая характеристика и фундаментальные принципы сравнительного подхода к оценке стоимости компании. Основные методы сравнительного подхода: метод рынка капитала (биржевых котировок), метод сделок, метод отраслевых коэффициентов. Источники данных и требования к информации о компании для применения рыночных сравнений.

Основные этапы оценки стоимости компании методом рыночных сравнений. Подходы к выбору компаний-аналогов.

Виды мультипликаторов, используемых для оценки стоимости компании. Расчет и характеристика мультипликаторов, рассчитанных на основе цены (P/E, P/CFO, P/S, P/B) и на основе стоимости компании (EV/S, EV/EBITDA). Разложение мультипликаторов на фундаментальные показатели. Мультипликатор роста (PEG) и его использование в сравнительной оценке. Особенности применения балансовых мультипликаторов. Отраслевые мультипликаторы. Проблема выбора мультипликаторов. Миграция мультипликаторов (multiple migration), зависимость от роста и рентабельности. Использование арифметического среднего, гармонического среднего, взвешенного гармонического среднего и медианы при описании группы мультипликаторов. Индикатор Momentum («индикатор темпа») и его применение в оценке стоимости. «Перевернутые» мультипликаторы и их использование в оценке стоимости компании/бизнеса. Преимущества и ограничения работы с мультипликаторами. Связь метода мультипликаторов и оценки на основе дисконтированных денежных потоков. Вмененные мультипликаторы. Мультипликаторы как инструмент анализа «справедливости» оценки стоимости акций компании.

Сравнимость компаний с развитых и развивающихся рынков. Методы коррекции рыночных мультипликаторов на страновые риски для анализа компаний на растущих рынках капитала. Коррекция на несистематические риски в методе рыночных сравнений.

Основная литература:

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка, Альпина Бизнес Букс, М. 2010 и более поздние издания, главы 17-21
2. Hitchner J.R., Financial Valuation: Applications and Models, second edition, John Wiley&Sons, 2006, Ch.5
3. Stowe J.D., Robinson T.R., Pinto J.E., McLeavey D.W., Equity Asset Valuation, John Wiley&Sons, 2007, Ch.4

Дополнительная литература:

1. Alford A.W. The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method // J. Account. Res. 1992. Т. 30. № 1. С. 94–108.
2. Andreas Schreiner. Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation // Dissertation no.3313. University of St. Gallen. 2007
3. Bhojraj S., Lee C.M.C. Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms // J. Account. Res. 2002. Т. 40. № 2. С. 407–439.
4. Fernandez P. Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusions? Rochester, NY: Social Science Research Network, 2015.
5. Ho C.-T., Liao C.-K., Kim H.-T. Valuing Internet companies: a DEA-based Multiple Valuation Approach // J. Oper. Res. Soc. 2011. Т. 62. № 12. С. 2097–2106.
6. Lie E., Lie H.J. Multiples Used to Estimate Corporate Value // Financ. Anal. J. 2002. Т. 58. № 2. С. 44–54.
7. Michel Bradley Stubbs. The Valuation Accuracy of Multiples in Mergers and Acquisitions, and their association with Firm Misvaluation // School of Accountancy Queensland University of Technology. 2012.
8. Pereiro Luis. Valuation in Emerging Markets. A Practical Approach. John Wiley & Sons, Inc. 2002., ch. 4
9. Salmanov O.N. и др. Multiples for Valuation Estimates of Companies in the Technology Sector of Emerging Markets // Asian Soc. Sci. 2015. Т. 11. № 8. С. 253.

Тема 3. Метод дисконтированных денежных потоков (DCF) в оценке стоимости компании/бизнеса

Анализ ключевых методов доходного подхода и условия их применения. Модель дисконтированных денежных потоков: алгоритм оценки. Определение длительности прогнозного периода: горизонт стратегического планирования (competitive advantage period, CAP) и горизонт финансового планирования. Факторы стабилизации потока денежных средств и период стабилизации.

Ключевые факторы стоимости компании (value drivers) и их использование в построении модели дисконтированных денежных потоков. Принципы выбора модели денежного потока для прогнозного периода: модель свободного денежного потока для всех инвесторов (FCFF); модель свободного денежного потока для акционеров (FCFE); модель скорректированной приведенной стоимости (adjusted present value, APV). Поправки к чистой прибыли, выручке до выплаты налогов и процентов (EBIT), выручке до амортизации, выплаты процентов и налогов (EBITDA) и операционному денежному потоку (CFO) для расчета свободного денежного потока для всех инвесторов (FCFF) и свободного денежного потока для акционеров (FCFE). Влияние дивидендов, выкупа акций, выпуска акций и изменения финансового рычага на FCFF и FCFE. Возможности использования чистой прибыли и EBITDA в качестве денежного потока. Подходы к прогнозированию FCFF и FCFE. Типичные ошибки при расчёте свободного денежного потока.

Подходы к определению стоимости в постпрогнозный период (terminal value) в многоуровневых моделях оценки. Постпрогнозный поток денежных средств как ведущий фактор стоимости компании. Баланс рентабельности и роста для устойчивого создания стоимости. Использование мультипликаторов для определения стоимости в постпрогнозный

период в многоуровневой модели дисконтированных денежных потоков. Частные случаи расчета постпрогнозного потока денежных средств: цикличные компании, убыточные компании. Типичные ошибки при определении постпрогнозного потока денежных средств.

Методы анализа стоимости нефункционирующих активов. Определение величины стоимости собственного (акционерного) капитала в расчете на акцию и анализ условных требований к активам компании. Особенности анализа прогнозного потока денежных средств на развивающихся рынках капитала. Использование анализа чувствительности в оценке стоимости компании через FCFF и FCFE. Использование модели свободного денежного потока для оценки справедливой стоимости акций.

Частные случаи применения модели дисконтированных денежных потоков: высокая доля заемного капитала, мультинациональные корпорации.

Основная литература:

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка, Альпина Бизнес Букс, М. 2010 и более поздние издания, главы 10-16
2. Hitchner J.R., Financial Valuation: Applications and Models, second edition, John Wiley&Sons, 2006 – Ch.4-5
3. Stowe J.D., Robinson T.R., Pinto J.E., McLeavey D.W., Equity Asset Valuation, John Wiley&Sons, 2007, Ch.3

Дополнительная литература:

1. Estridge J., Lougee B. Measuring Free Cash Flows for Equity Valuation: Pitfalls and Possible Solutions. Journal of Applied Corporate Finance, Vol.19, N.2
2. Pereiro Luis. Valuation in Emerging Markets. A Practical Approach. John Wiley & Sons, Inc. 2002, Pereiro L., “ Valuation of Companies in Emerging Markets – A practical approach”, John Wiley & Sons, New York, 2002
3. Pereiro L., “The practice of investment valuation in emerging markets: Evidence from Argentina”, Journal of Multinational Financial Management, 2006, №1
4. Pablo Fernandez. Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press. 2002, ch.17, 19-21
5. L.Chan, J.Karceski, J.Lokonishok. The Level and Persistence of Growth Rates.-The Journal of Finance, vol. LVIII, #2, 2003
6. R.Salomons, H.Grootveld. The Equity Risk Premium: Emerging vs Developed Markets. – “Emerging Markets Review”, 2003, #4
7. L.Pastor, P.Veronesi. Stock Valuation and Learning about Profitability. – “The Journal of Finance”, Vol. LVIII, #5
8. R.Ruback. Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows. – “Financial Management”, 2002, summer
9. P.Fernandez. The Value of Tax Shields if NOT Equal to the Present Value of the Tax Shields. – “Journal of Financial Economics”, vol.73, 2004
10. S.Kaplan, R.Ruback. The Market Pricing of Cash Flow Forecasts: Discounted Cash Flow VS The Method of Comparable.”-“Journal of Applied Corporate Finance”, vol.8,

Тема 4. Оценка стоимости компании на основе метода остаточной прибыли

Экономическая сущность затратного подхода. Сферы применения. Метод чистых

активов. Метод ликвидационной стоимости.

Понятие остаточной прибыли (residual income, abnormal earnings), экономическая добавленная стоимость (EVA), рыночная добавленная стоимость (MVA). Принципы и теоретическое обоснование оценки стоимости компании на основе остаточной прибыли (RIM, residual income model). Модели остаточной прибыли: модель остаточной операционной прибыли (residual operating income model), модель остаточной чистой прибыли (residual earnings model — REM), модель дисконтирования остаточной прибыли Эдварда – Белла – Ольсона (ЕВО). Фундаментальные факторы остаточной прибыли. Преимущества и недостатки оценки стоимости компании на основе остаточной прибыли. Проблемы, возникающие при применении моделей остаточной прибыли.

Применение моделей остаточной прибыли для оценки финансовых активов. Расчет значения стоимости обыкновенной акции на основе одноуровневую (постоянный рост) и многоуровневой модели остаточной прибыли. Расчет вмененного (implied) темпа роста остаточного дохода, учитывая Р/В и оценку требуемой доходности собственного капитала. Сравнение модели остаточного дохода с моделями дисконтированных дивидендов и свободных денежных потоков.

Основная литература:

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка, Альпина Бизнес Букс, М. 2010 и более поздние издания, главы 17-21
2. Hitchner J.R., Financial Valuation: Applications and Models, second edition, John Wiley&Sons, 2006, Ch.5
3. Stowe J.D., Robinson T.R., Pinto J.E., McLeavey D.W., Equity Asset Valuation, John Wiley&Sons, 2007, Ch.5

Дополнительная литература:

1. Feltham G., Ohlson J. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities // Contemporary Accounting Research. 1995. 11(2): 689 — 731.
2. Lo K., Lys T. The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications // Journal of Accounting, Auditing and Finance. 2000. 15: 337 — 360.

Тема 5. Оценка стоимости частной (непубличной) компании

Специфика оценки стоимости частной (непубличной) компании. Трудности, возникающие у финансовых аналитиков при оценке стоимости частных компаний. Стандарты оценки при оценке стоимости частных компаний.

Методы оценки стоимости частной компании, основанные на доходе, рынке и активах. Факторы, влияющие на выбор метода оценки стоимости частной компании.

Проблемы оценки денежных потоков для частных компаний. Поправки, необходимые для оценки нормализованной выручки. Оценка стоимости частной компании на основе свободного денежного потока, капитализированного денежного потока, избыточной прибыли.

Факторы, требующие учета при оценке ставки дисконтирования для непубличных фирм. Модели, используемые для оценки требуемой доходности на капитал частной компании (CAPM, расширенный CAPM, build-up).

Специфика оценки стоимости компании методом мультипликаторов для частных компаний. Плюсы и минусы рыночных методов оценки.

Оценка стоимости частной компании на основе активов.

Корректировка стоимости частной компании с использованием премий и скидок за контроль и ликвидность

Основная литература:

1. Hitchner J.R., Financial Valuation: Applications and Models, second edition, John Wiley&Sons, 2006, Ch.18

Дополнительная литература:

1. Shannon P. Pratt, Alina V. Niculita. Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies: McGraw-Hill Companies. 2008.
2. Pereiro L., “The Valuation of closely-held companies in Latin America”, Emerging Markets Review, 2001, №2

Основная литература:

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка, Альпина Бизнес Букс, М. 2010 и более поздние издания
2. Hitchner J.R., Financial Valuation: Applications and Models, second edition, John Wiley&Sons, 2006

Дополнительная литература:

1. Alford A.W. The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method // J. Account. Res. 1992. Т. 30. № 1. С. 94–108.
2. Andreas Schreiner. Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation // Dissertation no.3313. University of St. Gallen. 2007
3. Bhojraj S., Lee C.M.C. Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms // J. Account. Res. 2002. Т. 40. № 2. С. 407–439.
4. Estridge J., Lougee B. Measuring Free Cash Flows for Equity Valuation: Pitfalls and Possible Solutions. Journal of Applied Corporate Finance, Vol.19, N.2
5. Feltham G., Ohlson J. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities // Contemporary Accounting Research. 1995. 11(2): 689 — 731.
6. Fernandez P. Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusions? Rochester, NY: Social Science Research Network, 2015.
7. Ho C.-T., Liao C.-K., Kim H.-T. Valuing Internet companies: a DEA-based Multiple Valuation Approach // J. Oper. Res. Soc. 2011. Т. 62. № 12. С. 2097–2106.
8. L.Chan, J.Karceski, J.Lokonishok. The Level and Persistence of Growth Rates.-The Journal of Finance, vol. LVIII, #2, 2003
9. L.Pastor, P.Veronesi. Stock Valuation and Learning about Profitability. – “The Journal of Finance”, Vol. LVIII, #5
10. Lie E., Lie H.J. Multiples Used to Estimate Corporate Value // Financ. Anal. J. 2002. Т. 58. № 2. С. 44–54.
11. Lo K., Lys T. The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications // Journal of Accounting, Auditing and Finance. 2000. 15: 337 — 360.

12. Michel Bradley Stubbs. The Valuation Accuracy of Multiples in Mergers and Acquisitions, and their association with Firm Misvaluation // School of Accountancy Queensland University of Technology. 2012.
13. P.Fernandez. The Value of Tax Shields if NOT Equal to the Present Value of the Tax Shields. –“Journal of Financial Economics”, vol.73, 2004
14. P. Fernandez. Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press.2002, ch.17, 19-21
15. Pignataro P. Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity, Wiley, 2013
16. Pereiro L., “The practice of investment valuation in emerging markets: Evidence from Argentina”, Journal of Multinational Financial Management, 2006, №1
17. Pereiro Luis. Valuation in Emerging Markets. A Practical Approach. John Wiley & Sons, Inc. 2002.
18. Pereiro Luis. Valuation in Emerging Markets. A Practical Approach. John Wiley & Sons, Inc. 2002., ch. 4
19. R.Ruback. Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows. – “Financial Management”, 2002, summer
20. R.Salomons, H.Grootveld. The Equity Risk Premium: Emerging vs Developed Markets. – “Emerging Markets Review”, 2003, #4
21. S.Kaplan, R.Ruback. The Market Pricing of Cash Flow Forecasts: Discounted Cash Flow VS The Method of Comparable.”-“Journal of Applied Corporate Finance”, vol.8,
22. Salmanov O.N. и др. Multiples for Valuation Estimates of Companies in the Technology Sector of Emerging Markets // Asian Soc. Sci. 2015. T. 11. № 8. С. 253.
23. Shannon P. Pratt, Robert F. Reilly, Robert P. Schweighs. Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. 2000

7. Фонд оценочных средств для оценивания результатов обучения по дисциплине

Шкала оценивания результатов (баллы) по дисциплине:

Результаты обучения по дисциплине	Виды оценочных средств
Уметь адекватно учитывать особенности поведения и мотивации людей различного социального и культурного происхождения в процессе взаимодействия с ними М.ОПК-2.Ум.1	Проект
Уметь обоснованно отбирать и эффективно применять инструментальные методы для решения практических и (или) исследовательских задач в финансовой области М.ОПК-3.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
Знать основные подходы к разработке стратегии компаний разной отраслевой принадлежности и различных организационно-правовых форм, систему финансово-экономических показателей, характеризующих их деятельность, и методики их расчета М.ПК-3.Зн.1	Тестирование
Уметь обоснованно формулировать стратегию компаний различной отраслевой принадлежности и различных организационно-правовых форм М.ПК-3.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
Уметь рассчитывать финансово-экономические показатели деятельности	Расчётно-

компаний разной отраслевой принадлежности и различных организационно-правовых форм, и использовать их при разработке стратегии компаний М.ПК-3.Ум.2	аналитическое задание
Знать нормативно-правовую базу в сфере деятельности по разработке проектных решений и соответствующих нормативных и методических документов М.ПК-7.Зн.1	Тестирование
Уметь описать составные элементы и структуру планируемого проекта М.ПК-7.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
Уметь предложить качественные и количественные нормативные характеристики элементов и структуры планируемого проекта М.ПК-7.Ум.2	Расчётно-аналитическое задание
Знать основные критерии оценки финансовой эффективности проектов М.ПК-9.Зн.1	Тестирование
Уметь инкорпорировать специфичные разработанным проектам факторы в анализ их эффективности М.ПК-9.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
Уметь учитывать финансово-экономические риски и фактор неопределенности при оценке финансовой эффективности разработанных проектов М.ПК-9.Ум.2	Расчётно-аналитическое задание
Знать основные виды статей затрат и доходов, формирующих бюджетов субъектов анализа М.ПК-10.Зн.1	Тестирование
Уметь соотносить стоимостную оценку фактов хозяйственной деятельности и статьи планируемого бюджета М.ПК-10.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
Уметь оценивать риски при принятии финансовых решений М.ПК-11.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
Уметь выявлять финансовые аспекты перспективных направлений инновационного развития компаний, в том числе финансово-кредитных, на основе интерпретации результатов финансово-экономических исследований М.ПК-25.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
Уметь выделить ключевые метрики достижения цели стратегии развития компании и принять соответствующие им инвестиционные решения М.СПК-1.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
Уметь найти, обработать и получить на основе данных с рынка тренды, значения необходимых показателей для принятия решений для решения задач компании М.СПК-2.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
Уметь получать содержательные выводы на основе анализа эмпирических данных для принятия эффективных решений М.СПК-3.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
Уметь выявить риск-профиль инвестора и составить заявление об инвестиционной политике конкретного инвестора М.СПК-4.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
Уметь подобрать активы и их доли в инвестиционном плане инвестора в соответствии с его заявлением об инвестиционной политике М.СПК-4.Ум.2	Расчётно-аналитическое задание
Уметь сопоставить цель формирования портфеля инвестора с инструментом снижения риска, а также подобрать состав и веса необходимых активов М.СПК-5.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание

Уметь провести необходимые консалтинговые исследования финансовых проблем компании-заказчика с привлечением актуальных прикладных и фундаментальных подходов и подготовить доклад или иной документ на их основе М.СПК-6.Ум.1	Расчётно-аналитическое задание
---	--------------------------------

Виды оценочных средств	Баллы
Расчетно-аналитическое задание (Подготовка раздела итогового задания по финансовому анализу)	20
Расчетно-аналитическое задание (Подготовка раздела итогового задания по оценке стоимости сравнительным подходом)	25
Расчетно-аналитическое задание (Подготовка раздела итогового задания по оценке стоимости доходным подходом)	30
Расчетно-аналитическое задание (Подготовка раздела итогового задания по согласованию стоимости)	10
Проект (Защита проекта, презентация, дискуссия)	20+15
Тестирование	30
Итого	150

Оценка по дисциплине выставляется, исходя из следующих критериев:

Оценка	Минимальное количество баллов	Максимальное количество баллов
<i>Отлично</i>	127,5	150,0
<i>Хорошо</i>	97,5	127,0
<i>Удовлетворительно</i>	60,0	97,0
<i>Неудовлетворительно</i>	0,0	59,5

Примечание: в случае, если магистрант за триместр набирает менее 20% баллов от максимального количества по дисциплине, то уже на промежуточном контроле (и далее на пересдачах) действует следующее правило сдачи: «магистрант может получить только оценку «Удовлетворительно», и только если получит за промежуточный контроль, включающий весь материал дисциплины, не менее, чем 85% от баллов за промежуточный контроль».

Типовые задания, методические рекомендации по их подготовке и требования к их выполнению:

— *Тестирование*

- Какая из ниже перечисленных ставок дисконта используется при анализе реального денежного потока для инвестированного капитала (бездолгового):
 - реальная ставка дисконта, рассчитанная по модели оценки капитальных активов (CAPM);
 - реальная ставка дисконта по модели кумулятивного построения;
 - реальная ставка дисконта по модели средневзвешенной стоимости капитала;
 - номинальная ставка дисконта по модели кумулятивного построения.
- Если бизнес приносит нестабильно изменяющийся поток доходов, какой метод целесообразно использовать для его оценки:
 - метод избыточных прибылей;
 - метод капитализации дохода;

- в) метод чистых активов;
- г) метод дисконтированных денежных потоков.

3. Применение метода компании-аналога (метод рынка капитала) первоначально приводит к получению:

- а) уровня стоимости при обладании контрольным пакетом;
- б) уровня стоимости при обладании неконтрольным пакетом;
- в) либо а), либо б) в зависимости от обстоятельств.

Методические рекомендации по освоению дисциплины

— *Подготовка и презентация итогового кейса, подготовленного в командах*

В начале изучения дисциплины происходит разделение студентов на группы по 5-6 человек. Задача каждой группы состоит в:

1. Подготовке аналитической записки по оценке стоимости бизнеса, включающую следующие пункты:

1. Введение

Описание задачи, с указанием объекта оценки, даты оценки, цели и назначения оценки, методологии, наиболее существенных допущений, результатов и выводов оценки.

2. Описание компании

Общее описание компании (основные направления деятельности, история, позиция на рынке).

Финансовый анализ:

- Анализ отчета о прибылях и убытках (краткий анализ выручки, себестоимости, коммерческих и управленческих расходов, рентабельности EBITDA).
- Анализ бухгалтерского баланса (анализ динамики основных статей баланса, расчет нормализованного чистого оборотного капитала, расчет чистого долга).
- Информация об исторических капитальных затратах компании.

Также в рамках финансового анализа необходимо привести сравнение исторических показателей с показателями компаний-аналогов и дать комментарии при расхождении.

3. Описание процесса оценки

Доходный подход

- основные допущения, использованные в рамках Доходного подхода;
- прогноз выручки (анализ основных драйверов выручки);
- прогноз себестоимости, коммерческих и управленческих расходов (анализ основных драйверов операционных расходов);
- анализ динамики прогнозной EBITDA;
- прогноз капитальных затрат и амортизации;
- прогноз чистого оборотного капитала;
- таблица с расчетом DCF и описание расчета терминального потока;
- расчет ставки дисконтирования;
- вывод о стоимости по результатам Доходного подхода;

- анализ чувствительности.

Сравнительный подход (обосновании выбора компаний аналогов, мультипликаторов для оценки стоимости анализируемого бизнеса, проведении расчетов и интерпретации полученных результатов)

- метод биржевых котировок (если применим);
- метод компаний-аналогов;
- метод сделок;
- вывод о стоимости по результатам Сравнительного подхода

- Согласование

- Обобщение показателей стоимости, полученных с применением различных методов оценки, включая применение весовых коэффициентов к значениям, полученным в результате применения различных методов, для определения окончательной оценки стоимости оцениваемой компании

2. Подготовке финансовой модели оценки стоимости бизнеса в Excel

3. Подготовке презентации в Power Point для выступления по кейсу на 15 минут

Компании для задания предлагаются преподавателем. Все данные для модели берутся из открытых источников.

При оценке учитывается корректность проведения анализа, правильность расчетов, отсутствие ошибочных суждений, качество выполнения презентации, успешность ее защиты, умение отвечать на вопросы аудитории. Каждый студент отвечает за всю проделанную работу в кейсе. Оценка за данный вид работы собирается поэтапно

— Участие в дискуссиях

В процессе изучения дисциплины на семинарах и групповых контактных часах происходит разбор конкретных ситуаций и обсуждение различных методологических вопросов оценки. Для этих целей на портале op.econ.msu.ru размещаются рекомендуемые статьи, видео материалы, реальные ситуации для самостоятельной проработки и дальнейшего обсуждения с преподавателем.

— Тестирование

Проводится в форме тестирования на основе тестов множественного выбора с единственным верным вариантом ответа. Тестирование проходит по всему материалу дисциплины и может включать как теоретические вопросы, так и расчётные, а также смешанные вопросы. Экзамен включает также решение задач или анализом конкретной ситуации. Для успешного написания итоговой работы требуется не только изучить материалы контактных занятий, но и читать рекомендуемую литературу.

8. Ресурсное обеспечение

8.1. Перечень основной и дополнительной литературы

Основная литература:

3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка, Альпина Бизнес Букс, М. 2010 и более поздние издания
4. Hitchner J.R., Financial Valuation: Applications and Models, second edition, John Wiley&Sons, 2006

Дополнительная литература:

24. Alford A.W. The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method // J. Account. Res. 1992. T. 30. № 1. С. 94–108.
25. Andreas Schreiner. Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation // Dissertation no.3313. University of St. Gallen. 2007
26. Bhojraj S., Lee C.M.C. Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms // J. Account. Res. 2002. T. 40. № 2. С. 407–439.
27. Estridge J., Lougee B. Measuring Free Cash Flows for Equity Valuation: Pitfalls and Possible Solutions. Journal of Applied Corporate Finance, Vol.19, N.2
28. Feltham G., Ohlson J. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities // Contemporary Accounting Research. 1995. 11(2): 689 — 731.
29. Fernandez P. Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusions? Rochester, NY: Social Science Research Network, 2015.
30. Ho C.-T., Liao C.-K., Kim H.-T. Valuing Internet companies: a DEA-based Multiple Valuation Approach // J. Oper. Res. Soc. 2011. T. 62. № 12. С. 2097–2106.
31. L.Chan, J.Karceski, J.Lokonishok. The Level and Persistence of Growth Rates.-The Journal of Finance, vol. LVIII, #2, 2003
32. L.Pastor, P.Veronesi. Stock Valuation and Learning about Profitability. – “The Journal of Finance”, Vol. LVIII, #5
33. Lie E., Lie H.J. Multiples Used to Estimate Corporate Value // Financ. Anal. J. 2002. T. 58. № 2. С. 44–54.
34. Lo K., Lys T. The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications // Journal of Accounting, Auditing and Finance. 2000. 15: 337 — 360.
35. Michel Bradley Stubbs. The Valuation Accuracy of Multiples in Mergers and Acquisitions, and their association with Firm Misvaluation // School of Accountancy Queensland University of Technology. 2012.
36. P.Fernandez. The Value of Tax Shields if NOT Equal to the Present Value of the Tax Shields. –“Journal of Financial Economics”, vol.73, 2004
37. P. Fernandez. Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press.2002, ch.17, 19-21
38. Pignataro P. Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity, Wiley, 2013
39. Pereiro L., “The practice of investment valuation in emerging markets: Evidence from Argentina”, Journal of Multinational Financial Management, 2006, №1
40. Pereiro Luis. Valuation in Emerging Markets. A Practical Approach. John Wiley & Sons, Inc. 2002.
41. Pereiro Luis. Valuation in Emerging Markets. A Practical Approach. John Wiley & Sons, Inc. 2002., ch. 4
42. R.Ruback. Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows. – “Financial Management”, 2002, summer
43. R.Salomons, H.Grootveld. The Equity Risk Premium: Emerging vs Developed Markets. – “Emerging Markets Review”, 2003, #4

44. S.Kaplan, R.Ruback. The Market Pricing of Cash Flow Forecasts: Discounted Cash Flow VS The Method of Comparable.”-“Journal of Applied Corporate Finance”, vol.8,
45. Salmanov O.N. и др. Multiples for Valuation Estimates of Companies in the Technology Sector of Emerging Markets // Asian Soc. Sci. 2015. Т. 11. № 8. С. 253.
46. Shannon P. Pratt, Robert F. Reilly, Robert P. Schweighs. Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. 2000

8.2. Перечень лицензионного программного обеспечения

— MS Office

8.3. Перечень профессиональных баз данных и информационных справочных систем

— Доступ к базе «Гарант» или «Консультант»

— Доступ к базе Bloomberg или Eikon (Thompson Reuters), СПАРК, БИР-Аналитика

8.4. Перечень ресурсов информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» (при необходимости)

1. www.damodaran.com – сайт А. Дамодарана
2. www.rbc.ru – сайт агентства «Росбизнесконсалтинг»
3. www.appraiser.ru - портал «Вестник оценщика»

8.5. Описание материально-технической базы

9. Язык преподавания:

Русский, но в отдельных случаях допускается ведение дискуссии на английском языке, а также предоставление материалов на английском языке. Учебно-вспомогательные материалы, в том числе источники литературы, могут быть на английском языке.

10. Преподаватель (преподаватели):

Никитушкина Ирина Владимировна, к.э.н, доцент

Маркарян Артур Маратович

11. Автор (авторы) программы:

Никитушкина Ирина Владимировна, к.э.н, доцент

Маркарян Артур Маратович,

Студников Сергей Сергеевич,

Толстель Марина Сергеевна, к.э.н, доцент