

ОРГАНИЗАЦИЯ И ПЛАНИРОВАНИЕ БИЗНЕСА

В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова

Оценка стоимости предприятия (бизнеса)

 ИЗДАТЕЛЬСТВО
ОМЕГА-Л

Москва 2006

Авторы:

Щербаков Валерий Александрович — кандидат экономических наук, доцент, заведующий кафедрой финансов и налоговой политики Новосибирского государственного технического университета,
Щербакова Наталья Александровна — кандидат экономических наук, доцент

Щербаков, Валерий Александрович.

Щ61 Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. — М. : Омега-Л, 2006. — 288 с. : ил., табл. — (Организация и планирование бизнеса). — ISBN 5-365-00213-X

И. Щербакова, Наталья Александровна.

Агентство СІР РГБ

Рассматриваются основные методы оценки бизнеса, подготовки и анализа финансовой отчетности оцениваемого предприятия (бизнеса), а также особенности оценки различных видов активов. Приведены практические примеры оценки стоимости предприятия в целом или части его активов.

Для оценщиков, руководителей предприятий и других лиц, связанных с определением стоимости бизнеса. Книга может быть использована в качестве учебного пособия для студентов, аспирантов, преподавателей вузов.

Щербаков Валерий Александрович
Щербакова Наталья Александровна

Оценка стоимости предприятия (бизнеса)

Редактор *Е.П. Рудакова*
Корректор *З.И. Тарасова*
Компьютерная верстка *А.С. Первозов*

Подписано в печать 10.03.2006. Формат 84 x 108/32. Печать офсетная.
Усл.-печ. л. 15,12. Печ. л. 9,0. Тираж 3000 экз. Заказ № 1478.

ООО «Омега-Л»
123022, Москва, Столярный пер., д. 14, оф. 23
Тел., факс (495) 253-12-29

www.omega-l.ru

Отпечатано в полном соответствии с качеством предоставленных диапозитивов
в ОАО «Дом печати - ВЯТКА». 610033, г. Киров, ул. Московская, 122

Содержание

Предисловие.....	5
1. Стоимость предприятия как целевая функция управления.....	6
2. Основы оценки стоимости предприятия (бизнеса).....	13
2.1. Цели и задачи оценки стоимости предприятия (бизнеса).....	13
2.1.1. Правовые основы оценки стоимости предприятия (бизнеса).....	13
2.1.2. Особенности бизнеса как объекта оценки.....	18
2.1.3. Факторы, учитываемые при определении стоимости бизнеса.....	19
2.1.4. Цели оценки стоимости предприятия (бизнеса).....	21
2.1.5. Оценка бизнеса в целях антикризисного управления предприятием.....	24
2.1.6. Оценка бизнеса в целях реструктуризации.....	30
2.2. Виды стоимости имущества.....	42
2.2.1. Рыночная стоимость и цена продажи.....	42
2.2.2. Виды стоимости, отличные от рыночной.....	44
2.3. Принципы оценки имущества.....	48
2.4. Процесс оценки стоимости предприятия (бизнеса).....	57
2.5. Подходы и методы, используемые при оценке стоимости предприятия (бизнеса).....	63
3. Подготовка и анализ финансовой отчетности в оценке бизнеса.....	66
3.1. Сбор информации для определения стоимости предприятия (бизнеса).....	66
3.2. Цели финансового анализа в оценке бизнеса.....	70
3.3. Корректировка финансовой отчетности в целях оценки бизнеса....	72
3.4. Анализ финансовых отчетов и коэффициентов.....	79
3.4.1. Анализ финансовых отчетов.....	80
3.4.2. Анализ финансовых коэффициентов (показателей).....	81
3.5. Влияние результатов финансового анализа на оценку стоимости предприятия.....	89
4. Доходный подход к оценке стоимости предприятия [бизнеса].....	92
4.1. Основные положения доходного подхода.....	92
4.2. Учет стоимости денег во времени при использовании доходного подхода.....	94
4.3. Метод капитализации дохода.....	101
4.4. Метод дисконтирования денежных потоков.....	104
4.4.1. Сущность метода дисконтирования денежных потоков.	104
4.4.2. Выбор модели денежного потока.....	106
4.4.3. Определение длительности прогнозного периода.....	108
4.4.4. Расчет денежных потоков.....	109
4.4.5. Выбор методов расчета ставок дисконтирования.....	113
4.4.6. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период. Модель Гордона.....	114
4.4.7. Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков.	116
4.4.8. Внесение заключительных поправок.....	119

4.5. Определение ставок дисконтирования.....	121
4.5.1. Метод кумулятивного построения.....	122
4.5.2. Модель оценки капитальных активов.....	131
4.5.3. Модель средневзвешенной стоимости капитала.....	134
4.6. Прогнозирование доходов в оценке бизнеса.....	135
4.6.1. Особенности прогнозирования доходов в оценке бизнеса	135
4.6.2. Методы прогнозирования доходов.....	138
5. Затратный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса).....	144
5.1. Метод чистых активов.....	145
5.2. Метод ликвидационной стоимости.....	151
6. Оценка имущества предприятия.....	158
6.1. Оценка машин и оборудования.....	158
6.2. Оценка недвижимого имущества.....	161
6.2.1. Сравнительный подход к оценке недвижимости.....	164
6.2.2. Затратный подход к оценке недвижимости.....	172
6.2.3. Доходный подход к оценке недвижимости.....	182
6.2.4. Особенности оценки земельных участков.....	191
6.3. Оценка нематериальных активов.....	197
6.4. Пример оценки недвижимого имущества предприятия.....	199
7. Сравнительный подход к оценке бизнеса.....	210
7.1. Особенности сравнительного подхода к оценке бизнеса.....	210
7.2. Методы рынка капитала и сделок.....	212
7.2.1. Сходство и различие методов рынка капитала и сделок.....	212
7.2.2. Подбор предприятий-аналогов.....	213
7.2.3. Применение оценочных мультипликаторов.....	213
7.3. Метод отраслевых соотношений.....	219
8. Оценка стоимости контрольного и неконтрольного пакетов акций.....	221
8.1. Учет уровня контроля над предприятием в оценке стоимости пакетов акций.....	221
8.2. Расчет премии и скидок с учетом степени контроля и ликвидности пакета акций.....	223
8.3. Оценка пакета акций с учетом премий и скидок.....	227
9. Составление отчета об оценке.....	230
9.1. Требования к содержанию отчета об оценке.....	230
9.2. Характеристика основных разделов отчета.....	232
9.3. Согласование данных в итоговую оценку стоимости.....	234
9.3.1. Сущность согласования результатов оценки.....	234
9.3.2. Методы определения весовых коэффициентов при согласовании результатов оценки.....	236
9.3.3. Особенности выбора и согласования подходов к оценке при определении стоимости имущества предприятия.....	244
9.4. Пример оценки стоимости предприятия.....	248
10. Управление стоимостью предприятия.....	264
10.1. Концепции управления стоимостью предприятия.....	264
10.2. Амортизационная политика как инструмент управления стоимостью предприятия.....	279
Литература.....	283

Предисловие

В постсоветской России необходимость в профессиональных оценщиках возникла в начале 90-х годов XX в. За основу при подготовке этих специалистов была принята методология американской школы оценки как наиболее прогрессивная. На базе богатого зарубежного опыта и отечественной практики сформировалась российская школа оценки экономического анализа, бухгалтерского учета, налогообложения.

Итак, сегодня для принятия эффективных управленческих решений собственникам и руководству предприятия часто требуется информация о стоимости бизнеса. В проведении оценочных работ заинтересованы и другие стороны: государственные структуры (контрольно-ревизионные и другие органы), кредитные организации, страховые компании, поставщики, инвесторы и акционеры.

Повышение стоимости предприятия — один из показателей роста доходов его собственников. Поэтому периодическое проведение оценки стоимости бизнеса можно использовать для анализа эффективности управления предприятием. Традиционные методы финансового анализа основаны на расчете финансовых коэффициентов и только на данных бухгалтерской отчетности предприятия. Однако наряду с внутренней информацией в процессе оценки стоимости предприятия необходимо анализировать данные, характеризующие условия работы предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом.

Результаты оценки бизнеса, получаемые на основе анализа внешней и внутренней информации, необходимы не только для проведения переговоров о купле-продаже — они играют существенную роль при выборе стратегии развития предприятия: в процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы предприятия, степень его устойчивости и ценность имиджа; для принятия обоснованных управленческих решений

необходима инфляционная корректировка данных финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений; для обоснования инвестиционных проектов по приобретению и развитию бизнеса нужно иметь сведения о стоимости всего предприятия или части его активов.

Знание основ оценки стоимости предприятия (бизнеса) и управления ею, умение применять на практике результаты такой оценки — залог принятия эффективных управленческих решений, достижения требуемой доходности предприятия.

1. Стоимость предприятия как целевая функция управления

Результаты оценки стоимости сказываются практически на всех показателях деятельности предприятия. Для достижения успеха в деятельности любой компании менеджеру при принятии каждого серьезного управленческого решения надо просчитать, повысит ли его реализация стоимость компании. На Западе существует аксиома: «Необходимо использовать оценку стоимости предприятия для принятия лучших управленческих решений»; в России такой подход пока интенсивно изучается, однако практически применяется крайне редко.

Обычно для повышения качества управления анализируются отдельные структурные подразделения, процессы, виды продукции, направления деятельности, в то время как необходимо исследовать всю структуру в целом с учетом внешних и внутренних взаимосвязей. Предприятие — сложная система, использующая экономические ресурсы (трудовые, природные и финансовые), меняющаяся относительно видов выпускаемой продукции (работ, услуг), методов ее производства и продажи. Анализировать одновременно все составляющие структуры возможно на основе оценки стоимости предприятия (бизнеса).

В сжатом виде суть концепции управления стоимостью предприятия сводится к тому, что с точки зрения акционеров (инвесторов) фирмы управление должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости фирмы и ее акций, так как такой рост позволяет акционерам (инвесторам) получать для них самый значимый по сравнению с другими его формами доход от вложений в фирму — курсовой денежный доход от перепродажи всех или части принадлежащих им акций либо курсовой денежный доход, выражающийся в увеличении стоимости (ценности) принадлежащих акционерам чистых активов, а значит и суммы их собственного капитала. Увеличение стоимости чистых активов соответствует росту стоимости и фирмы, и ее акций. Поэтому в концепции управления стоимостью предприятия должен быть сделан акцент на росте стоимости предприятия: «Управление стоимостью предприятия сводится к обеспечению роста стоимости фирмы и ее акций».

На рост стоимости бизнеса в основном влияют те или иные решения менеджмента. Стоимость корпоративной структуры,

формирующаяся в результате принимаемых менеджерами решений, должна рассматриваться как целевая функция управления, которая стремится к максимуму. Наличие стоимостной технологии управления становится условием эффективности работы, так как определяет четкий критерий оценки результатов деятельности — увеличение стоимости предприятия.

Применение технологии оценки бизнеса позволяет видеть, как повлияют на стоимость предприятия те или иные решения менеджмента. Для этого взаимодействие независимых оценщиков и управляющих предприятием возможно по двум основным направлениям:

- оценка стоимости предприятия как действующего («как есть»);
- оценка стоимости предприятия с учетом внедрения инновационного инструментария, что подразумевает внедрение инвестиционных проектов, новых методов управления, изменение системы финансирования, проведение реструктуризации и др.

Концепция управления стоимостью предприятия сводится к обеспечению роста рыночной стоимости фирмы и ее акций. По Гражданскому кодексу Российской Федерации предприятие — это имущественный комплекс, предназначенный для осуществления предпринимательской деятельности: Взаимосвязанные имущественные комплексы, объединенные в корпорации, пересекаются по составу входящих в них материальных и нематериальных активов, обязательств. Стоимость корпоративной структуры, формирующаяся под влиянием принимаемых менеджерами решений, должна рассматриваться как целевая функция управления.

Сформулировав, таким образом, финансовую цель существования бизнеса в терминах наибольшего удовлетворения интересов собственников при существующих ограничениях максимального размера требований, предъявляемых к бизнесу другими заинтересованными сторонами, покажем предпочтительность использования стоимости предприятия в качестве критерия его деятельности. I

Воспользуемся следующими обозначениями: P — прибыль, S — выручка, ROA — рентабельность активов, ROE — рентабельность собственного капитала, V — стоимость предприятия. Сравнение показателей проводится исходя из условия широты охвата и соответственно идентификации ими различных состояний предприятия как системы в случае использования их в качестве

критерия. Обобщенно результаты сравнения можно представить в форме графа (рис. 1.1). Движение в направлении, указанном стрелками, означает переход от менее предпочтительного показателя к более предпочтительному. Вершина графа «Стоимость предприятия» является конечным показателем, использование которого в качестве критерия наиболее предпочтительно.

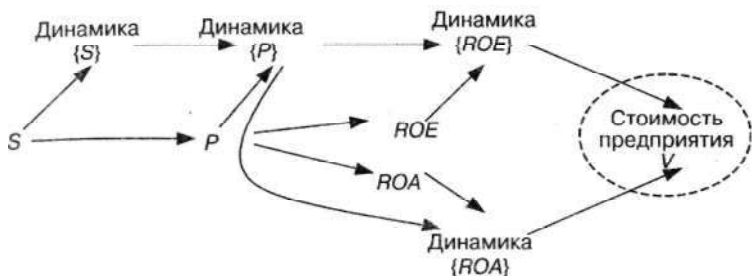


Рис. 1.1. Взаимосвязь показателей

Необходимым условием сравнения является соблюдение единства целей бизнеса, отражаемых показателями.

Возможности повышения стоимости предприятия. В данной работе рыночная стоимость рассматривается как показатель, рост значения которого является результатом повышающейся эффективности хозяйственной деятельности предприятия и влияния других факторов и обеспечивает приток необходимых инвестиций. То есть для анализируемого случая характерным является то, что увеличение рыночной стоимости предприятия является индикатором и фактором его долгосрочного развития.

Рассмотрим процесс управления стоимостью предприятия подробнее.

Прежде всего обратимся к упрощенной схеме управления предприятием. Весь процесс управления в общем виде представляется циклом непрерывно повторяющегося набора стандартных процедур, включающим следующие этапы:

- оценка текущего состояния предприятия и среды;
- сравнение текущего состояния с эталонным (с использованием критерия и его корректировкой, если необходимо);
- выработка управляющих воздействий;
- применение их к бизнесу.

Далее цикл повторяется.

Стоимость предприятия согласуется с циклом управления следующим образом.

На *первом этапе* устанавливают текущее состояние предприятия и среды с использованием в качестве критерия стоимости предприятия. При этом определяют:

- рыночную стоимость предприятия*. В российских условиях ее определение — довольно сложная и в большинстве случаев неразрешимая задача по причине узости рынка акций, отсутствия аналогов и котировок акций предприятия;
- внутреннюю стоимость предприятия. Она рассчитывается по данным внутреннего финансового и управленческого учета, в основном с применением экстраполяционных методов. Обязательным условием здесь выступает сохранение существующих тенденций деятельности предприятия без учета каких-либо значительных возмущений, вызванных, например, реализацией новых проектов.

На *втором этапе* проводят сравнение текущего состояния предприятия с эталонным, основываясь на условии максимизации (минимизации) значения критерия стоимости. В рамках данного этапа осуществляют:

- сравнение рыночной и внутренней стоимости предприятия. Делают вывод об адекватности оценки предприятия рынком и о необходимости принятия дополнительных мер по доведению до рынка более полной информации о состоянии предприятия. Расхождения в значениях стоимости могут быть вызваны неадекватной оценкой менеджментом текущего состояния дел внутри самого предприятия, что потребует принятия соответствующих мер;
- разработку проектов. Пересчитывают стоимость предприятия с использованием данных, заложенных в бизнес-планы проектов. Кроме того, определяют изменение отдельных показателей деятельности предприятия, например выручки, себестоимости и т.д.;
- сравнение стоимости предприятия, рассчитанной с учетом внутренних улучшений, и стоимости с учетом внешней реорганизации (продажа отдельных направлений бизнеса, развитие новых направлений деятельности за счет слияния и присоединения, выделение частей бизнеса в самостоятельные экономические субъекты). Решение о целесооб-

* Если акции компании не котируются на фондовом рынке, для оценки ее текущей рыночной стоимости следует прибегнуть к сравнительному анализу, основанному на котировках компаний-аналогов и степени отличия исследуемой компании.

разности проведения конкретных реорганизационных процедур принимают исходя из анализа роста стоимости предприятия;

— изменение структуры и форм финансирования предприятия. На этом шаге, связанном с финансовым конструированием, кроме структуры и форм исследуют возможности влияния на объем долга и его стоимость.

На *третьем этапе* управления для полученных значений критерия стоимости прогнозируют будущие значения показателей деятельности предприятия, определяют конкретные мероприятия по достижению запланированного состояния — выбирают наиболее важные направления управляющих воздействий.

И, наконец, на *четвертом этапе* реализуют план мероприятий. В процессе его выполнения или по его окончании вновь переходят к первому этапу, и цикл замыкается. В зависимости от размеров бизнеса, располагаемых ресурсов и сектора рынка, в котором действует предприятие, длительность цикла может варьировать и составлять день, неделю, месяц, год и т.д. Более короткие циклы характерны для сектора рынка услуг, банковского сектора, более продолжительные — для производственного сектора.

В ряде работ зарубежных авторов цикл управления стоимостью предприятия изображают в виде пятиугольника (рис. 1.2).

Понятие цикла достаточно условно, поскольку совершенно не обязательно, чтобы мероприятия по финансовому конструированию начинались лишь после завершения шагов по внутреннему и внешнему улучшению. Они могут проводиться и непосредственно после сравнения рыночной и внутренней стоимости или одновременно с другими мероприятиями.

Формальная модель цикла управления, изображенная на рис. 1.2, записывается следующим образом:

$$\tilde{V} = \tilde{V}_I + \Delta\tilde{V}_{II} + \Delta\tilde{V}_{III} + \Delta\tilde{V}_{IV} + \Delta\tilde{V}_V,$$

где \tilde{V} — стоимость предприятия (случайная величина) в конце цикла управления;

\tilde{V}_I — рыночная стоимость предприятия в начале цикла управления;

$\Delta\tilde{V}_{II}$ — разрыв между рыночной и внутренней стоимостью;

$\Delta\tilde{V}_{III}$ — приращение внутренней стоимости в результате внутренних улучшений;

- $\Delta \bar{V}_{IV}$ — приращение внутренней стоимости в результате внешних улучшений;
- $\Delta \bar{V}_V$ — приращение внутренней стоимости в результате финансового конструирования.



Рис. 1.2. Цикл управления стоимостью предприятия

Разрыв между рыночной и внутренней стоимостью связан с разницей в восприятии состояния предприятия менеджментом и рынком. В действительности разрыв, учтенный в формуле с помощью одного параметра, является комплексным показателем, который учитывает различие в восприятии внутренних и внешних улучшений и результатов финансового конструирования.

Специалистами были выделены существенные обстоятельства, влияющие на рыночную (внешнюю) стоимость крупных производственных компаний, которые в силу присущей им универсальности можно рассматривать в качестве определяющих и для других компаний.

Итак, для повышения стоимости акционерного капитала руководство компании должно сосредоточиться на четырех базовых компонентах: производственной эффективности (сюда относятся объем и качество выпускаемой продукции, состояние активов, темп роста, прибыльность), взаимоотношениях с акцио-

нерами и кредиторами, прозрачности отчетности и степени интегрированное™ с рыночной инфраструктурой (имеется в виду размещение акций и облигаций на организованных торговых площадках). Второй и третий из этих компонентов* должны включать в себя PR-функции. Все компоненты воздействуют на психологическое восприятие компании участниками рынка, которые, принимая во внимание указанную информацию, структуру акционеров, а также собственную роль (покупателя или продавца), решают, осуществлять или нет сделку с акциями или облигациями компании и на каких условиях.

* Разделение этих блоков условно, поскольку они, по сути, являются единым функциональным целым.

2. Основы оценки стоимости предприятия [бизнеса]

2.1. Цели и задачи оценки стоимости предприятия (бизнеса)

С развитием рыночной экономики в России появилась возможность вложить свои средства в бизнес, купить и продать его, т.е. бизнес стал товаром и объектом оценки. Оценка стоимости необходима при акционировании, реорганизации, развитии предприятий, использовании ипотечного кредитования, участии в деятельности фондового рынка. Как уже было сказано, независимая оценка является важным инструментом управления, повышение стоимости предприятия — один из показателей роста доходов его собственников и, соответственно, периодическое определение стоимости бизнеса можно использовать для оценки эффективности управления предприятием.

2.1.1. Правовые основы оценки стоимости предприятия (бизнеса)

Практика оценки существовала в России до Октябрьского переворота 1917 года, как и в других наиболее развитых в тот период странах. Однако как самостоятельная дисциплина она сформировалась в тридцатые годы в США.

Переход к рыночной экономике в нашей стране привел к появлению новой профессии, утвержденной Министерством труда Российской Федерации, — оценщик. В соответствии с растущими потребностями в новом виде услуг разрабатываются законодательные и методические основы новой области экономики — оценки собственности. Начало подготовке профессиональных оценщиков в нашей стране было положено Институтом экономического развития Всемирного банка реконструкции и развития. Силами Института осуществлялось обучение, основанное на учебных материалах, разработанных Американским обществом оценщиков. На подобных программах базировались и семинары, проводимые российскими общественными организациями, например Институтом независимых оценщиков. Эти шаги послужили процессу становления и развития оценочной деятельности в России, но их недостатком является ориентация на зарубежные разработки в

области оценки, которые в силу специфики российского бизнеса требуют серьезной адаптации [30].

Мощным импульсом развития оценочной деятельности стали переоценки основных фондов 1995—1997 гг., в ходе которых разрешалось привлечение независимых экспертных организаций для определения рыночной стоимости имущества предприятий. В последнее время возрастает интерес к проблемам, связанным с оценкой объектов собственности, со стороны как органов власти и управления, так и предпринимателей.

По мере развития и становления оценочного бизнеса, все более явной стала необходимость привлечения к оценке юристов, экономистов-бухгалтеров, строителей-проектировщиков. Оценка бизнеса сегодня — комплекс услуг, который начинается с правовой экспертизы. Затем идет финансовый анализ и при необходимости — корректировка баланса, разработка проектов реструктуризации и реконструкции. Заканчивает процесс оценщик, который обобщает работу других специалистов и дает рекомендации по наиболее эффективному управлению предприятием.

Оценка предприятия — это определение в денежном выражении стоимости предприятия, учитывающей его полезность и затраты, связанные с получением этой полезности.

В условиях нестабильности российской экономики, отражающейся на положении российских предприятий на рынке, оценка стоимости предприятия и его активов приобретает особое значение. Независимая оценка может применяться даже на этапе создания предприятия, когда речь идет о взносе в уставный капитал.

Основные нормативные правовые акты, регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса) в Российской Федерации, представлены в табл. 2.1.

Объектом оценки является любая собственность, т.е. любое имущество в совокупности с пакетом связанных с ним прав. Согласно ст. 5 Федерального закона от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» объектом оценки могут быть:

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия);
- право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;

- права требования, обязательства (долги);
- работы, услуги, информация;
- иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

Субъектами оценки выступают профессиональные оценщики, обладающие специальными знаниями, и потребители их услуг (заказчики).

В соответствии с законодательством должностные обязанности оценщиков включают:

- проведение оценочной деятельности по установлению рыночной или иной стоимости объектов гражданских прав (недвижимого и движимого имущества, в том числе имущественных прав, работ и услуг, информации, результатов интеллектуальной деятельности и прав на них, нематериальных благ);
- выявление потребности в услугах по оценке объектов гражданских прав;
- установление деловых контактов, проведение переговоров с заказчиками;
- заключение и оформление договоров согласно установленной форме;
- составление и своевременную передачу заказчику отчета о выполненной работе в письменной форме;
- обеспечение сохранности составленного отчета об оценке в течение трех лет;
- предоставление по требованию правоохранительных органов информации из своего отчета об оценке;
- консультирование заказчика о существующем законодательстве Российской Федерации об оценочной деятельности и других применяемых при оценке объектов гражданских прав нормативных и правовых документах;
- сбор и систематизацию данных для создания информационной базы, необходимой для оценочной деятельности;
- использование всех известных методов оценки имущества.

Требования к квалификации оценщика имущества: высшее профессиональное образование, дополнительное образование. Профессиональное обучение оценщиков осуществляется высшими государственными или частными учебными заведениями, специально созданными для этой цели, или на базе факультетов (кафедр) вузов, имеющих право на такую деятельность по законодательству РФ.

**Основные нормативные правовые акты,
регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса)
в Российской Федерации**

Нормативно-правовой акт	Примечание
Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»	Определяет объекты оценки, случаи обязательного проведения оценки, основные нормы и правила ведения оценочной деятельности
Гражданский кодекс РФ	Служит основой для проведения экспертизы ресурсов и прав на них, предусматривает проведение оценки при внесении вклада в имущество хозяйственного товарищества или общества
Постановление Правительства РФ от 06.07.2001 №519 «Об утверждении стандартов оценки»	Содержит стандарты, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности в РФ, включает основные термины и определения
Федеральный закон от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»	Указывает на необходимость привлечения для определения стоимости предприятия и его активов независимых оценщиков, устанавливает Положения, условия и ограничения оценки обственности в ходе арбитражного процесса
Постановление Министерства труда и социального развития РФ от 27.11.1996 № 11 «Об утверждении квалификационной характеристики по должности "Оценщик (эксперт по оценке имущества)"»	Утверждает квалификационную характеристику должности «оценщик», должностные обязанности оценщика, требования к его знаниям и квалификации
Постановление Минтруда России от 24.12.1998 № 52 «Об утверждении квалификационной характеристики должности "Оценщик интеллектуальной собственности"»	Утверждает квалификационную характеристику должности «оценщик интеллектуальной собственности». Определяет должностные обязанности оценщика, обязательные знания и требования к квалификации по категориям

Чтобы оценить бизнес, оценщик должен знать:

- подходы, методы и стандарты оценки;
- нормативные и правовые акты в сфере оценочной деятельности и бизнеса (законы, приказы, постановления, правила и нормы охраны труда, техники безопасности, производственной санитарии и противопожарной защиты и др.);
- экономическое окружение бизнеса (цены, изменение и соотношение цен, ставки арендной платы, налогов, лизинговых платежей и др.);
- экономику предприятия, основы организации и технологии строительства, производства промышленной, сельскохозяйственной и другой продукции, услуг;
- требования к составу и эффективному использованию имущественного комплекса в разных сферах хозяйствования;
- финансовый учет и отчетность предприятия, методики финансового анализа.

Оценщики в своей деятельности должны руководствоваться стандартами оценки.

Стандарты оценки — правила оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности, разрабатываемые и утверждаемые в соответствии с законодательством.

Наряду со стандартами оценки, утвержденными постановлением Правительства РФ № 519, российские оценщики учитывают международные и европейские стандарты. Международные стандарты оценки (МСО) разрабатываются международным комитетом по стандартам оценки (МКСО), европейские стандарты оценки (ЕСО) — Европейской группой ассоциаций оценщиков (ЕГАО). Российское общество оценщиков (РОО) является полномочным представителем РФ в МКСО.

Анализируя опыт работы отечественных оценочных компаний, можно отчетливо проследить как изменение целей заказываемой оценки, так и все возрастающий уровень требований к качеству работы.

Требований, предъявляемых к оценке, и оснований, по которым она проводится, столько же, сколько клиентов, заказывающих оценку. В широком смысле оценка представляет собой обоснованный расчет определенного вида стоимости. Специфические требования клиента каждый раз придают конкретные очертания составляемому отчету об оценке. Качество отчета при этом основывается, главным образом, на знаниях и опыте, личной честности и объективности лица, выполняющего оценку.

Можно сделать вывод, что за последние 10 лет оценка сложилась как профессия, которая базируется на стандартах профессиональной практики в условиях развивающегося законодательного регулирования оценочной деятельности.

2.1.2. Особенности бизнеса как объекта оценки

В оценочной деятельности часто используются как синонимы термины «бизнес» и «предприятие», однако каждое из этих понятий имеет особенности.

Бизнес — это предпринимательская деятельность, направленная на производство и реализацию товаров, работ, услуг, или другая разрешенная законом деятельность с целью получения прибыли. Этой деятельностью занимается хозяйствующий субъект (физическое или юридическое лицо), которому принадлежит предприятие.

Предприятие — производственно-экономический и имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие является объектом гражданских прав и рассматривается как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности (ст. 132 Гражданского кодекса РФ).

При осуществлении оценочной деятельности предприятие рассматривается как единое целое, в состав которого входят все виды имущества и права на него. Предприятие как имущественный комплекс включает все виды имущества, предназначенного для его деятельности: земельные участки, здания и сооружения, машины и оборудование, сырье и продукцию, нематериальные активы, в том числе гудвилл (в отечественной практике — деловая репутация), права на товарный знак, фирменное наименование и другие исключительные права.

Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать и завещать, т.е. бизнес (предприятие) может быть предметом сделки и является товаром, имеющим следующие особенности:

1) вложения в этот товар осуществляются с целью отдачи в будущем, обеспечения определенным доходом собственника предприятия, т.е. являются инвестиционными;

2) бизнес является системой, но его подсистемы и элементы могут продаваться отдельно, становясь основой формирования новой системы;

3) потребность в этом товаре зависит от процессов, которые происходят как внутри самого товара, так и во внешней среде (финансовое состояние предприятия, экономическая и политическая стабильность в стране, социальные факторы и др.);

4) состояние бизнеса тесно связано с состоянием экономики и общества, что влечет участие государства в регистрации, совершении сделок купли-продажи и оценке этого товара;

5) финансово убыточное предприятие может положительно оцениваться рынком из-за имиджа конкретного наименования на рынке.

2.1.3. Факторы, учитываемые при определении стоимости бизнеса

При определении стоимости бизнеса оценщик анализирует влияющие на нее различные микро- и макроэкономические факторы. Макроэкономические показатели характеризуют инвестиционный климат в стране, содержат информацию о том, повлияет ли и как именно на деятельность предприятия изменение макроэкономической ситуации. Факторы макроэкономического риска образуют систематический риск, возникающий из внешних событий, и не могут быть устранены диверсификацией в рамках национальной экономики. Стоимость предприятия, действующего в условиях высокого риска, ниже, чем стоимость аналогичного предприятия, функционирование которого связано с меньшим риском. Обычно более высокий доход характеризуется большей степенью риска.

Основные факторы, влияющие на стоимость бизнеса:

- ликвидность доли и (или) бизнеса (зависит от спроса);
- полезность бизнеса для собственника: характеристики дохода (величина, время получения дохода) и риски, связанные с его получением;
- нематериальные активы, имидж предприятия на рынке;
- ограничения для рассматриваемого бизнеса;
- размер оцениваемой доли бизнеса;
- степень контроля, получаемая новым собственником;
- перспективы развития оцениваемого бизнеса;
- финансовое положение предприятия (наличие собственных средств, оборачиваемость капитала и др.);
- затраты на создание аналогичных предприятий;
- степень конкурентной борьбы в данной отрасли;

- диверсификация производства (состав и структура выпускаемой продукции, услуг);
- качество выпускаемой предприятием продукции;
- технология и затраты производства;
- степень изношенности оборудования;
- ценовая политика;
- взаимоотношения с потребителями и поставщиками;
- уровень управления;
- кадровый состав предприятия.

Рассмотрим эти факторы подробнее.

Ликвидность доли и (или) бизнеса зависит от спроса. Спрос определяется предпочтениями потребителей, зависящими от того, какие доходы приносит данный бизнес собственнику, какова получаемая при сделке степень контроля, какие риски связаны с получением доходов, какова социально-политическая и экономическая среда функционирования бизнеса.

Бизнес имеет стоимость, если может быть полезен реальному или потенциальному собственнику. Полезность для каждого потребителя индивидуальна. Полезность жилья — комфортное проживание, полезность бизнеса — это его способность приносить доход в конкретном месте и в течение данного периода. Чем больше полезность, тем выше величина оценочной стоимости.

Инвестирование и возврат капитала могут быть отделены значительным промежутком времени, поэтому существенно влияет на стоимость информация о том, как быстро и как много дохода от предприятия собственник будет получать с учетом рисков. Если инвестор анализирует поток дохода, то максимальная цена определяется посредством изучения других потоков доходов с аналогичным уровнем риска и качества. При этом замещающий объект необязательно должен быть точной копией, но должен быть похож на оцениваемый объект, и собственник рассматривает его как желаемый заменитель. Получение дохода собственником возможно от операционной деятельности и от продажи объекта, поэтому на рынке выше будет стоимость тех активов, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери части стоимости. Отсюда можно сделать вывод: стоимость закрытых акционерных обществ должна быть ниже стоимости аналогичных открытых.

Бизнес может иметь ограничения (ограничение цен на продукцию предприятия государством, экологические Офаничения и т.п.). Стоимость такого бизнеса будет ниже, чем в случае отсутствия офаничений.

Важен учет перспектив развития оцениваемого бизнеса. Неплатежеспособные предприятия могут быть привлекательными для инвестора, предполагающего благоприятные пути развития, а стоимость предприятия в предбанкротном состоянии будет ниже стоимости предприятия с аналогичными активами, но финансово устойчивого.

При оценке стоимости предприятий необходимо учитывать степень конкурентной борьбы в данной отрасли и в настоящее время, и в будущем. Если отрасль, в которой действует предприятие, приносит избыточную прибыль, то она привлекает капиталы, так как в нее пытаются проникнуть и другие предприниматели. Это увеличит предложение в будущем и снизит норму прибыли. В настоящее время многие российские предприятия получают сверхприбыли только в результате своего монополистического положения, и по мере обострения конкуренции их доходы будут заметно сокращаться. Если ожидается обострение конкурентной борьбы, то при прогнозировании будущих прибылей данный фактор можно учесть либо за счет прямого уменьшения потока доходов, либо путем увеличения фактора риска, что опять же снизит текущую стоимость будущих доходов.

При оценке предприятий особенно важен анализ следующих внутренних факторов: диверсификация производства (отдельно учитывается при определении ставки дисконтирования); ценовая политика и качество продукции (влияют на спрос); степень изношенности оборудования (влияет на вес затратного подхода в итоговом согласовании); финансовое состояние (основа для прогнозирования доходов, существенно влияет на стоимость бизнеса); взаимоотношения с потребителями и поставщиками, уровень управления, кадровый состав предприятия, нематериальные активы предприятия (фирменное имя, знаки, патенты, технологии, маркетинговая система и др.); степень контроля (в среднем на 20—35% может повлиять на итоговую стоимость пакета акций).

Анализ факторов, влияющих на стоимость предприятия, становится важной задачей, решение которой необходимо для получения обоснованной стоимости бизнеса.

2.1.4. Цели оценки стоимости предприятия (бизнеса)

В западных странах, и в особенности в Соединенных Штатах, интерес к оценке бизнеса растет с начала 80-х годов XX в. Использование данных о стоимости фирмы вышло за довольно узкие рам-

ки переговоров о цене при переходе прав собственности. Оценка и прогнозирование стоимости фирмы используются не только при решении вопроса о возможной цене продажи предприятия (бизнеса), но и в качестве критерия выбора стратегии развития.

Результаты оценки оказывают влияние на многие стороны деятельности предприятия, так же как и финансовое состояние предприятия во многом обуславливает цели и задачи оценки. К сожалению, на большинстве отечественных предприятий руководители часто недооценивают необходимость определения реальной рыночной стоимости предприятия в целом и его отдельных активов.

Для определения реального состояния дел на предприятии оценщику необходимо выяснить:

- какие цели ставит перед собой предприятие (выжить или развиваться);
- пользуется ли спросом продукция предприятия, сильна ли конкуренция и каково прогнозное состояние спроса и уровня конкурентной борьбы в отрасли;
- есть ли возможность повышать цену на продукцию;
- каково финансовое состояние и т.д.

Основные цели оценки бизнеса:

- решение вопроса о частичной или полной купле-продаже бизнеса, при выходе одного или нескольких участников из обществ и т.д.;
- выход на фондовые рынки;
- определение стоимости ценных бумаг предприятия в случае их купли-продажи на фондовом рынке и проведения различного рода операций с ними;
- определение максимально приемлемых цен приобретения акций поглощаемых компаний;
- реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, поглощение, выделение и т.д.);
- оценка качества управления предприятием;
- повышение эффективности управления предприятием;
- внесение имущества в уставный капитал предприятия;
- решение имущественных споров;
- обоснование инвестиционных проектов развития предприятия;
- управление финансами предприятия: оценка кредитоспособности, определение стоимости доли предприятия как залога при кредитовании;
- страхование активов и деловых рисков;

- антикризисное управление, осуществление процедуры банкротства;
- оценка стоимости части имущества предприятия (в целях решения вопроса о купле-продаже части имущества для высвобождения неиспользуемых активов или расчетов с кредиторами в случае некредитоспособности, для получения кредита под залог части имущества, для страхования, передачи недвижимости в аренду, определения базы налога на имущество, оформления части недвижимости в качестве вклада в уставный капитал другого предприятия);
- оценка стоимости фирменного знака или других средств индивидуализации предприятия и его продукции или услуг (при их перекупке, приобретении другой фирмой, при установлении нанесенного деловой репутации предприятия ущерба, при использовании в качестве вклада в уставный капитал и др.);
- выкуп акций у акционеров;
- обжалование судебного решения об изъятии собственности, когда возмещение от изъятия бизнеса необоснованно занижено;
- определение величины арендной платы при сдаче бизнеса в аренду;
- эмиссия акций обществом.

При купле-продаже или реструктуризации предприятия потребность в оценке возникает во избежание споров о стоимости имущества предприятия (основных и оборотных средств) или бизнеса в целом с учетом его доходности в краткосрочном периоде и долгосрочной перспективе.

Еще на стадии создания предприятия независимая оценка может быть полезна при внесении имущества в уставный капитал. Так как деятельность оценщика регламентируется законодательством, отчет об оценке имеет юридическую силу и указанные в нем результаты определения стоимости могут быть использованы в суде при возникновении каких-либо имущественных споров, в частности относительно уставного капитала.

В процессе функционирования практически каждого предприятия необходима независимая оценка для управления финансами. Особенно эффективно используется оценка при кредитовании: отчет об оценке является необходимым документом для получения кредитов под залог имущества.

2.1.5. Оценка бизнеса в целях антикризисного управления предприятием

В условиях нестабильности российской экономики, отражающейся на положении на рынке российских предприятий, оценка стоимости предприятия и его активов приобретает особое значение. В частности, необходимым является применение оценки предприятия в антикризисном управлении, особенно при проведении процедур банкротства, при реструктуризации.

Антикризисное управление — это управляемый процесс предотвращения или преодоления кризиса, отвечающий целям предприятия и соответствующий объективным тенденциям его развития. В таком управлении сочетаются предвидение опасности кризиса, анализ его симптомов, меры по снижению отрицательных последствий кризиса и использование его факторов для последующего развития.

Суть антикризисного управления выражается в следующих положениях:

- кризисы можно предвидеть, ожидать и вызывать;
- кризисы в определенной мере можно ускорять, предвирать, отодвигать;
- к кризисам можно и необходимо готовиться;
- кризисы можно смягчать;
- управление в условиях кризиса требует особых подходов, специальных знаний, опыта и искусства;
- кризисные процессы могут быть до определенного предела управляемыми;
- управление процессами выхода из кризиса способно ускорять эти процессы и минимизировать их последствия.

Одной из основных целей в процессе антикризисного управления является оценка предприятия и получение информации о его стоимости. Увеличение рыночной стоимости предприятия означает, что предприятие находится на стадии роста, а ее снижение является главным индикатором неблагоприятного положения дел.

Оценка бизнеса — одна из важных задач внешних (антикризисных) управляющих, назначаемых по решению суда для осуществления финансового оздоровления или ликвидации признанных судом банкротами предприятий. Можно выделить следующие цели оценки бизнеса, которые существенно взаимосвязаны с финансовым состоянием предприятия:

- эмиссия новых акций;

- подготовка к продаже обанкротившихся предприятий;
- оценка в целях реструктуризации;
- обоснование вариантов санации предприятий-банкротов.

Оценка бизнеса, проводимая при антикризисном управлении, выполняет ряд специфических функций. В частности, оценка позволяет определить соотношение между стоимостью имущества и размером задолженности по денежным обязательствам. Знание этого соотношения необходимо для принятия управленческих и судебных решений во всех процедурах арбитражного управления.

Правовой основой оценки предприятий в процессе антикризисного управления является множество правовых положений, сформулированных в различных законодательных и нормативных документах. Основными документами в этой области являются федеральные законы «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», «О несостоятельности (банкротстве)», «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций», постановление Правительства РФ «Об утверждении стандартов оценки»*. Однако принятых к настоящему времени нормативных актов недостаточно для проведения качественной оценки собственности в Российской Федерации, поэтому в практике оценки предприятий, в том числе и в сфере антикризисного управления, широко используются зарубежные стандарты оценки.

Эффективное использование информации о стоимости имущества и бизнеса в целом на стадии осуществления процедуры банкротства позволяет максимально удовлетворить интересы собственников и кредиторов, а также может привести к выводу предприятия из кризиса. Привлечение оценщиков в данном случае регламентируется Федеральным законом от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)». В ряде статей этого Закона формулируются различные положения, условия и ограничения, налагаемые на оценку собственности в ходе арбитражного процесса. Например, указываются возможные ограничения по распоряжению имуществом несостоятельного предприятия-должника, которые могут явиться существенным условием оценки, влияющим на стоимость имущества должника.

Непосредственным основанием для заключения договора арбитражного управляющего с независимым оценщиком на оценку предприятия являются положения ст. 24 и 130 Закона «О не-

* См. полные названия документов в табл. 2.1. на с. 17.

состоятельности (банкротстве)», в которых предусмотрено право арбитражного управляющего привлекать для обеспечения своих полномочий на договорной основе иных лиц с оплатой их деятельности из средств должника. Основанием для оценки в арбитражных процедурах являются также положения Арбитражно-процессуального кодекса РФ, в которых говорится, что для разрешения вопросов, требующих специальных знаний, арбитражный суд вправе назначить экспертизу, в том числе экспертизу по оценке стоимости несостоятельного предприятия.

Отчет о стоимости имущества должника (при его наличии) прилагается к заявлению должника о признании банкротом (п. 2 ст. 38 Закона «О несостоятельности (банкротстве)»).

С момента принятия арбитражным судом решения о судопроизводстве наступают пять основных этапов арбитражного управления: наблюдение, финансовое оздоровление, внешнее управление, конкурсное производство, мировое соглашение. Во всех случаях к основным функциям арбитражного управляющего относится проведение анализа финансового состояния предприятия, проведение инвентаризации, а в случае открытия конкурсного производства обязательна и оценка имущества должника. При этом проведение анализа финансового состояния должника проводится в целях определения достаточности принадлежащего должнику имущества для покрытия судебных расходов, расходов на выплату вознаграждения арбитражным управляющим, а также возможности или невозможности восстановления платежеспособности должника.

Первым этапом арбитражного управления неплатежеспособным предприятием является наблюдение, по окончании которого арбитражным судом принимается решение о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства, или же выносится определение о введении процедур финансового оздоровления или внешнего управления (возможно также утверждение мирового соглашения). В процессе проведения процедуры банкротства для арбитражного управляющего среди его специфических функций выделяется проведение анализа финансового состояния предприятия-должника на основе бухгалтерской отчетности должника, которая не всегда адекватно отражает реальное размещение и использование средств (активов) и источники их формирования. Так, установленная в ходе процедуры наблюдения достаточность имущества для покрытия основных расходов и погашения кредиторской задолженности может не подтвердиться после оценки имущества независимым оценщиком на этапе кон-

курсного производства, может также обнаружиться резкое несоответствие балансовой стоимости активов предприятия и их реальной рыночной стоимости. Из этого следует, что анализ финансового состояния должника на этапе наблюдения не всегда раскрывает реальную сложившуюся ситуацию, а проведение на этом этапе оценки стоимости предприятия и его имущества облегчит работу арбитражного управляющего на последующих этапах банкротства и позволит ему сразу с момента назначения представить реальную картину о состоянии имущества должника.

Объектом оценки на разных этапах арбитражного процесса банкротства несостоятельного предприятия могут быть либо отдельные активы предприятия, либо его имущественный комплекс, либо предприятие как бизнес.

Статья 110 Закона «О несостоятельности (банкротстве)» предусматривает продажу имущественного комплекса предприятия, его филиалов и иных структурных подразделений, включая обозначения, индивидуализирующие должника, его продукцию, работы и услуги: фирменное наименование, товарные знаки, знаки обслуживания и другие принадлежащие должнику исключительные права, которые могут быть переданы другим лицам. Начальная цена продажи предприятия, выставляемого на торги, устанавливается решением собрания кредиторов или комитета кредиторов на основании рыночной стоимости имущества, определенной независимым оценщиком, привлеченным внешним управляющим и действующим на основании договора с оплатой его услуг за счет имущества должника (п. 5 ст. 110 Закона «О несостоятельности (банкротстве)»).

При продаже части имущества должника в период внешнего управления требуются результаты оценки рыночной или ликвидационной стоимости отдельных активов предприятия. При оценке имущества предприятия-должника необходимо выделять то имущество, которое относится к ограниченно ликвидному (в основном это относится к оборонным объектам), продается не на открытых, а на закрытых торгах, а расчет его стоимости осуществляется по особым методикам.

Имущество должника — унитарного предприятия или должника — акционерного общества, более 25% акций которого находятся в государственной или муниципальной собственности, если его продажа предусмотрена планом внешнего управления, подлежит оценке независимым оценщиком с предоставлением заключения финансового контрольного органа по проведенной оценке.

Планом внешнего управления может быть предусмотрено создание нескольких предприятий с оплатой уставного капитала имуществом должника. Величина уставных капиталов в этом случае определяется на базе оценки рыночной стоимости с учетом предложений органа управления должника.

Функция оценки на всех стадиях арбитражного управления имеет свои особенности. На этапе досудебной санации определяются стоимость залога в процессе кредитования несостоятельного предприятия и доли инвесторов (пакеты акций).

На этапе наблюдения результаты оценки используются в следующих целях:

- обоснование наличия или отсутствия возможности восстановления платежеспособности предприятия-должника, выражающееся в определении размеров конкурсной массы и сравнении ее с задолженностью предприятия;
- определение размеров вкладов в уставный капитал при создании новых доходных предприятий на базе несостоятельного предприятия;
- определение стоимости предприятия при установлении достаточности имущества должника для покрытия судебных расходов и расходов на вознаграждение арбитражным управляющим.

На этапе внешнего управления определяется стоимость отдельных активов или предприятия в целом как бизнеса при его продаже, реальная стоимость акций при их продаже, оцениваются денежные обязательства и обязательные платежи при продаже долгов предприятия.

При завершающей стадии процедуры банкротства — конкурсном производстве конкурсный управляющий обязан привлечь независимого оценщика для оценки имущества (п. 2 ст. ПО Закона «О несостоятельности (банкротстве)»). В этом случае требуется определение ликвидности активов предприятия-должника для установления сроков их реализации при расчете общего срока конкурсного производства, оценка имущественного комплекса предприятия-должника для разработки промежуточного ликвидационного баланса.

В условиях конкурсного производства определить рыночную стоимость иногда невозможно по следующим причинам:

- продажа имущества не может рассматриваться в качестве добровольной сделки, так как конкурсный управляющий реализует имущество по решению суда;

- реализуемое имущество чаще всего продается в сроки, ограниченные периодом конкурсного производства, которые часто меньше обычных сроков реализации подобных объектов;
- ограниченность сроков продажи не позволяет конкурсно-му управляющему реализовать активы по максимально возможной цене.

Существенным фактором является определение даты оценки. Она может устанавливаться на момент подачи в арбитражный суд заявления о признании должника банкротом, но применительно к отдельным этапам банкротства при определении состава и размера обязательств должника Закон «О несостоятельности (банкротстве)» придает юридическое значение не дате подачи заявления в суд, а моменту принятия судом решения или определения о введении соответствующей процедуры (проведении процедуры внешнего управления, мораторий на удовлетворение требований кредиторов, введение конкурсного производства). Другим фактором, определяющим дату оценки, может быть дата проведения инвентаризации имущества или дата осмотра объекта оценки экспертом-оценщиком.

Если проводится оценка предприятия-банкрота в целях определения запрашиваемой за предприятие (или долю в нем) цены, то важны следующие аспекты:

- цена, по которой предприятие или доля в нем предлагаются на продажу, не должна быть занижена во избежание нанесения прямого имущественного ущерба кредиторам предприятия;
- цена, по которой предприятие или доля в нем предлагаются на продажу, не должна быть завышена, так как и в этом случае может быть нанесен ущерб кредиторам предприятия-банкрота из-за задержки получения ими компенсации по долгам, ведь при завышенной цене могут не найтись покупатели-инвесторы и цену впоследствии придется все равно снижать;
- если известны потенциальные покупатели (инвесторы), то оценка готовящегося к продаже несостоятельного предприятия должна проводиться с учетом их информированности, деловых возможностей, предполагаемых планов;
- большой или меньший комплекс проведенных мероприятий по санации такого предприятия также может повлиять на величину стоимости.

Санация предприятий-банкротов предполагает их финансовое оздоровление, направленное на повышение цены ожидаемой

продажи. Задачи оценки бизнеса в этом случае специфичны. Прогнозируется оценочная стоимость с учетом конкретных инвесторов (если они есть) и запланированного комплекса санационных мероприятий.

Итак, проанализировав место и роль оценки стоимости предприятия в системе антикризисного управления, можно сделать следующие выводы.

Во-первых, оценка стоимости предприятия, оказавшегося в сложном финансовом положении, очень важна для антикризисного управляющего в качестве исходной информации для принятия решений, выработки плана действий. Например, в рамках внешнего управления по результатам оценки арбитражный управляющий может принять одно из следующих решений: репрофилирование производства, закрытие нерентабельных участков, продажа бизнеса и т.д.

Во-вторых, оценка стоимости является критерием эффективности применяемых антикризисным управляющим мер.

В-третьих, оценка стоимости играет немаловажную роль в арбитражном управлении на различных стадиях процедуры банкротства. Так, на стадии внешнего управления внешний управляющий для определения дальнейшего хода процесса банкротства с помощью метода дисконтированных денежных потоков может просчитать различные варианты развития предприятия в зависимости от сумм и условий инвестирования. Принимать решения относительно дальнейшего использования активов (их сдаче в аренду, продаже и др.) помогут результаты затратного подхода к оценке бизнеса. На стадии конкурсного производства конкурсный управляющий с помощью метода ликвидационной стоимости составляет календарный график реализации активов предприятия и оперирует с величиной ликвидационной стоимости бизнеса.

2.1.6. Оценка бизнеса в целях реструктуризации

Оценка бизнеса необходима для выбора обоснованного направления реструктуризации предприятия. В процессе оценки выявляют альтернативные подходы к управлению предприятием и определяют, какой из них обеспечит предприятию максимальную эффективность, а следовательно, и более высокую рыночную цену, что и является основной целью собственника и задачей управляющих фирм в рыночной экономике. Процесс реструктуризации направлен на обеспечение эффективного ис-

пользования производственных ресурсов, приводящего к увеличению стоимости бизнеса.

Термин «реструктуризация», пришедший в Россию вместе с другими новыми понятиями, связанными с ведением бизнеса, сегодня применяется очень часто для обозначения процессов организационной и финансовой перестройки управления компаниями.

Реструктуризация — это совокупность мероприятий по комплексному приведению условий функционирования компании в соответствие с изменяющимися условиями рынка и выработанной стратегией развития данной компании. Реструктуризация нацелена на быстрое скачкообразное улучшение показателей деятельности компании. Чтобы выяснить, в чем заключается ее смысл, следует обратиться к западному опыту.

Содержание понятия реструктуризации даже в западной экономике не является устоявшимся. Впервые о реструктуризации заговорили еще в 80-х годах XX в., когда экономика США пережила ряд кризисных явлений, первопричинами которых были мировой энергетический кризис, вызвавший экономический спад, а также усиление конкуренции со стороны других развитых стран, и, прежде всего, Японии и ФРГ. Примером реструктуризации, проведенной в тот период, являются действия руководства компании «Крайслер» — производителя автомобилей. К 1981 г. из-за сильного спада продаж, вызванного мировым энергетическим кризисом, дальнейшее существование компании оказалось под вопросом. Меры, предпринятые вновь назначенным генеральным директором компании, включали сокращение численности персонала, закрытие и распродажу убыточных подразделений, реструктуризацию долга, смену продуктовой стратегии. В результате уровень продаж был восстановлен, а компания — спасена.

Рост реструктуризации, наблюдавшийся в 80-х годах, объясняется тем, что послевоенная экономика западных стран активно способствовала формированию малоэффективных промышленных конгломератов, часто занимавшихся многими не связанными между собой видами бизнеса. Можно привести в пример производителя бытовой электроники фирму «Сони», в течение нескольких лет владевшую киностудией «Коламбия пикчерз», нефтяную компанию «Бритиш петролеум», которая в 70-х годах пыталась заниматься добычей угля и производством металлов, а также химическим производством; более поздние примеры — финансово-промышленные концер-

ны Кореи «Дэу» и «Киа». Кризисные явления в мировой экономике только подчеркнули слабости таких компаний — наличие малоэффективных и непрофильных видов бизнеса, распыление внимания руководства, перекрестное субсидирование отдельных продуктов и подразделений, да и просто неэффективное вложение капитала.

Реструктуризация в США в 80-х годах смогла состояться только благодаря достаточно сильному контролю со стороны финансового рынка. Дисциплинирующее воздействие финансового рынка проявилось в многочисленных поглощениях малоэффективных компаний. Получив контроль над компанией через скупку акций, поглощающие группы распродавали ее активы по частям, повышали эффективность работы оставшихся подразделений, после чего продавали акции по значительно более высокой цене. Чтобы избежать угрозы поглощения, руководство компаний вынуждено было повышать эффективность своей работы самостоятельно. Созданная в итоге стоимость в масштабах экономики США составила сотни миллиардов долларов, хотя при этом около трети крупных корпораций прекратили свое существование.

Реструктуризация, однако, не исчерпывается только антикризисными мерами. В условиях дальнейшей интеграции национальных экономик в мировое хозяйство и ужесточения конкуренции, ускорения технического прогресса, сокращения жизненного цикла товаров и услуг вероятность наступления кризисного состояния резко повышается. Поэтому возникает необходимость в качественно новых подходах к организации бизнеса, ориентированных на поддержание долгосрочного развития компании. Их поиск и внедрение в течение последних 20 лет не могли не отразиться на содержании процесса реструктуризации, выдвигая ее стратегическую составляющую на первый план.

Среди подобных подходов можно отметить, например, тотальное управление качеством, систему «точно в срок» и реинжиниринг процессов. В тех случаях, когда они были успешно реализованы в ходе организационных преобразований, эффект был впечатляющим. Например, автомобильная компания «Дженерал моторз» в результате введения системы «точно в срок» сократила товарные запасы на 75%, что дало экономию на оборотных средствах в 6 млрд дол. США. Реинжиниринг оперативного управления позволил сети ресторанов быстрого обслуживания «Такс белл» увеличить объем продаж за восемь лет в шесть раз при общем снижении объемов продаж в отрасли.

Тем не менее проведение подобных преобразований было сопряжено с колоссальными сложностями. Известно, например, что реализация проектов по внедрению тотального управления качеством в начале 90-х годов в 75% случаев заканчивалась неудачей. Внедрение японской модели гибких производственных систем и концепций тотального управления цепочкой распределения также оказалось сложным для западных компаний и потребовало перестройки взаимоотношений с поставщиками и покупателями.

Более того, внедрение новых моделей управления потребовало переосмысления «мягкой» стороны бизнеса, прежде всего управления человеческими ресурсами и организационного развития. Недоучет этих аспектов вызывал сопротивление сотрудников и существующей организационной структуры проведению реструктуризации и, как следствие, породил многочисленные неудачи. Поэтому вполне понятно, что реструктуризация, ограниченная созданием новой экономической модели компании и оптимизацией ее активов, производственных и управленческих процессов, не только не обеспечивает выход компании на траекторию устойчивого развития, но и ведет ее к смерти. Итак, можно сделать следующие выводы:

- реструктуризация является ответом компании на неблагоприятные прерывистые изменения внешней среды;
- реструктуризация направлена на обеспечение развития и конкурентоспособности компании в долгосрочной перспективе;
- реструктуризация предполагает комплексную перестройку экономической, производственной и социальной систем компании.

В условиях переходной экономики, и особенно экономики российской, реструктуризация становится еще более сложной задачей, поскольку кризисное состояние компаний является системным и чрезвычайно глубоким, а имеющиеся в распоряжении управляющих ресурсы и возможности — ограниченными. Специфика реструктуризации как стратегии преодоления кризисного состояния применительно к российским компаниям состоит в необходимости, во-первых, резкого повышения эффективности управления компанией, а во-вторых, создания механизмов адаптации предприятия к конкурентной рыночной среде. Решение подобных проблем и в западной экономике требует достаточно сложных управленческих навыков. Российские же пред-

приятия столкнулись с отсутствием должных навыков управления во всех функциональных областях.

Многочисленные примеры реструктуризации российских предприятий показывают, что речь идет не просто о замене управленческих кадров, а о создании целых областей управления с нуля. Необходимыми для этого организационными ресурсами располагали, пожалуй, только наиболее крупные компании. Лишь немногие из них представляли направление своего движения и еще меньшее число смогло обеспечить необходимую для проведения реструктуризации поддержку руководства.

К сожалению, государственная политика скорее препятствовала, чем способствовала радикальному реформированию предприятий, что в немалой степени было вызвано недопониманием реального масштаба проблем. Наиболее известный правительственный документ в этой области — Методические рекомендации по реформированию организаций (утверждены приказом Министерства экономики РФ от 01.10.1997 № 118) являются кратким изложением стандартных технологий ведения бизнеса в западной экономике. Не говоря уже о том, что применение этих технологий требует, по меньшей мере, взвешенного подхода, документ не затрагивает ряд существенных аспектов реструктуризации, не раскрывает инновационных методов управления и не предлагает методику разработки плана реструктуризации.

Проведение реструктуризации в ее западном понимании затруднено еще и потому, что это требует от руководства и работников предприятия (именно эти заинтересованные группы получили контроль на большей части приватизированных предприятий) немедленных и значительных жертв, причем очень часто при отсутствии гарантии успешного исхода. Гораздо более привлекательной (и распространенной, например, в угольной отрасли) является альтернатива, когда при гарантии сохранения рабочих мест коллектив фактически предоставляет руководству права контроля, и обе группы совместно оказывают давление на органы власти.

Задачи реструктуризации, традиционные для западной экономики, — преодоление кризисного состояния компании и обеспечение долгосрочного стратегического развития — в условиях российской экономики дополняются необходимостью повышения эффективности производства. Чтобы представить масштаб решаемых задач, целесообразно сравнить такой часто применяемый показатель эффективности, как объем продаж на одно-

го занятого, у российских компаний-экспортеров и у их западных конкурентов.

В 1998 г. ведущая российская нефтяная компания «Лукойл» получила выручку в размере 800 000 руб. (около 100 000 дол.) на одного работающего, тогда как аналогичный показатель в западных нефтяных компаниях составлял около 1 000 000 дол. на одного работающего (например, в «Роял Датч» — 975 000 дол., в «БП Амоко» — 1 040 000 дол.). Объем реализации у ведущего американского производителя алюминия, компании «Алкоа», в 1998 г. превысил объем реализации крупнейшего российского производителя ОАО «БрАЗ» в 30 раз при разнице в численности работников всего в 12 раз. В таких условиях конкурентоспособность можно сохранять только в краткосрочной перспективе за счет относительно низких цен на сырье и рабочую силу.

Реструктуризация, как правило, включает постепенное сокращение численности сотрудников (иногда на 50% и более), выделение непрофильных и убыточных видов деятельности (к ним относится, в том числе, содержание жилищного фонда и социальной сферы), сокращение неэффективно используемых активов, постановку налогового планирования с целью максимального снижения налоговых выплат. Для многих предприятий, особенно начинающих реструктуризацию сейчас, актуален вопрос реструктуризации накопленной задолженности поставщикам, бюджету и государственным внебюджетным фондам.

Как показывает практика, при проведении реструктуризации как отдельных компаний, так и финансово-промышленных групп, первоочередной мерой стала реорганизация управления на корпоративном и функциональном уровне, а также в структурных подразделениях. Первая практическая проблема реструктуризации состоит в отсутствии адекватной для намеченных мер системы управления. Неадекватность выражается в методической и технической слабости, недостаточной координации всех систем управления, и прежде всего систем финансового учета и контроля, поставок и сбыта, что попросту ведет к недостатку информации для полноценного управления предприятием. Например, реструктуризация Горьковского автомобильного завода началась с построения системы бюджетирования, что позволило упорядочить внешние финансовые потоки (завод страдал от наличия большого числа посредников, высокой доли бартера и зачетов в расчетах) и взять под контроль процесс формирования себестоимости продукции. Появление информационной системы в дальнейшем дало

возможность осмысленно подойти к решению проблем в области производства (дизайна, контроля за качеством, перевооружения производства), сбыта (была создана собственная дилерская сеть) и оптимизации стратегического портфеля (ГАЗом проводилась предпродажная подготовка выделяемых непрофильных подразделений и социальной сферы).

Примерно такие же проблемы решались и АО «Дормаш». По плану реструктуризации структурным подразделениям интегрированной компании была передана ответственность за производство и сбыт, что потребовало внедрения не только бюджетирования, но и систем внутреннего заказа и оценки деятельности руководителей подразделений.

В ОАО «Онежский тракторный завод» реструктуризация заключалась в выделении структурных подразделений в самостоятельные дочерние общества, при этом были внедрены и уже перечисленные элементы систем управления. Особое внимание было уделено формированию системы взаимоотношений между головным и дочерними обществами.

Опыт реструктуризации российских предприятий показывает, что реальный процесс реструктуризации на практике оказался очень длительным и почти во всех случаях незавершенным. Это связано и со сложностью преобразований, и с налагаемыми на них ограничениями, и с новизной возникающих управленческих задач для руководства и сотрудников предприятий. Поэтому неудивительно, что на крупном российском предприятии только организация новой системы управления может растянуться не на один год, а реструктуризация зачастую проводится в несколько этапов. Промежуточные результаты могут быть довольно значительными. Так, в ОАО «Онежский тракторный завод» через три года после начала преобразований реальная выработка на одного сотрудника возросла в 2—2,5 раза, а в ОАО «Новосибирский оловянный комбинат» объем физического производства на одного работника за четыре года совершенствования структуры управления увеличился на 60%.

Исследование предприятия в целях реструктуризации проводится в три этапа.

1. Анализ текущего состояния предприятия, производственных и финансовых планов руководства.

2. Детализированный финансовый анализ предприятия и выявление внутренних факторов, способствующих росту его стоимости.

3. Анализ возможностей реструктурирования:

- организационного (продажа производственных подразделений, покупка компаний, слияние, создание совместного предприятия, ликвидация подразделения и т.д.);
- финансового (принятие решений в отношении задолженности, увеличения собственного капитала).

Главная цель реструктуризации — поиск источников развития предприятия (бизнеса) на основе внутренних и внешних факторов. Внутренние факторы основаны на выработке операционной, инвестиционной и финансовой стратегий, а внешние — на реорганизации видов деятельности и структуры предприятия. Внутренние факторы представлены в табл. 2.2.

Таблица 2.2

Стратегии развития предприятия и их воздействие на факторы его стоимости

Стратегии развития предприятия	Анализируемые параметры	Подходы к разработке и реализации стратегий	
		<i>лидерство по затратам</i> — строгий контроль затрат предприятия и максимальное повышение эффективности производства	<i>дифференциация</i> — концентрация усилий предприятия на производстве и реализации продукции, не имеющей конкурирующих аналогов
Операционные	Ассортимент производимой продукции или услуг Ценообразование Рынки сбыта Реклама Эффективность затрат Система сбыта Качество обслуживания клиентов	Сокращение доли постоянных затрат путем экономии на административных и накладных расходах Оптимизация связей с поставщиками с целью дополнительной экономии на затратах Увеличение своей доли на рынке для достижения экономии на масштабах по каждому виду деятельности Обеспечение конкурентоспособных цен на реализуемую продукцию	Использование потенциала увеличения цены в сегментах рынка, где есть ощутимое преимущество перед конкурентами
Инвестиционные	Уровень товарно-материальных запасов	Минимизация остатка денежных средств Стимулирование дебиторов к сокраще-	Налаживание связи управления дебиторской задолженностью

Стратегии развития предприятия	Анализируемые параметры	Подходы к разработке и реализации стратегий	
		<i>лидерство по затратам</i> — строгий контроль затрат предприятия и максимальное повышение эффективности производства	<i>дифференциация</i> — концентрация усилий предприятия на производстве и реализации продукции, не имеющей конкурирующих аналогов
Инвестиционные	Сбор дебиторской задолженности Управление кредиторской задолженностью Расширение производственных мощностей Планирование капиталовложений Продажа активов	нию средних сроков погашения задолженности Минимизация уровня товарно-материальных запасов без ущерба для бесперебойной работы Экономия на использовании основных средств (например, аренда машин и оборудования) Продажа избыточных неиспользуемых активов	с ценовыми факторами Получение у поставщиков наиболее выгодных условий погашения кредиторской задолженности Инвестирование средств в специальные активы, необходимые для дифференциации
Финансовые	Структура капитала, способы финансирования, риски	Создание оптимальной структуры капитала Выбор наиболее дешевых способов финансирования заемного и собственного капиталов Максимальное сокращение факторов делового риска	

Последовательное осуществление того или иного варианта стратегий приводит к максимальному увеличению денежного потока и, как следствие, к повышению стоимости предприятия.

Внешние факторы включают реорганизацию видов деятельности и структуры предприятия. Внешнее развитие предприятия основывается на купле (продаже) активов и подразделений, слияниях и поглощениях. Преследуются следующие стратегические цели:

- повышение стоимости бизнеса за счет изменения структуры активов;
- аккумуляция средств на главных направлениях развития бизнеса;
- сохранение корпоративного контроля.

Реструктуризация возможна в случаях, когда различаются текущая стоимость предприятия и потенциальная стоимость, до-

стигаемая после реструктуризации с учетом инвестиционных затрат на ее проведение.

Базовым при расчете стоимости предприятия в целях реструктуризации является метод дисконтирования денежных потоков, а реструктуризация рассматривается как вариант капиталовложений с первоначальными затратами и ожидаемой в будущем прибылью.

Обратимся к законодательству. Согласно ст. 57 ГК РФ и ст. 15 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» общество может быть добровольно реорганизовано в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования.

Под слиянием понимается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ, с прекращением существования последних.

Под присоединением признается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу. При присоединении одного общества к другому к последнему переходят все права и обязанности присоединяемого общества.

Под разделением общества признается прекращение деятельности общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам.

Под выделением общества признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения деятельности последнего.

Основные направления реструктуризации предприятий и соответствующие мероприятия представлены в табл. 2.3.

Таблица 2.3

Основные направления реструктуризации предприятий

Направления реструктуризации	Мероприятия
Стратегическое	Расширение (слияние, присоединение) Сокращение (разделение, выделение) Преобразование акционерного капитала
Реорганизующее в случае несостоятельности (банкротства)	Внешнее управление имуществом должника Санация
Предотвращающее угрозу захвата	Система защиты интересов управляющих и акционеров Программа выкупа акций Преобразование компании

Сокращение (разделение, выделение) предприятия (особенно финансово-убыточного) — это выделение из его состава в качестве подконтрольных, но оперативно самостоятельных юридических лиц (дочерних и зависимых предприятий) бывших подразделений и (или) структурных единиц, которые до сих пор специализировались на определенных товарах или услугах, которые могут быть реализованы внешним покупателям (на сторону). Чаще всего эта операция осуществляется в форме учреждения соответствующих дочерних акционерных обществ на базе имущества, имевшегося у предприятия. Это делается посредством:

- 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 акционерного общества);
- предоставления дочерней фирме указанного имущества в продлеваемую долгосрочную аренду, плата за которую в действительности не будет взиматься (капитализируется и дает величину вноса в уставный фонд учреждаемого предприятия);
- приобретения относительно небольшой части акций (паев) вновь учреждаемого (оформляемого как самостоятельное) дочернего предприятия за «живые» деньги.

Балансы выделенных предприятий подлежат консолидации в единый баланс материнской фирмы. Экономический смысл дробления крупного единого предприятия состоит в следующем.

1. Выделяются отдельные, имеющие самостоятельный баланс предприятия, которые специализируются на коммерчески перспективных продуктах. Заинтересованные в указанных проектах инвесторы могут иметь больше гарантий того, что кредиты или вклады в приобретение акций (паев), предоставленные таким специализированным предприятиям, не будут «размазаны» в материнской многопрофильной фирме и если материнская фирма является кризисной, то инвесторы могут быть более спокойны в том отношении, что их капиталовложения, помещенные в специализированное на рассматриваемом проекте предприятие, не будут использованы для покрытия первоочередных просроченных задолженностей неплатежеспособной материнской фирмы.

2. Санация (финансовое оздоровление) крупного предприятия может быть облегчена выделением юридически отдельных имеющих самостоятельный баланс, заведомо коммерчески неперспек-

тивных предприятий. Они — кандидаты на банкротство, которое только в некоторой мере затронет имущество выделившей их из своего состава материнской фирмы, так как учредители несут лишь ограниченную указанной величиной ответственность за долги. От коммерческой неудачи дочерних предприятий пострадают в первую очередь их кредиторы, долги которым в случае упомянутого банкротства частично не будут погашены. Если выделенное предприятие станет прибыльным, владельцы материнской фирмы смогут получить выгоду: оформление частных владельцев материнской фирмы на завышенную заработную плату в указанные дочерние предприятия; упорядоченная ликвидация коммерчески успешного дочернего предприятия (ликвидация дочернего предприятия с продолжением его бизнеса центральной компанией и одновременным получением свободного от долгов ликвидного остатка имущества дочернего предприятия).

Материнская фирма сохраняет решающие для нормального функционирования дочерних структур функциональные службы: научно-исследовательский (конструкторско-технологический) центр, централизованную бухгалтерию, финансово-инвестиционный отдел, единый отдел стандартизации, научно-техническую библиотеку, отдел кадров, транспортный цех.

При оценке предполагаемого проекта реорганизации необходимо составить прогноз будущих денежных потоков, которые предполагается получить после завершения сделки. При расчете денежных потоков должны быть учтены все синергетические эффекты, чтобы предусмотреть предельное влияние реорганизации.

Синергетический эффект — превышение стоимости объединенных компаний после слияния по сравнению с суммарной стоимостью компаний до слияния, или добавленная стоимость объединения ($2 + 2 = 5$).

Выгода может быть прямая и косвенная:

Прямая выгода от объединения предприятий — увеличение чистых денежных потоков реорганизованных компаний. Анализ прямой выгоды включает три этапа:

1) оценку стоимости предприятия на основе прогнозируемых денежных потоков до реорганизации;

2) оценку стоимости объединенной компании на основе денежных потоков после реорганизации;

3) расчет добавленной стоимости (все расчеты проводятся на базе модели дисконтированных денежных потоков).

Оценить эффективность реорганизации может оказаться легче, чем новый инвестиционный проект, так как объединяются

действующие предприятия. Прогнозы объема продаж* издержек, как правило, бывают основаны на результатах прошлых лет, следовательно, они более точные.

Косвенная выгода — увеличение рыночной стоимости акций или изменение мультипликатора цена/прибыль, так как акции объединенной компании могут стать более привлекательными для инвестора и их рыночная стоимость возрастет.

Процесс реструктуризации предприятия объективно необходим в условиях динамично развивающейся экономики, и для принятия эффективных решений в этой сфере проводят оценку стоимости предприятий в целях реструктуризации.

2.2. Виды стоимости имущества

2.2.1. Рыночная стоимость и цена продажи

Чтобы получить результат оценки, необходимый заказчику для принятия обоснованных решений, нужно четко сформулировать цели оценки, в зависимости от которых определению подлежат различные виды стоимости.

Стоимость не является характеристикой, которая сама по себе присуща объектам: наличие стоимости зависит от желания людей и покупательной способности; имущество имеет стоимость только при наличии полезности; для того чтобы иметь стоимость, имущество должно быть относительно дефицитным. Четыре компонента стоимости представлены на рис. 2.1.

Компоненты стоимости			
Спрос	Полезность	Дефицитность	Возможность отчуждаемости объектов

Рис. 2.1. Компоненты стоимости

Рассмотрим эти компоненты.

Спрос — количество данного товара или услуг, находящее на рынке платежеспособных покупателей.

Полезность определяется способностью имущества удовлетворять некоторые потребности человека. Полезность побуждает желание приобрести определенную вещь. Для инвестора, действующего на рынке недвижимости, наибольшей полезностью будет обладать земельный участок без ограничений на использование и застройку.

Дефицитность — ограниченность предложения. Как правило, при увеличении предложения определенного товара цены на

данный товар начинают падать, при уменьшении предложения — расти.

Возможность отчуждаемости объектов — это возможность передачи имущественных прав, что позволяет ей переходить из рук в руки (от продавца к покупателю), т.е. быть товаром.

В оценке имущества различают несколько видов стоимости, которые зависят от целей оценки. Если требуется принять решение относительно цены продажи предприятия (его части), определяется рыночная стоимость.

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

Рыночная оценка основана на учете затрат, связанных с производством товара, времени получения доходов, уровня конкуренции, экономического имиджа предприятия, макро- и микроэкономических условий, влияющих на стоимость объекта. Для определения рыночной стоимости нельзя принять цены продаж аналогичных объектов без проведения дополнительного анализа, так как цена сделки не характеризует мотивы продавца и покупателя, отсутствие или наличие каких-либо внешних воздействий. Рыночная стоимость может быть определена только при наличии следующих условий равновесной сделки:

- рынок является конкурентным и предоставляет достаточный выбор имущества для взаимодействия большого числа покупателей и продавцов;
- покупатель и продавец свободны, независимы друг от друга, хорошо информированы о предмете сделки и действуют только в целях максимального удовлетворения собственных интересов — увеличить доход или полнее удовлетворить потребности;
- срок экспозиции объекта оценки (период начиная с даты представления на открытый рынок объекта оценки до даты совершения сделки с ним) достаточен для обеспечения его доступности всем потенциальным покупателям;
- оплата сделки производится деньгами или денежным эквивалентом, при этом покупатель и продавец используют типичные финансовые условия, принятые на рынке.

Понятие стоимости отличается от понятия цены. Стоимость и цена равны только в условиях совершенного рынка.

Цена — денежная сумма, предлагаемая или уплаченная за объект оценки или его аналог в конкретной ситуации. В случае отсутствия тех или иных типичных условий сделки, цена продажи конкретного объекта может отличаться от типичной цены для данного рынка, т.е. от рыночной стоимости аналогов рассматриваемого объекта.

Таким образом, рыночная стоимость — это ожидаемая цена при определенных условиях, а цена продажи — это сумма, которую в конкретной ситуации покупатель согласился заплатить, а продавец — принять за объект.

Рыночная стоимость является объективной, независимой от желания отдельных участников рынка недвижимости.

2.2.2. Виды стоимости, отличные от рыночной

Для различных целей оценки могут применяться и другие виды стоимости. Так, при обосновании инвестиционных проектов развития бизнеса, оценки бизнеса с учетом инвестирования рассчитывают инвестиционную стоимость, а если предполагается ликвидация предприятия и реализация его активов по отдельности, определяется ликвидационная стоимость.

Основные виды стоимости имущества включены в Стандарты оценочной деятельности, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности Российской Федерации, утвержденные постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 № 519 (табл. 2.4).

Таблица 2.4

Виды стоимости, отличные от рыночной

Вид стоимости	Характеристика
Стоимость объекта оценки с ограниченным рынком	Стоимость объекта, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров
Стоимость воспроизводства	Сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, аналогичного оцениваемому, с применением идентичных материалов и технологий
Стоимость замещения	Сумма затрат в существующих на дату проведения оценки рыночных ценах на создание объекта, аналогичного оцениваемому с учетом существующих на дату оценки цен и требований к аналогичным объектам (дизайн, материалы и т.п.)

Вид стоимости	Характеристика
Стоимость при существующем использовании	Стоимость объекта оценки, которая определяется исходя из существующих условий и цели его использования. Расчет основан на предположении продолжения формы функционирования объекта и возможности его продажи на рынке
Утилизационная стоимость	Стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки
Инвестиционная стоимость	Стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях
Ликвидационная стоимость	Стоимость объекта оценки, если он должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов
Стоимость для целей налогообложения	Стоимость объекта оценки, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов, в том числе инвентаризационная стоимость
Специальная стоимость	Стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости, указанной в стандартах оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности

Видом стоимости, на который влияют субъективные оценки, является *инвестиционная стоимость*. Ее величина может отличаться от рыночной по причинам индивидуальной оценки будущей прибыльности, из-за особенностей инвестиционных целей, наличия специфических налоговых ситуаций (льгот), сочетаемости с другими принадлежащими владельцу объектами и др.

Типичный инвестор, вкладывая в бизнес, стремится получить наряду с возвратом вложенного капитала еще прибыль на вложенный капитал. Бизнес и его элементы — инструмент для генерирования потоков дохода. И в качестве инвестиционной стоимости выступает стоимость капитальных вложений для конкретного инвестора с учетом его требований к инвестициям. Это величина не обезличенная и отражающая наиболее вероятное поведение на рынке, а субъективная, определяемая для конкретного инвестора. Инвестиционная стоимость является наи-

высшей ценой, которую может заплатить инвестор за объект недвижимости, учитывая ожидаемую доходность (полезность, удобства) данного инвестиционного проекта.

Инвестиционная стоимость может быть рассчитана для арбитражных управляющих преимущественно на стадии внешнего управления в случае продажи предприятия конкретному инвестору, который в данном случае покупает набор активов, позволяющих получить будущие доходы. Инвестиционная и рыночная стоимости совпадают только в случае, когда ожидания конкретного инвестора являются типичными для данного рынка.

Стоимость для целей налогообложения может базироваться на рыночной стоимости, на затратах на воспроизводство объекта, либо рассчитывается по нормативной методике без привлечения специалистов-экспертов. Этот вид стоимости может использоваться антикризисным (арбитражным) управляющим при разработке финансового плана и программы финансового оздоровления, а также при анализе возможностей использования «налогового щита».

Утилизационная стоимость — это стоимость утилизируемых активов предприятия, которые полностью утратили свою первоначальную полезность вследствие полного износа, определяется как рыночная стоимость полученных при утилизации материалов за вычетом затрат на демонтаж и ликвидацию. Данный вид стоимости может быть полезен антикризисному управляющему в процессе работы на кризисных предприятиях. Утилизационная стоимость должна рассчитываться, например, для определения ожидаемого дохода от реализации полностью изношенного оборудования.

Если предполагается ликвидация предприятия и реализация его активов по отдельности, то как разность между ожидаемой выручкой от продажи активов предприятия на рынке и издержками на ликвидацию определяется *ликвидационная стоимость*. Из-за ограничения сроков продажи, которых недостаточно для ознакомления с выставленным на рынок объектом всех потенциальных покупателей, ликвидационная стоимость может быть значительно ниже рыночной. Определяется она, как правило, при ликвидации предприятия по решению собственника либо судебного органа и представляет собой сумму денежных средств, которая может быть фактически получена в результате продажи активов предприятия независимо от их балансовой стоимости.

Оценка ликвидационной стоимости в ситуации банкротства имеет ряд особенностей, обусловленных в основном характером самой ситуации. В ситуации банкротства заказчики и пользова-

тели оценки — это, как правило, разные субъекты, пользователями оценки в этом случае обычно бывают третьи стороны (кредиторы, инвесторы, судебные органы). Если предприятие находится на стадии конкурсного производства (заключительная стадия процедуры банкротства), целесообразно сразу рассчитывать ликвидационную стоимость объекта.

Стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости, указанной в стандартах оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности, называется *специальной стоимостью объекта оценки*. В частности, в числе видов стоимости, отличных от рыночной, включенных в международные стандарты оценки, выделяют стоимость предприятия как действующего (бизнеса в целом).

Стоимость предприятия как действующего — это стоимость единого имущественного комплекса, определяемая в соответствии с результатами функционирования сформировавшегося производства. В соответствии с Международными стандартами оценки (раздел «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости. Стандарты МКСОИ») такая оценка основана на виде стоимости, не являющемся рыночным. Стоимость предприятия как действующего включает в себя оценку функционирующего предприятия и получение из общей стоимости действующего предприятия величин для его составных частей, выражающих их вклад в общую стоимость, но ни один из этих компонентов сам по себе не образует рыночной стоимости.

Если некоторый объект собственности как часть действующего предприятия не вносит вклад в общую прибыльность фирмы, его можно рассматривать в качестве избыточного актива и учитывать возможные альтернативные варианты его использования, включая потенциальную утилизационную стоимость. Оценка предприятия как действующего (в российской трактовке оценка «стоимости действующего предприятия»), предполагает, что бизнес имеет благоприятные перспективы развития, поэтому можно ожидать сохранения предприятия как системы, а ценность целого обычно всегда больше, чем простая сумма стоимостей отдельных элементов.

Таким образом, множеству различных операций с имуществом соответствует несколько видов стоимости. В зависимости от потребностей участников рынка, величины различных видов стоимости одного и того же объекта могут существенно отличаться. Наи-

более часто встречается оценка рыночной стоимости. Выбор того или иного вида стоимости зависит от целей оценки, необходимости учета текущей ситуации и перспектив развития бизнеса.

2.3. Принципы оценки имущества

На стоимость имущества влияет значительное количество экономических факторов. Принципы оценки позволяют учесть наиболее значимые из них, отражая тенденцию экономического поведения субъектов рыночных отношений.

Основные принципы оценки имущества можно разделить на четыре группы (табл. 2.5).

Таблица 2.5

Группы принципов оценки имущества

Принципы, отражающие компоненты объекта	Принципы, основанные на представлениях владельца	Принципы, связанные с рыночной средой	Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования
Вклада Остаточной продуктивности Предельной продуктивности Сбалансированности	Полезности Замещения Ожидания	Внешних изменений Конкуренции Спроса и предложения соответствия, регрессии, прогрессии Экономического разделения	Синтез предыдущих трех групп принципов

Принципы оценки имущества взаимосвязаны. На один конкретный объект могут одновременно влиять несколько принципов, в каждой ситуации набор принципов может быть различен.

Принципы оценки не могут учесть абсолютно все факторы, влияющие на стоимость объекта недвижимости, однако при правильном применении позволяют обеспечить достоверное заключение о его стоимости.

Принципы оценки, отражающие компоненты объекта

Принцип вклада основан на измерении стоимости каждого элемента, вносимой им в общую стоимость объекта. Улучшения следует производить в разумных пределах, так как произведенные затраты на добавление дополнительного элемента (вклада)

могут не соответствовать последовавшему увеличению стоимости объекта.

Пример 2.1. Проведена модернизация оборудования, позволившая повысить доходность предприятия. Рассмотрим две ситуации:

№ п/п	Стоимость предприятия до модернизации оборудования, тыс. руб.	Затраты на модернизацию, тыс. руб.	Рыночная стоимость предприятия после модернизации, тыс. руб.	Вклад модернизации оборудования в стоимость предприятия, тыс. руб.
1	1 000	200	1 150	150
2	1 000	300	1 500	500

В примере показано, что произведенные затраты на добавление дополнительного элемента (вклада) могут не соответствовать последовавшему увеличению стоимости объекта. Например, в первом случае затраты на улучшения составили 200 000 руб., а последовавший рост стоимости предприятия (вклад улучшения в стоимость) составил всего 150 000 руб.

Доходность бизнеса — это результат действия четырех факторов производства: земли, рабочей силы, капитала и управления. Для оценки предприятия нужно знать вклад каждого фактора в формирование дохода предприятия. Включение любого дополнительного актива в систему предприятия экономически целесообразно, если получаемый прирост стоимости предприятия больше затрат на приобретение этого актива. При оценке бизнеса необходимо учесть возможность произвести улучшения, которые повлекут увеличение его стоимости, например:

- если на складе установлена самооткрывающаяся дверь, то затраты на ее установку вряд ли будут покрыты увеличением стоимости объекта;
- отделка цехов скорее всего не повлияет на доход от производства и стоимость предприятия, но такой вклад, как прием на работу нового управляющего с более высокой заработной платой, может сказаться положительно на результатах производства и соответственно стоимости предприятия;
- устройство места для парковки автомобилей может существенно повысить стоимость магазина розничной торговли.

Принцип остаточной продуктивности. Так как земля физически недвижима, факторы рабочей силы, капитала и управления должны быть привлечены к ней. Сначала должна быть произведена компенсация за эти факторы, а оставшаяся сумма денег идет в оплату пользования земельным участком ее собственнику. Остаточная продуктивность может быть результатом того, что земля дает возможность пользователю извлекать максимальные доходы или до предела уменьшать затраты. Например, предприятие будет оценено выше, если земельный участок способен обеспечивать более высокий доход или если его расположение позволяет минимизировать затраты:

- дорогой ресторан лучше открыть в престижном районе, где остаточная продуктивность выше, чем на окраине города;
- максимальную выручку магазину способен обеспечить участок, находящийся на видном месте, имеющий хорошую пешеходную и транспортную доступность для большого количества покупателей;
- размещать горнообогатительный комбинат в городе, отдаленном от места добычи сырья, нецелесообразно из-за высоких издержек на доставку сырья для переработки.

Принцип предельной продуктивности заключается в том, что последовательное добавление ресурсов к основным факторам производства будет сопровождаться увеличением доходности, превышающим затраты на их создание, только до достижения точки максимальной продуктивности. После этого дальнейшие улучшения не будут вызывать приемлемого увеличения стоимости или даже компенсировать произведенные затраты. Например, в кафе постоянно обновлялся интерьер и расширялся ассортимент предлагаемых блюд и напитков. Сначала посетителей становилось больше, затем, с ростом цен в результате увеличения затрат, остались только клиенты, имеющие достаточно высокий уровень дохода, а поскольку их количество ограничено, кафе стало нести убытки.

Увеличение объема инвестиций в развитие производства будет сопровождаться приростом прибыли только до определенного момента, после чего темп прироста прибыли начнет снижаться. При оценке предприятия нужно учитывать, что устаревшее технологическое оборудование потребует полной замены, оплаты демонтажа и монтажа нового оборудования, а высококвалифицированных работников, имеющих большой опыт работы на устаревшем оборудовании, будет дорого и трудно перучивать.

Принцип сбалансированности основан на том, что чем более гармоничны и сбалансированы элементы объекта, тем выше его стоимость на рынке; максимальный доход от предприятия можно получить при соблюдении пропорциональности факторов производства.

Предприятие — это система, а одной из закономерностей развития и существования системы является сбалансированность, пропорциональность ее элементов. Наибольшая эффективность предприятия достигается при объективно обусловленной пропорциональности факторов производства. Различные элементы системы предприятия должны быть согласованы между собой по пропускной способности и другим характеристикам. Например, при оценке учитывается последовательное расположение цехов в соответствии с технологическим циклом.

Одним из важных моментов действия данного принципа является соответствие размеров предприятия потребностям рынка: если предприятие является слишком большим для удовлетворения потребностей рынка, то его эффективность падает, особенно если затруднена доставка ресурсов или товаров.

Пример 2.2. Фабрика по производству тортов производит слишком много этой продукции для местного рынка. Торты — продукция скоропортящаяся и не подлежит длительным перевозкам в другой населенный пункт из-за возможной потери внешнего вида, значит, наблюдается несбалансированность размеров фабрики потребностям рынка.

Принципы оценки, основанные на представлениях владельца

Принцип полезности заключается в том, что предприятие с большей полезностью для пользователя обладает и большей стоимостью на рынке. Бизнес имеет стоимость, если может быть полезен реальному или потенциальному собственнику. Полезность для каждого потребителя индивидуальна. Полезность жилья — комфортное проживание, полезность бизнеса — это его способность приносить доход в конкретном месте и в течение данного периода. Полезность может проявляться в способности удовлетворять психологические потребности, например чувство гордости за владение (даже временное) объектом.

Чем больше полезность, тем выше величина оценочной стоимости. Конечно, полезность бизнеса в том, чтобы приносить доход. Однако, например, программиста вряд ли заинтересует ферма по разведению кроликов.

Принцип замещения гласит, что осведомленный покупатель в условиях открытого рынка не заплатит за предприятие больше, чем за предприятие с эквивалентной полезностью, или больше, чем затраты на возведение аналогичного объекта в приемлемые сроки. Максимальная стоимость имущества не должна быть выше минимальной цены на имущество с такой же полезностью, так как ценность конкретного объекта в глазах покупателя сильно зависит от возможности найти заменяющий сопоставимый объект.

Если инвестор анализирует поток дохода, то максимальная цена определяется посредством изучения других потоков доходов с аналогичным уровнем риска и качества. Но покупатель не всегда ограничен бизнесом одного и того же типа. Иными словами, замещающий объект необязательно должен быть точной копией, но он должен быть похож на оцениваемый объект, и собственник рассматривает его как желаемый заменитель. Принцип основан на наличии вариантов выбора у покупателя и отражает наименьшую стоимость, по которой может быть приобретено имущество с эквивалентной полезностью, например:

— вместо двух недорогих автостоянок в малонаселенном районе можно приобрести одну дорогую, но в центре города;

— предпринимателя, желающего приобрести мукомольное предприятие, может заинтересовать и цех по расфасовке круп.

Принцип ожидания основан на том, что на стоимость предприятия влияют ожидаемые преимущества от владения объектом и его недостатки. На стоимость бизнеса влияют ожидаемая доходность инвестиций за счет потоков дохода от функционирования и выручка от будущей продажи предприятия. Важны величина, качество и продолжительность ожидаемого будущего дохода.

Ожидание будущих выгод от владения предприятием выражается в денежной форме. Будущие выгоды (убытки) от владения объектом могут быть продисконтированы (приведены к текущей стоимости), на основе чего могут вноситься как положительные, так и отрицательные поправки к стоимости объекта оценки, например, текущую стоимость складского хозяйства на окраине города повысит ожидание скорого строительства в этом районе железнодорожной станции.

Принципы оценки, связанные с рыночной средой

Принцип внешних изменений основан на том, что стоимость предприятия, его имущества зависит от состояния внешней сре-

ды, степени политической и экономической стабильности в стране. Поэтому для того чтобы рассмотреть возможные способы использования данного предприятия, необходимо исходить из условий рыночной среды. Спрос на рынке, возможности развития бизнеса, изменение экономических и финансовых условий, международные события, социальные и природные факторы, появление новых технологий и другие факторы определяют альтернативные способы использования предприятия, например:

- стоимость пейджинговой станции снижается за счет развития мобильной связи;
- отмена налоговых льгот повлечет снижение стоимости предприятия;
- функционирующее предприятие дороже только что построенного.

Принцип конкуренции основан на том, что рыночные цены устанавливаются на определенном уровне с учетом конкуренции.

Если в каком-то районе деловая конкуренция сильна, то строительство еще одного магазина или офисного здания может оказаться убыточным. Если отрасль, в которой действует предприятие, приносит избыточную прибыль, то она привлекает капиталы, так как в нее пытаются проникнуть и другие предприниматели. Это увеличит предложение в будущем и снизит норму прибыли. Отсюда следует, что при оценке стоимости предприятий необходимо учитывать степень конкурентной борьбы в данной отрасли в настоящее время и в будущем.

Если ожидается обострение конкурентной борьбы, то при прогнозировании будущих прибылей данный фактор можно учесть либо за счет прямого уменьшения потока доходов, либо путем увеличения фактора риска, что опять же снизит текущую стоимость будущих доходов. При этом итоговая оценка рыночной стоимости предприятия не может превышать текущих цен предложения его аналогов.

Принцип спроса и предложения основан на определении стоимости объекта соотношением спроса и предложения на рынке недвижимости. Стабильное соотношение — стабильные цены. Если на рынке предлагается мало прибыльных предприятий (спрос превышает предложение), цена на них будет выше стоимости. На спрос и предложение воздействуют такие факторы, как уровень доходов, изменение численности и вкусов населения,

величина налогов, доступность финансовых ресурсов, величина кредитной ставки и др.

Стоимость будет увеличиваться с возрастанием спроса и падением предложения. Но на рынке предприятий могут быть рыночные искажения (монополизм собственника, контроль государства по продаже предприятий).

Принцип соответствия основан на том, что если предприятие соответствует стандартам, предпочитаемым в данное время в конкретной местности, то цена будет приближена к среднерыночным значениям. Учитывается, в какой степени архитектурный стиль, уровни удобств и услуг, предлагаемых застройкой земли, отвечают потребностям и ожиданиям рынка.

Если предприятие не характерно для данной местности, т.е. не соответствует требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, уровню доходности и т.д., то цена на него скорее всего будет ниже среднего. Предприятия не должны быть одинаковыми, но должны соответствовать определенным рыночным стандартам, характерным для конкретного времени и места.

С принципом соответствия связаны:

1) *принцип регрессии*, заключающийся в том, что рыночная цена предприятия, которое характеризуется излишними применительно к данным рыночным условиям улучшениями, может не отражать его реальной стоимости и быть ниже реальных затрат на его формирование; отсутствие соответствия в окружающем районе, например наличие дешевых бизнесов по соседству с дорогим способно снизить стоимость последнего;

2) *принцип прогрессии*, согласно которому рыночная цена предприятия зависит от функционирования соседних объектов (цена склада будет выше за счет наличия железнодорожной ветки).

Принцип экономического разделения гласит, что имущественные права следует разделять и соединять таким образом, чтобы увеличить общую стоимость объекта. Возможно следующее разделение прав:

- физическое — разделение прав на пользование воздушным пространством, поверхностным участком земли и недрами;
- по времени владения — различные виды аренды, пожизненное владение, будущие имущественные права;
- по видам имущественных прав — совместная аренда, партнерство, траст, опцион, корпорация;

— по правам кредитора вступить во владение предприятием —
закладные, залоги, судебные залоги, участие в капитале.

Производственное помещение, например, можно продать
вместе, а можно отдельно от имеющегося оборудования.

Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования (ННЭИ) основан на учете возможных способов использования имущества в зависимости от условий рыночной среды. В процессе определения стоимости бизнеса названный принцип применяется для оценки в целях реструктуризации.

Спрос на рынке, возможности развития бизнеса, местоположение предприятия и другие факторы определяют альтернативные способы использования предприятия. Наряду с экономическим разделением, результатом такого анализа является определение наилучшего направления использования собственности предприятия. Наиболее вероятное и рентабельное на момент оценки использование объекта обеспечивает его самую высокую текущую стоимость. Сущность принципа ННЭИ представлена на рис. 2.2.

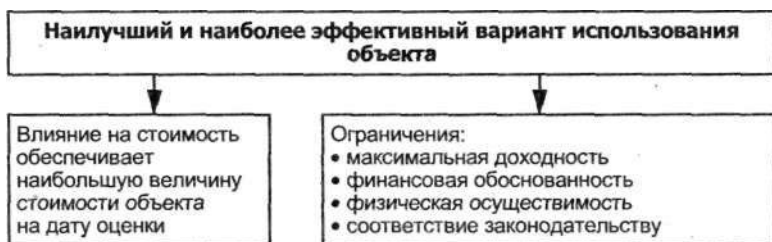


Рис. 2.2. Сущность принципа ННЭИ

Ограничения для варианта ННЭИ:

- максимальная доходность — определяется в результате анализа будущих доходов от альтернативных вариантов использования с учетом риска инвестиций;
- финансовая обоснованность — обоснование целесообразности финансирования инвестиционного проекта, отражающее способность этого проекта обеспечить доход, достаточный для возмещения расходов инвесторов и получения ожидаемого дохода на вложенный капитал;
- физическая (техническая) осуществимость наиболее доходного варианта использования определяется в результате анализа транспортной доступности, возможности

подключения к коммунальным удобствам, анализа затрат и сроков реализации проекта, учета качества грунта предназначенного под застройку участка, вероятность стихийных бедствий;

- соответствие законодательству — соответствие варианта использования экологическим нормативам, правилам пожаробезопасное™, строительным ограничениям и т.п.

При оценке недвижимости принцип ННЭИ является ключевым, на нем базируется решение о величине стоимости объекта оценки. Возможна ситуация, когда в центре большого города торговые помещения в среднем стоят вдвое дороже жилых. Продавец квартиры на первом этаже с окнами на шумную улицу, которая может быть без особых затрат переоборудована в магазин, может не подозревать о таком способе ее использования и назначить цену продажи, ориентируясь на цены сделок с жилыми помещениями, т.е. недооценить продаваемое имущество. Именно поэтому при оценке недвижимости определение ННЭИ оцениваемого объекта является обязательным.

Принцип ННЭИ важен и при анализе стоимости земельного участка. В случае отличия текущего использования земли от наилучшего и наиболее эффективного, стоимость пустующего земельного участка может превышать стоимость имеющихся на нем улучшений и может быть принято решение об их сносе с целью использования участка оптимальным образом. Например, участок с индивидуальным домом в районе коммерческой застройки желательно отдать под такую застройку.

Если текущее использование земельного участка отлично от наилучшего варианта использования, но стоимость имеющихся на нем зданий и сооружений превышает его стоимость, то текущее использование будет продолжаться до тех пор, пока стоимость земли при условии ее наилучшего использования не превысит стоимость имущества при текущем использовании.

Результаты анализа лучшего и наиболее эффективного использования учитываются при определении стоимости имущества, при выборе варианта строительства и реконструкции, при анализе инвестиционных проектов.

При определении стоимости бизнеса принцип ННЭИ применяется, если оценка проводится в целях инвестирования, реструктуризации, разработки плана развития.

2.4. Процесс оценки стоимости предприятия

Процесс оценки бизнеса представляет собой последовательность этапов, выполняемых специалистом-оценщиком для определения стоимости предприятия (бизнеса).

В соответствии с постановлением Правительства РФ «Об утверждении стандартов оценки» оценка проводится в несколько этапов:

- 1) заключение договора об оценке с заказчиком;
- 2) установление количественных и качественных характеристик объекта оценки;
- 3) анализ рынка, на котором представлен объект оценки;
- 4) выбор метода (методов) оценки в рамках каждого из подходов к оценке и осуществление необходимых расчетов;
- 5) обобщение результатов, полученных в рамках каждого из подходов к оценке, и определение итоговой величины стоимости объекта оценки;
- 6) составление и передача заказчику отчета об оценке.

Рассмотрим перечисленные этапы с учетом особенностей оценки бизнеса (рис. 2.3).

На этапе «*Определение объекта*» осуществляется постановка задачи:

- объект оценки описывают на основе соответствующих юридических документов, подтверждающих права на имущество, учитывается состав имущества, его местоположение, особенности бизнеса;
- устанавливаются связанные с объектом имущественные права, отношения собственности;
- определяется дата проведения оценки — календарная дата, по состоянию на которую следует выяснить стоимость объекта оценки;
- указывается цель оценки объекта, которая, как правило, заключается в определении оценочной стоимости, необходимой заказчику для принятия им обоснованных решений относительно инвестирования, переоценки, продажи, взятии кредита под залог и т.д.;
- устанавливается вид стоимости, который необходимо определить в соответствии с поставленной целью;
- формулируются ограничивающие условия — заявления в отчете, описывающие препятствия или обстоятельства, которые влияют на оценку стоимости имущества.

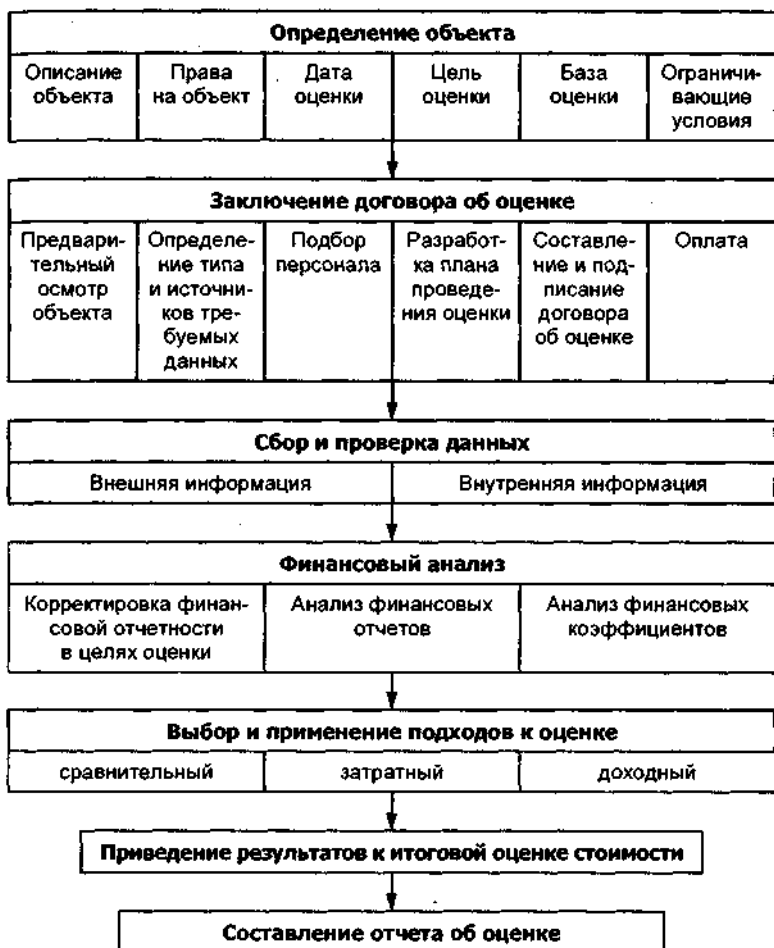


Рис. 2.3. Этапы оценки бизнеса

Стоимость бизнеса и любого другого имущества меняется со временем, поэтому важным является установление даты оценки. Возможно проведение оценки на уже прошедшую дату, а вот дата составления отчета об оценке в соответствии с законодательством должна быть только текущей.

Фактором, определяющим дату оценки, может быть дата проведения инвентаризации имущества предприятия, так как именно данные о составе и состоянии имущества, определяемые актом инвентаризации, являются основной информационной базой

для оценки. Учитывается также дата осмотра объекта оценки экспертом-оценщиком.

Если к предприятию применена процедура банкротства, дата оценки может устанавливаться на момент подачи в арбитражный суд заявления о признании должника банкротом. Применительно к отдельным этапам банкротства при определении состава и размера обязательств должника Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» придает юридическое значение не дате подачи в суд заявления, а моменту принятия судом решения или определения о введении соответствующей процедуры. Например, при проведении процедуры внешнего управления мораторий на удовлетворение требований кредиторов распространяется на обязательства, сроки исполнения которых наступили до введения внешнего управления, введении конкурсного производства срок исполнения всех обязательств должника, а также отсроченных обязательных платежей считается вступившим в силу с момента принятия судом решения о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства.

На этапе *«Заключение договора об оценке»* проводится предварительный осмотр объекта; определяются необходимые и достаточные данные для оценки предприятия, устанавливаются источники из получения; подбирается персонал, специализирующийся на оценке заданного класса объектов; проводится осмотр объекта; составляется план выполнения работ по оценке и заключается договор между оценщиком и заказчиком в письменной форме.

Требования к договору содержатся в ст. 10 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Договор между оценщиком и заказчиком заключается в письменной форме и не требует нотариального удостоверения. Договор должен содержать:

- основания заключения договора;
- вид объекта оценки;
- вид определяемой стоимости (стоимостей) объекта оценки;
- денежное вознаграждение за проведение оценки объекта оценки;
- сведения о страховании гражданской ответственности оценщика.

В договор в обязательном порядке включаются сведения о наличии у оценщика лицензии, точное указание объекта оценки (группы объектов оценки), а также его (их) описание.

Оценка объекта может проводиться оценщиком только при соблюдении требования независимости оценщика, предусмотренного законодательством Российской Федерации. Если это требование не соблюдается, оценщик обязан сообщить об этом заказчику и отказаться от заключения договора об оценке. При заключении договора оценщик обязан предоставлять заказчику информацию о требованиях законодательства Российской Федерации об оценочной деятельности: о порядке лицензирования оценочной деятельности, обязанностях оценщика, стандартах оценки, требованиях к договору об оценке. Факт предоставления такой информации должен быть зафиксирован в договоре об оценке.

Оплата работ на начальном этапе процесса оценки, во-первых, способна защитить оценщика от возможного воздействия заказчика относительно желаемой им величины стоимости объекта оценки и, во-вторых, обеспечивает оценщика денежными средствами, необходимыми для проведения работ по оценке. Это могут быть затраты на покупку информации (например, в отделе статистики), привлечение сторонних специалистов (аудиторов для проверки финансовой отчетности, специалистов по технической экспертизе для определения физического износа, сметчиков для определения стоимости строительства объектов оценки и др.).

На этапе *«Сбор и проверка данных»* опрашивают владельцев, менеджеров и других специалистов, способных предоставить информацию о реальном состоянии оцениваемого бизнеса.

Анализируемая информация делится на внешнюю (макроэкономические, отраслевые и региональные данные) и внутреннюю (об оцениваемом предприятии).

При описании отрасли, в которой функционирует оцениваемое предприятие, необходимо отразить состояние отрасли, рынки и особенности сбыта продукции, условия конкуренции в отрасли, основных конкурентов, производящих товары-заменители (их цены, качество обслуживания, каналы сбыта, объемы продаж, рекламу).

При установлении количественных и качественных характеристик оцениваемого предприятия необходимо исследовать направления его деятельности, ретроспективные данные об истории предприятия, характеристики поставщиков, сведения о производственных мощностях, рабочем и управленческом персонале, внутреннюю финансовую информацию (данные бухгал-

терского баланса, отчетов о финансовых результатах и движении денежных средств за три — пять лет).

После сбора информации начинается этап, который мы назвали **«Финансовый анализ»**. Сначала проводится корректировка финансовой отчетности в целях оценки, затем на основе полученных данных подготавливается баланс и скорректированные отчеты о прибылях и убытках, реально отражающие ситуацию на предприятии. В зависимости от целей оценки анализ финансового положения предприятия может проводиться с различной степенью подробности: в форме экспресс-анализа финансового состояния предприятия или детализированного анализа. Независимо от степени детализации финансовый анализ состояния предприятия проводится в два этапа:

- 1) анализ финансовых отчетов;
- 2) анализ финансовых коэффициентов.

Рекомендуется проводить сравнительный анализ данных, полученных по результатам финансового анализа, с данными статистической отчетности, характеризующими состояние подобного бизнеса.

На этапе **«Выбор и применение подходов к оценке»** выбирается один или несколько подходов к оценке, применимых в конкретной ситуации. Отказ от использования какого-либо подхода необходимо обосновать. Традиционных подходов к оценке три:

1) сравнительный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними;

2) затратный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки с учетом его износа;

3) доходный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

Каждый подход позволяет подчеркнуть определенные характеристики объекта и подразумевает свои методы и условия.

При оценке с позиции доходного подхода основным фактором, определяющим величину стоимости объекта, считается доход. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях. При

этом применяется оценочный принцип ожидания и учитываются продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс.

Сравнительный подход дает наиболее точные результаты, если существует активный рынок аналогичных объектов собственности.

В целом все три подхода взаимосвязаны. Каждый из них предполагает использование различных видов информации, получаемой на рынке. Например, основными для затратного подхода являются данные о текущих рыночных ценах на материалы, рабочую силу и другие элементы затрат. Доходный подход требует использования коэффициентов капитализации, которые также рассчитываются по данным рынка.

Для оценки бизнеса наиболее приемлем доходный подход, но в некоторых случаях затратный или сравнительный подходы являются более точными и эффективными. Часто результаты каждого из подходов необходимы для проверки величины стоимости, полученной с помощью других подходов.

Конкретные методы оценки в рамках каждого из этих подходов выбираются в соответствии с особенностями ситуации (экономические особенности оцениваемого объекта, цели оценки и др.). При выборе подхода учитывается, что подходы основываются на данных, собранных на одном и том же рынке, но каждый имеет дело с различными аспектами рынка.

На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости, а на практике получаемые величины могут существенно различаться.

На этапе *«Приведение результатов к итоговой оценке стоимости»* обобщаются результаты, полученные в рамках каждого из подходов к оценке, и определяется итоговая величина стоимости объекта оценки. Как правило, один из подходов считается базовым, два других необходимы для корректировки получаемых результатов. При оценке бизнеса обычно отдаются предпочтение доходному подходу, так как инвестора интересует не только доход от продажи, но и постоянные доходы от будущего использования объекта. Итоговая величина стоимости объекта оценки должна быть выражена в рублях в виде единой величины, если в договоре об оценке не предусмотрено иное.

На заключительном этапе выполняется составление и передача заказчику отчета об оценке.

2.5. Подходы и методы, используемые при оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Оценку бизнеса осуществляют с применением трех вышеописанных подходов, каждый из которых позволяет подчеркнуть определенные характеристики объекта. Подходы и методы, используемые оценщиком, определяются в зависимости от особенностей процесса оценки, экономических особенностей оцениваемого объекта, целей оценки.

На практике подходы могут давать совершенно различные показатели стоимости. В чем причины? Во-первых, рынки являются несовершенными, предложение и спрос не находятся в равновесии; во-вторых, потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производители могут быть неэффективны и др.

Рассмотрим методы оценки, применяемые при различных подходах.

Доходный подход. Основных методов доходного подхода два.

1. *Метод капитализации доходов.* Стоимость бизнеса (V) определяется по формуле

$$V = D:R,$$

где D — чистый доход бизнеса за год;
 R — коэффициент капитализации.

2. *Метод дисконтирования денежных потоков.* Стоимость бизнеса получают на основе прогнозирования потоков дохода от него и их дисконтирования в соответствии с требуемой инвестором ставкой дохода.

Если доходы предприятия существенно изменяются год от года, то для целей оценки бизнеса выбирается метод дисконтирования денежных потоков, для чего проводится прогнозирование денежных потоков в разные временные периоды.

Ставку дисконтирования обычно определяют кумулятивным методом, который основывается на учете безрисковой ставки дохода, к которой прибавляется экспертно оцениваемая премия за инвестирование в данную компанию. Эта премия представляет собой доход, который требует инвестор в качестве компенсации за дополнительный риск, связанный с капиталовложениями в данную компанию, по сравнению с безрисковыми инвестициями.

Кумулятивный метод наилучшим образом учитывает все виды рисков инвестиционных вложений, связанные как с факторами

общего для отрасли и экономики характера, так и со специфической оцениваемого предприятия.

Затратный подход основан на определении рыночной стоимости активов и текущей стоимости обязательств. Методов затратного подхода тоже два.

1). *Метод стоимости чистых активов.* Стоимость бизнеса равна рыночной стоимости всех активов предприятия за вычетом обязательств.

2). *Метод ликвидационной стоимости.* Стоимость бизнеса равна суммарной стоимости всех активов предприятия за вычетом обязательств с учетом затрат на его ликвидацию.

Применение затратного подхода в оценке бизнеса наиболее обоснованно в следующих случаях:

- оценка всего предприятия;
- оценка контрольного пакета акций компании, обладающей значительными материальными активами;
- оценка недавно созданных предприятий, когда отсутствуют ретроспективные данные о прибылях или имеются затруднения с обоснованным прогнозированием величины будущих прибылей или денежных потоков;
- нет рыночной информации о предприятиях-аналогах;
- в случае ликвидации предприятия (метод ликвидационной стоимости).

Затратный подход применим для оценки предприятий, обладающих значительными материальными активами, и новых предприятий.

Сравнительный подход. Для сравнения выбираются конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты, проводится соответствующая корректировка данных. В основу приведения поправок положен принцип вклада. Сравнительный подход реализуется посредством трех методов.

1. *Метод рынка капитала.* Стоимость бизнеса определяется на основе анализа рыночных цен акций аналогичных предприятий.

2. *Метод сделок.* Стоимость бизнеса определяется с учетом цен приобретения контрольных пакетов акций предприятий-аналогов.

3. *Метод отраслевых коэффициентов.* Ориентировочная стоимость бизнеса рассчитывается на основе отраслевой статистики.

Для расчетов по методам рынка капиталов и сделок необходимо использование оценочных мультипликаторов.

Как уже говорилось, сравнительный подход дает наиболее точные результаты, если существует активный рынок аналогичных объектов собственности. Аналог объекта оценки — это сходный по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам другой объект, цена которого (стоимость акций) известна из сделки, состоявшейся при сходных условиях. Точность оценки зависит от качества собранных данных, включающих физические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и финансирования.

3. Подготовка и анализ финансовой отчетности в оценке бизнеса

Требования к информации, необходимой для оценки предприятий, формулируются в начальной стадии процесса оценки. Указываются ограничительные условия и состав информационного обеспечения, который должен быть представлен заказчиком эксперту-оценщику к определенному согласованному обеими сторонами сроку.

3.1. Сбор информации для определения стоимости предприятия [бизнеса]

Основные источники информации, используемые оценщиком:

- статистическая и прогнозная информация о рынке, отрасли, стране, регионе функционирования предприятия;
- баланс предприятия;
- отчет о прибылях и убытках;
- отчет о движении денежных средств;
- сведения об имущественном комплексе предприятия.

Информация, используемая в процессе оценки бизнеса, должна соответствовать требованиям:

- полноты и достоверности финансово-экономической, технико-экономической и управленческой информации, характеризующей деятельность предприятия за период предыстории, а также в будущем периоде;

- точного соответствия целям оценки;

- комплексного учета внешних условий функционирования оцениваемого предприятия.

Информация, необходимая для анализа предприятия в целях его оценки делится на внешнюю и внутреннюю. **Внешняя информация** характеризует условия функционирования предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом. **Внутренняя** дает представление о деятельности оцениваемого предприятия.

Необходимость анализа внешней информации определяется тем, что нормальное функционирование бизнеса (объем продаж, прибыль) во многом определяется внешними условиями функционирования предприятия. К информации этого рода мы можем отнести макроэкономические и отраслевые показатели.

Макроэкономические данные — информация о том, как сказывается или скажется на деятельности предприятия изменение макроэкономической ситуации, она характеризует инвестиционный климат в стране.

К макроэкономической относится следующая информация:

- стадия экономического цикла;
- экономическая и политическая стабильность;
- социальные факторы: занятость и уровень жизни населения;
- процентные ставки и их динамика;
- налоговое законодательство и тенденции его изменения;
- риски.

Общие макроэкономические закономерности развития экономики оценщик должен учитывать при анализе конкретного предприятия и составлении прогнозов. Например, в периоды спада деловой активности снижается размер получаемой прибыли, увеличивается вероятность банкротства, снижается стоимость бизнеса.

Основные источники макроэкономической информации:

- программы правительства и прогнозы;
- периодическая экономическая печать;
- аналитические обзоры информационных агентств;
- данные Федеральной службы государственной статистики;
- законодательство Российской Федерации.

К *отраслевым данным* относится информация об отрасли, в которой функционирует оцениваемое предприятие: рынки сбыта, наличие и характеристика конкурентов.

Рынки сбыта анализируются с точки зрения соотношения спроса и предложения, взаимоотношений с поставщиками, стратегии сбыта товаров. Основные направления стратегии сбыта товаров:

- проникновение на уже сложившийся рынок с тем же продуктом, что и конкуренты;
- развитие рынка за счет создания новых сегментов рынка;
- разработка принципиально новых товаров или модернизация существующих;
- диверсификация производимой продукции для освоения новых рынков.

В зависимости от стратегии сбыта товаров составляется прогноз объемов реализуемой продукции.

Цель сбора этой информации — определение потенциала рынка сбыта товара: объем продаж в текущих ценах, ретроспек-

тива за последние два — пять лет по оцениваемому предприятию, объем продаж в текущих ценах у конкурентов, прогнозы по расширению рынков сбыта.

При анализе условий конкуренции учитывается тип рынка, наличие ограничений для вступления в отрасль конкурентов, производящих товары-заменители. Анализ должен дополняться сведениями об объеме производства конкурирующего товара в натуральном и стоимостном выражениях, характеристикой продукции конкурентов, данными о доле реализуемой продукции в общем объеме отечественного производства, а также перечнем основных российских импортеров этого товара.

Основные источники отраслевой информации:

- данные отдела маркетинга оцениваемого предприятия;
- данные Федеральной службы государственной статистики;
- отраслевые информационные издания;
- периодическая экономическая печать;
- бизнес-план;
- личные контакты;
- фирмы-дилеры (распространители);
- таможенное управление.

Указанные источники предоставляют информацию, имеющую различную степень достоверности. Поэтому, если на один и тот же вопрос мы получили разные ответы, проводится средневзвешенная оценка с учетом достоверности информации.

Внутренняя информация включает:

- 1) ретроспективные данные об истории компании;
- 2) описание и анализ маркетинговой стратегии предприятия,

в том числе:

- жизненный цикл товаров,
 - объемы продаж за прошлый и текущий периоды,
 - себестоимость реализованной продукции,
 - цены товаров и услуг, их динамика,
 - прогнозируемое изменение объемов спроса,
 - производственные мощности с учетом будущих капиталовложений (прогноз объемов реализуемой продукции корректируется на производственные мощности);
- 3) характеристики поставщиков;
 - 4) производственные мощности;
 - 5) рабочий и управленческий персонал и заработная плата:
- управляющий предприятием (управляющий предприятием может быть ключевой фигурой, обеспечивать эффективное управление бизнесом и его развитием, в случае же про-

даже предприятия планы управляющего в отношении будущей деятельности могут измениться),

- уровень заработной платы на предприятии в сравнении со среднеотраслевыми данными (может корректироваться при нормализации отчетности);

6) внутреннюю финансовую информацию (данные бухгалтерского баланса, отчета о финансовых результатах и движении денежных средств за три — пять лет);

7) прочую информацию.

Цели работы оценщика по сбору внутренней информации:

- анализ истории компании с целью выявления будущих тенденций;
- сбор информации для прогнозирования объемов продаж, денежных потоков, прибыли;
- учет факторов несистематического риска, характерных для оцениваемого бизнеса;
- корректировка и анализ финансовой документации.

Эффективным источником информации является анкетирование владельцев, администрации, аудиторов, кредиторов, конкурентов оцениваемого предприятия, представителей отраслевых ассоциаций и местных администраций. В процессе анкетирования уделяется внимание следующим вопросам:

1) ретроспективные данные об истории предприятия: состав имущественного комплекса, ассортимент продукции и услуг, квалификация рабочего и управленческого персонала; основные заказчики, поставщики и кредиторы;

2) характеристика филиалов и дочерних фирм: формы и размеры участия оцениваемого предприятия в филиалах и дочерних фирмах, ассортимент продукции (услуг) и т.п.;

3) характеристика оцениваемого предприятия:

- наличие и результаты проверок, проводимых аудиторами и налоговыми органами,
- наличие излишних, неоперационных и непроизводственных активов, связанные с ними доходы и расходы,
- сведения об инвентаризации запасов и основных фондов,
- дивидендная политика,
- обязательства или доходы и расходы, не отраженные в финансовых документах (данные об арендных договорах, незавершенных судебных делах, не отраженных в бухгалтерских документах активах и т.д.);

4) перспективы развития оцениваемого предприятия на ближайшие три — пять лет: расширение ассортимента продукции

(услуг), рост объемов производства и сбыта, выручка от других операций, себестоимость и прибыль, капитальные вложения, риски.

3.2. Цели финансового анализа в оценке бизнеса

Финансовый анализ оцениваемого предприятия проводится на основе баланса предприятия, отчета о финансовых результатах, данных аналитических и синтетических счетов бухгалтерского учета и других финансовых документов.

Основная цель финансового анализа — определить реальное финансовое состояние предприятия на дату оценки и найти резервы его улучшения.

Финансовое состояние — это способность предприятия финансировать свою деятельность, оно характеризуется обеспеченностью финансовыми ресурсами, необходимыми для нормального функционирования предприятия, целесообразностью их размещения и эффективностью использования, финансовыми взаимоотношениями с другими юридическими и физическими лицами, платежеспособностью и финансовой устойчивостью. Финансовое состояние может быть устойчивым, неустойчивым и кризисным. Основная характеристика хорошего финансового состояния — способность предприятия своевременно производить платежи, финансировать свою деятельность на расширенной основе.

При оценке стоимости бизнеса, наряду с определением реального финансового состояния предприятия цели финансового анализа можно дополнить следующими:

- определение реальной доходности оцениваемого предприятия для корректного прогнозирования денежных потоков;
- выявление степени соответствия финансовой отчетности оцениваемого предприятия общепринятым в отрасли принципам бухгалтерского учета;
- сравнение оцениваемого предприятия с его аналогами для оценки риска, присущего данному бизнесу, и параметров его стоимости;
- оценка экономических возможностей и перспектив бизнеса;
- корректировка финансовых отчетов для целей оценки.

Ретроспективная финансовая отчетность за последние три — пять лет анализируется оценщиком с целью определения потен-

циала бизнеса на основе его текущей и прошлой деятельности. Желательно использовать отчетность, прошедшую аудиторскую проверку; в отчете должно быть указано, есть или нет заключение аудитора.

В зависимости от целей оценки и применяемых методов финансовый анализ может быть направлен на определение степени рисков, сопоставление с предприятиями-аналогами, прогнозирование доходности, что позволяет изучить показатели самого предприятия по годам, выявить тенденции, увидеть в динамике происходящие изменения в структуре капитала компании, источниках финансирования и т.п.

Повторим, что в соответствии с целями оценки бизнеса степень детализации финансового анализа может быть различной:

- *экспресс-анализ*, при котором анализируются данные бухгалтерской отчетности, оценивается финансовая устойчивость и динамика развития, показатели оцениваемого предприятия сравниваются с абсолютными, отраслевыми или с показателями предприятий-аналогов;
- *детальный анализ* финансовой устойчивости направлен на более тщательную оценку имущественного и финансового состояния, возможностей и перспектив развития предприятия (анализируются баланс, отчет о финансовых результатах, данные аналитического и производственного учета).

При любой степени детализации анализ проводится в два этапа:

- 1) анализ финансовых отчетов;
- 2) анализ финансовых показателей.

Анализу и корректировке в целях оценки бизнеса подвергаются баланс и отчет о финансовых результатах. Баланс предприятия отражает финансово-имущественное состояние предприятия на конкретную дату. Отчет о финансовых результатах отражает выручку, затраты и прибыль предприятия за определенный период (квартал, год).

Скорректированные баланс и отчет о финансовых результатах используются в каждом из подходов к оценке. При осуществлении оценки с применением различных подходов уделяется большее или меньшее внимание тому или другому бухгалтерскому документу:

- при оценке затратным подходом основное внимание уделяется анализу и корректировке баланса предприятия;
- при использовании сравнительного подхода анализируются и баланс, и отчет о финансовых результатах оцениваемого предприятия и его аналогов;

— в случае оценки доходным подходом больше внимания уделяется анализу и корректировке отчета о финансовых результатах, где наиболее полно представлена информация о доходности предприятия, на основе которой прогнозируются денежные потоки.

При оценке следует учитывать ряд обстоятельств, затрудняющих применение финансовой отчетности для целей оценки:

- финансовая отчетность содержит только ретроспективную информацию;
- финансовая отчетность устаревает к дате оценки (если дата оценки не зафиксирована в прошлом);
- отчетность может содержать единовременные не характерные для оцениваемого бизнеса доходы и расходы;
- стоимость активов, отраженная в балансе, редко соответствует их рыночной стоимости;
- некоторые активы не отражены в балансе, например полностью амортизированные здания, срок экономической «жизни» которых еще не закончился;
- отчетность может не отражать реального состояния дел из-за ведения двойной бухгалтерии;
- отчетность может содержать ошибки бухгалтера.

Финансовая отчетность, не подвергавшаяся аудиторской проверке, должна анализироваться более тщательно. После сбора бухгалтерской отчетности осуществляется ее корректировка для целей оценки.

3.3. Корректировка финансовой отчетности в целях оценки бизнеса

Общие правила и принципы ведения бухгалтерского учета могут различаться, что отражается в учетной политике и финансовой отчетности. Для получения сопоставимости информации необходима корректировка — нормализация финансовых документов за предшествующие периоды (обычно три — пять лет) в целях установления показателей, характерных для нормально-го ведения предпринимательской деятельности.

Общие корректировки финансовой отчетности бизнеса позволяют приблизить к экономической реальности финансовую отчетность предприятия и, соответственно, потоки доходов.

Корректировки показателей финансовых отчетов проводятся для показателей, которые имеют прямое отношение к процессу

оценки. Корректировки могут быть целесообразными по следующим причинам:

- привести показатели поступлений и расходов к уровню, который характерен для операционной (основной, производственной) деятельности, которую предполагается продолжать;
- представить сопоставимые финансовые данные по рассматриваемому бизнесу и аналогичным бизнесам;
- привести показатели, приведенные в отчетах, в соответствие с рыночными стоимостями;
- сделать поправки с учетом стоимости активов и обязательств, не связанных с операционной (основной, производственной) деятельностью и соответствующих поступлений и расходов;
- сделать поправки с учетом поступлений и расходов, не связанных с хозяйственной деятельностью.

Основные направления корректировок — исключение из финансовых отчетов следующих доходов и расходов:

- излишние или непроизводственные затраты предприятия;
- единовременные доходы и расходы, не связанные с деятельностью предприятия;
- доходы и расходы по избыточным активам (производственным, непроизводственным, нефункционирующим);
- личные доходы и расходы владельца предприятия и его родственников;
- прочие.

На практике корректировки могут быть и положительными.

Различают несколько видов бухгалтерской документации в зависимости от степени ее корректировки.

Приведенный ретроспективный баланс — баланс, скорректированный на последнюю дату составления бухгалтерской отчетности. Корректировка заключается в исключении из баланса всех нематериальных активов и активов, не связанных с основной деятельностью предприятия, для повышения сопоставимости данных с отчетностью предприятий-аналогов. Корректируется также стоимость основных средств (переоценка, физический износ).

Если скорректировать стоимость материальных активов по рыночной стоимости, а также долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения, дебиторскую и кредиторскую задолженность в соответствии с их реальным состоянием на дату оценки, то мы получим *рыночный баланс*.

Аналогично корректируется *ретроспективный отчет о финансовых результатах*: из прибылей и убытков исключаются статьи, не связанные с основной деятельностью или искажающие результаты сравнения с предприятиями-аналогами. Корректируются выплаченные проценты по ссудам, заработная плата владельцев в целях оценки приравнивается к среднеотраслевой, увеличивается прибыль на величину избыточных расходов. Получается *приведенный ретроспективный отчет о финансовых результатах*.

На основе этих ретроспективных финансовых отчетов, данных об отрасли, регионе, рынке, стране прогнозируются финансовые показатели деятельности предприятия. Для сравнения с предприятиями-аналогами могут рассчитываться показатели в процентах. Например: остаточная стоимость машин и оборудования составляет 35% стоимости всех активов.

Направления работы с внутренней финансовой документацией предприятия в целях оценки:

- инфляционная корректировка;
- нормализация бухгалтерской отчетности;
- трансформация бухгалтерской отчетности;
- вычисление относительных показателей.

Цели инфляционной корректировки *ретроспективной финансовой отчетности в процессе оценки бизнеса*:

- приведение ретроспективной информации за прошедшие периоды к сопоставимому виду;
- учет инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконтирования.

Простейший способ инфляционной корректировки — переоценка всех статей баланса согласно изменению курса рубля относительно более стабильной валюты, например доллара или евро. Достоинства способа — его простота и возможность работы без использования большого объема дополнительной информации. Недостатки: корректировка по курсу валюты дает неточные результаты, так как курсовые соотношения рубля и других валют не совпадают с их реальной покупательной способностью.

Пример 3.1. Оборудование было приобретено в 1996 г. за 2 000 000 руб. (курс рубля к доллару на дату приобретения составлял 5550 руб./дол. На дату проведения оценки оборудования курс рубля к доллару составлял 31,5 руб./дол., следовательно, в долларах стоимость оборудования в 1996 г. составляла 360,4 дол. (2 000 000 руб.: 5550 руб./дол.). Стоимость приобретения оборудования на начало 2003 г. составит 11 352,6 руб. (31,5 руб./дол. x 360,4 дол.).

Второй способ инфляционной корректировки — переоценка статей актива и пассива баланса по колебаниям уровней товарных цен. Можно ориентироваться как на товарную массу в целом, так и на каждый конкретный товар или товарную группу. Это более точный способ инфляционной корректировки.

Третий способ инфляционной корректировки основан на учете изменения общего уровня цен: различные статьи финансовых отчетов рассчитываются в денежных единицах одинаковой покупательной силы (в рублях базового или текущего периода на отчетную дату), для пересчетов используется индекс динамики валового национального продукта либо индекс потребительских или оптовых цен. Метод повышает реалистичность анализа, но не учитывает разную степень изменения стоимости отдельных активов.

После инфляционной корректировки проводят нормализацию финансовой отчетности.

Нормализация бухгалтерской (финансовой) отчетности — корректировка отчетности на основе определения доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса.

Возможность использования разных методов учета операций, списания долгов и т.д. приводит к появлению различий в показателях прибыли и денежных потоков. Рыночная стоимость части активов (например, нематериальных) может не учитываться при составлении баланса. Нормализация проводится для того, чтобы оценочные заключения имели объективный характер и основывались на реальных показателях, характеризующих деятельность предприятия, ктому же сопоставимых с показателями аналогичных предприятий.

Нормализация отчетности в процессе оценки проводится всегда, объем применяемых корректировок в зависимости от целей оценки меняется. В отчете должны быть объяснены расчеты и изменения, проводимые в ходе нормализации.

Обратите внимание — нормализованная финансовая отчетность может использоваться только в целях оценки.

Нормализующие корректировки финансовой документации проводятся по следующим направлениям:

- корректировка разовых, нетипичных и неоперационных доходов и расходов;
- корректировка метода учета операций (например, учет записов) или метода начисления амортизации;

— корректировка данных бухгалтерской отчетности с целью определения рыночной стоимости активов.

Корректировка разовых, нетипичных и неоперационных доходов и расходов. К числу наиболее важных факторов, определяющих величину денежных потоков, относится себестоимость продукции — выраженные в денежной форме затраты всех видов ресурсов, используемых непосредственно в процессе изготовления и выполнения работ, а также для сохранения и улучшения условий производства. Кроме расходов, относимых на себестоимость, выделяются коммерческие и управленческие расходы, прочие операционные доходы и другие расходы, также влияющие на величину прибыли.

Величина прибыли может быть занижена и поэтому потенциального инвестора интересует, в первую очередь, динамика выручки от реализации и структура себестоимости, а затем — нормализованная прибыль. Если речь идет об оценке предприятий сферы услуг, сервисных и страховых компаний, сделок по слиянию и присоединению, акцент делается на анализе валовых доходов. Показатели прибыли и денежных потоков становятся следующим критерием при принятии инвестиционного решения.

Если ожидаемая будущая прибыль играет решающую роль в процессе оценки, то важно принимать этот показатель как отражение экономического дохода, получаемого компанией. Именно с этой целью и проводится нормализация бухгалтерской (финансовой) отчетности в процессе оценки.

Пример 3.2. Оценщиком выявлено, что значительные финансовые ресурсы направлены на приобретение земельного массива в пригороде, что не имеет отношения к основной производственной деятельности компании (торговля компьютерами и комплектующими). Эти активы, не связанные с основной производственной деятельностью, должны быть исключены из расчетов в ходе нормализации финансовой отчетности.

В итоге корректировки получают нормализованный бухгалтерский баланс, скорректированный на расходы, не относящиеся к оцениваемому бизнесу. Изменения, полученные при корректировке баланса, должны найти отражение и в отчете о финансовых результатах. Оценщик рассчитывает нормализованный доход с учетом нетипичных расходов, не относящихся к основной деятельности.

Кроме того, корректировке могут подвергнуться расходы, превышающие средние значения по предприятиям-аналогам.

Корректировка метода учета операций. На величину прибыли и денежных потоков серьезное влияние могут оказывать методы учета запасов и начисления амортизации. В Российской Федерации приняты следующие методики учета запасов:

- по средней себестоимости;
- по себестоимости первых по времени закупок (ФИФО) — первым получен, первым отгружен;
- по себестоимости последних по времени закупок (ЛИФО) — последним получен, первым отгружен.

Оценка запасов методом ФИФО основана на допущении того, что ресурсы, первые поступившие в производство (продажу), должны быть оценены по себестоимости первых по времени закупок, с учетом стоимости ценностей, числящихся на начало месяца. Метод ЛИФО основан на допущении того, что ресурсы, первые поступившие в производство (продажу), должны быть оценены по себестоимости последних в последовательности по времени закупок. При росте цен метод ЛИФО уменьшает налогооблагаемую прибыль и с этой точки зрения в условиях инфляции является более предпочтительным.

Пример 3.3. Определим себестоимость реализованной продукции всеми тремя методами, если за анализируемый период было израсходовано 200 кг запасов.

Сведения о приобретении запасов

Дата приобретения	Характеристика запасов		
	масса, кг	цена приобретения, тыс. руб./кг	стоимость запасов, тыс. руб.
01 марта	100	10	1000
10 марта	50	15	750
20 марта	100	25	2 500
Итого	250	10–25	4 250

Средняя фактическая себестоимость:

$4250 : 250 \times 200 = 3400$ (тыс. руб.).

Себестоимость реализованной продукции по методу ФИФО:

$100 \times 10 + 50 \times 15 + 50 \times 25 = 3000$ тыс. руб.

Себестоимость реализованной продукции по методу ЛИФО:

$100 \times 25 + 50 \times 15 + 50 \times 10 = 3750$ тыс. руб.

Если предприятие-аналог использует метод учета запасов по средней себестоимости, в то время как на оцениваемом предприятии при-

меняется метод ЛИФО, то разница ($3750 - 3400 = 350$ тыс. руб.), скорректированная на ставку налогообложения (24%), может быть добавлена к величине прибыли после налогообложения.

Аналогичные расчеты проводятся и в сторону уменьшения величины прибыли. Размер прибыли также зависит от методов начисления износа как основных фондов, так и нематериальных активов.

Корректировка данных бухгалтерской отчетности с целью определения рыночной стоимости активов. Балансовая стоимость активов, как правило, отличается от их рыночной оценки. Итогом нормализации финансовой отчетности должен стать нормализованный баланс — это ретроспективный бухгалтерский баланс, в котором все балансовые показатели учитываются по их рыночной стоимости на дату оценки.

После нормализации, если это требуется в соответствии с целями оценки, осуществляется трансформация финансовой отчетности.

Трансформация финансовой отчетности — это корректировка счетов для приведения к единым стандартам бухгалтерского учета. Трансформация бухгалтерской отчетности не является обязательной в процессе оценки. В каких случаях она нужна?

Российские предприятия выступают как объекты инвестирования со стороны иностранных инвесторов и сами пытаются инвестировать временно свободные средства. Принятию решения об инвестировании предшествует детальный анализ финансового состояния компании, отчетность которой должна соответствовать международным стандартам прежде всего в целях сопоставимости информации.

Любая отчетная информация имеет принципиальное сходство: пользователям предоставляются данные об имущественном состоянии компании (баланс) и отчет о финансовых результатах. Вместе с тем между российской и международной системами учета существуют различия:

- по составу отчетности: западная отчетность содержит отчет об изменениях собственного капитала (в соответствии с GAAP), примечания к финансовым отчетам;
- по принципу построения основных показателей: российский баланс построен по принципу возрастания ликвидности, в то время как баланс по GAAP — по убыванию ликвидности;
- ориентация на пользователя (основным органом, регламентирующим формирование системы бухгалтерского

учета в России, является Министерство финансов РФ — государственная структура, которая при выработке учетной модели руководствуется интересами государства, и отчетность направлена прежде всего на предоставление информации государственным органам с целью обеспечения ими функций контроля за налоговыми плательщиками в бюджет. Международные стандарты финансовой отчетности разработаны независимой организацией — Комитетом по международным стандартам финансовой отчетности и в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) задачей финансовой отчетности является предоставление информации о финансовом положении, результатах деятельности предприятия, что является полезным при принятии экономических решений для широкого круга пользователей);

- в российской отчетности о финансовых результатах себестоимость реализованной продукции может включать часть общехозяйственных расходов, т.е. расходов на управление, а в соответствии с МСФО себестоимость включает только прямые и накладные производственные затраты;
- при продаже продукции ниже ее себестоимости без достаточных оснований российские предприятия платят налог на прибыль с суммы разницы между рыночной ценой и ценой реализации, что неприемлемо для МСФО;
- большую группу затрат российских предприятий представляют штрафы по актам налоговой инспекции, Пенсионного фонда и др.

Это только часть различий, поэтому полноценная процедура трансформации требует не только затрат времени, но и наличия высококвалифицированных специалистов.

3.4. Анализ финансовых отчетов и коэффициентов

При оценке стоимости предприятий (бизнеса) финансовый анализ проводится в два этапа:

- 1) анализ финансовых отчетов,
- 2) анализ финансовых коэффициентов (показателей).

3.4.1. Анализ финансовых отчетов

В процессе функционирования предприятия величина активов, их структура претерпевают постоянные изменения. Для выявления качественных изменений в структуре средств и их источников, а также динамики этих изменений проводят вертикальный и горизонтальный анализ отчетности.

Вертикальный анализ — анализ отдельных разделов и статей баланса, отчета о финансовых результатах показывает структуру средств предприятия и их источников. Расчеты обычно проводят в процентах от общей суммы средств предприятия для сопоставимости данных, что позволяет избежать инфляционной корректировки ретроспективной финансовой документации.

Горизонтальный анализ — анализ финансовой документации за ряд лет, данные которого представляются в виде индексов по отношению к базисному году или сопоставления процентных изменений по статьям за анализируемый период. Выявление базисных темпов роста за ряд лет позволяет анализировать не только изменение отдельных показателей, но и прогнозировать их значения.

Сначала выявляются важнейшие характеристики деятельности предприятия: общая стоимость имущества, собственных и заемных средств. Затем вырабатывается суждение о структуре имущества предприятия, характере использования финансовых ресурсов, выявляются сильные и слабые стороны предприятия в абсолютном выражении.

При анализе структуры активов и пассивов предприятия особое внимание уделяется:

- соотношению между собственными и заемными средствами;
- обеспеченности запасов и затрат собственными источниками (анализ собственного оборотного капитала);
- структуре кредиторской и дебиторской задолженности;
- анализу ликвидности баланса (ликвидность определяется покрытием обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в деньги соответствует сроку погашения обязательств);
- удельному весу наиболее ликвидных активов (наиболее ликвидные активы — денежные средства и ликвидные ценные бумаги — должны быть больше или быть равными наиболее срочным обязательствам).

Для удобства анализа целесообразно использовать *сокращенный аналитический баланс* (см. раздел 9.4).

При анализе отчета о финансовых результатах особое внимание уделяется, во-первых, соотношению выручки от реализации, себестоимости и прибыли предприятия за анализируемый период и, во-вторых, выявлению тенденции в уровне доходов на предприятии.

3.4.2. Анализ финансовых коэффициентов (показателей)

После анализа финансовых отчетов устанавливаются показатели финансовой устойчивости в относительном выражении и сравниваются с предприятиями отрасли.

С помощью анализа финансовых коэффициентов финансовых отчетов можно выявить:

- сильные и слабые стороны данного бизнеса;
- диспропорции в структуре капитала;
- уровень риска при инвестировании средств в данный бизнес;
- базу для сравнения с компаниями-аналогами.

Для финансового анализа можно использовать большое количество коэффициентов, однако оценщик выбирает наиболее важные с учетом целей оценки. Для расчета показателей при сравнении с предприятиями-аналогами должна быть использована единая методика расчета. Показатели, которые в целях оценки предприятия обычно являются наиболее важными, представлены в табл. 3.1.

Таблица 3.1

Финансовые показатели, характеризующие деятельность предприятия

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
1. Оценка имущественного положения (показатели характеризуют эффективность управления основными производственными фондами предприятия)		
Сумма хозяйственных средств, находящихся в распоряжении предприятия	Итог баланса-нетто <i>Источник — форма № 1:</i> стр. 300 - стр. 252 - - стр. 244	Этот показатель дает обобщенную стоимостную оценку активов, числящихся на балансе предприятия. Рост показателя свидетельствует о наращивании имущественного потенциала предприятия

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
Доля основных средств в активах	Стоимость основных средств: итог баланса-нетто <i>Источник — форма № 1:</i> стр. 120: (стр. 300-стр. 252-стр. 244)	Отражает удельный вес долгосрочных активов. Величина зависит от специфики предприятия, например фондоемкое предприятие
Доля активной части основных средств	Стоимость активной части основных средств, деленная на стоимость основных средств <i>Источник — графа 6 формы № 5:</i> (стр. 363 + стр. 364): : стр. 371	Активная часть основных средств — это машины, оборудование и транспортные средства. Рост показателя в динамике обычно расценивается как благоприятная тенденция
Коэффициент обновления	Балансовая стоимость поступивших за период основных средств, деленная на балансовую стоимость основных средств на конец периода <i>Источник — форма № 5:</i> стр. 371 (гр. 4) : стр. 371 (гр. 6)	Степень обновления основных средств за период
2. Оценка ликвидности (показатели характеризуют способность активов предприятия трансформироваться в денежные средства и погашать краткосрочные долговые обязательства)		
Величина собственных оборотных средств (СОС, функционирующий капитал)	Собственный капитал + долгосрочные обязательства - - основные средства и вложения или текущие активы - - текущие обязательства <i>Источник — форма № 1:</i> стр. 490 +стр. 590-	СОС — величина оборотных средств предприятия после удовлетворения краткосрочных обязательств перед всеми кредиторами. Оптимальная величина СОС зависит от особенностей деятельности компании: масштабов, объемов реализации, скорости оборачиваемости материальных запасов и дебиторской

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
	- стр. 252 - стр. 244 - стр. 190 - стр. 230 - стр. 465 - стр. 475 или стр. 290 - стр. 252 - стр. 244 - стр. 230 - стр. 690	задолженности. Недостаток СОС свидетельствует о неспособности своевременно погасить краткосрочные обязательства, значительный избыток — о нерациональном использовании ресурсов предприятия, например получении кредитов сверх реальной потребности
Коэффициент покрытия (текущей ликвидности)	Текущие активы : : текущие обязательства <i>Источник — форма № 1:</i> (стр. 290 - стр. 252 - стр. 244 - стр. 230): стр. 690	Показывает, достаточно ли у предприятия средств, которые могут быть использованы для погашения краткосрочных обязательств. Отражает, сколько рублей текущих активов предприятия приходится на один рубль текущих обязательств. <i>Рекомендуемые значения:</i> 1—2
Коэффициент быстрой ликвидности (общей платежеспособности, срочной ликвидности)	Денежные средства, расчеты и прочие активы : : текущие обязательства <i>Источник — форма № 1:</i> (стр. 290 - стр. 252 - стр. 244 - стр. 210 - стр. 220 - стр. 230): стр. 690	Показывает, какие средства могут быть использованы, если срок погашения всех или некоторых текущих обязательств наступит немедленно и не будет возможности продать наименее ликвидную часть — запасы. <i>Рекомендуемые значения:</i> • больше 1. Однако для российских предприятий допустимо значение более 0,7, в розничной торговле — более 0,3
Коэффициент абсолютной ликвидности (платежеспособности)	Денежные средства + + краткосрочные финансовые вложения : текущие обязательства <i>Источник — форма № 1:</i> стр. 260 + стр. 250 - стр. 252 : стр. 690	Показывает, какая доля краткосрочных долговых обязательств может быть покрыта за счет практически абсолютно ликвидных активов (денежных средств и их эквивалентов в виде рыночных ценных бумаг и депозитов). <i>Рекомендуемые значения:</i> 0,2 — 0,5

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
<p align="center">3. Оценка платежеспособности или структуры капитала (показатели отражают соотношение собственных и заемных средств в источниках финансирования компании, т.е. характеризуют степень финансовой независимости компании от кредиторов, что является важной характеристикой устойчивости предприятия)</p>		
<p>Коэффициент концентрации собственного капитала</p>	<p>Собственный капитал : всего хозяйственных средств-нетто <i>Источник — форма № 1:</i> (стр. 490 - стр. 465 - стр. 475 - стр. 252 - стр. 244) .(стр. 300-стр. 252 - стр. 244)</p>	<p>Характеризует зависимость фирмы от внешних займов. Показывает, могут ли обязательства предприятия быть покрыты собственными средствами. Рост коэффициента означает увеличение финансовой независимости. Чем ниже значение коэффициента, тем больше займов у компании, тем выше риск неплатежеспособности и опасность возникновения у предприятия дефицита денежных средств. <i>Рекомендуемые значения:</i> больше 0,5 (0,5 — 0,8)</p>
<p>Коэффициент маневренности собственного капитала</p>	<p>Собственные оборотные средства : собственный капитал <i>Источник — форма № 1:</i> (стр. 290 - стр. 252 - стр. 244 - стр. 230 - стр. 690) : (стр. 490 - стр. 465 - стр. 475 - стр. 252 - стр. 244)</p>	<p>Показывает, насколько мобильны собственные источники средств с финансовой точки зрения (чем больше этот коэффициент, тем лучше финансовое состояние). <i>Оптимальное значение:</i> 0,5</p>
<p>Коэффициент концентрации привлеченного капитала</p>	<p>Заемный капитал : всего хозяйственных средств (нетто) <i>Источник — форма № 1:</i> (стр. 590 + стр. 690) : (стр. 300 - стр. 252-стр. 244)</p>	<p>Демонстрирует, какая доля активов предприятия финансируется за счет долгосрочных займов. <i>Рекомендуемые значения:</i> 0,2 — 0,5</p>
<p>Коэффициент заемных и собственных средств</p>	<p>Заемный капитал : собственный капитал <i>Источник — форма № 1:</i></p>	<p>Является еще одной формой коэффициента финансовой независимости, показывает, сколько заемных средств предприятия приходится на</p>

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
	(стр. 590 + стр. 690): (стр. 490 - стр. 465 - стр. 475 - стр. 252 - стр. 244)	один рубль вложенных в активы собственных средств. Чем больше этот коэффициент превышает единицу, тем больше зависимость предприятия от заемных средств. <i>Рекомендуемые значения:</i> 0,25 — 1
4. Оценка деловой активности (показатели характеризуют результаты и эффективность текущей основной производственной деятельности)		
Коэффициент оборачиваемости рабочего капитала	Выручка от реализации : чистый оборотный капитал <i>Источники:</i> стр. 010 (форма №2) : стр. 290-стр. 252 - стр. 244 - стр. 230 - стр. 690 (форма №1)	Показывает, насколько эффективно компания использует инвестиции в оборотный капитал и как это влияет на-рост продаж. Чем выше значение этого коэффициента, тем более эффективно используется предприятием чистый оборотный капитал
Оборачиваемость дебиторской задолженности (в оборотах)	Выручка от реализации :средняя дебиторская задолженность <i>Источники:</i> стр. 010 (форма № 2) : п65. 240 (форма № 1)	Показывает изменение объемов коммерческого кредита, предоставляемого предприятием. Если коэффициент рассчитывается по выручке от реализации, формируемой по мере оплаты счетов, рост показателя означает сокращение продаж в кредит. Снижение показателя в этом случае свидетельствует об увеличении объема предоставляемого кредита
Коэффициент оборачиваемости готовой продукции	Выручка от реализации :средняя за период величина готовой продукции <i>Источники:</i> стр. 010 (форма №2) : стр. 214 (форма № 1)	Показывает скорость оборота готовой продукции. Рост показателя означает увеличение спроса на продукцию предприятия, снижение показателя — затоваривание готовой продукцией в связи со снижением спроса
Коэффициент оборачиваемости материальных оборотных средств	Выручка от реализации : средняя за период величина запасов и затрат по балансу	Отражает число оборотов запасов и затрат предприятия за анализируемый период. Снижение показателя свидетельствует об относительном увеличении производственных са-

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
	<i>Источники:</i> стр. 010 (форма № 2): стр. 210 + + стр. 220 (форма № 1)	пасов и незавершенного производства или о снижении спроса на готовую продукцию (в случае уменьшения коэффициента оборачиваемости готовой продукции)
Коэффициент оборачиваемости мобильных средств	Выручка от реализации : средняя за период величина запасов и затрат по балансу + средняя за период величина денежных средств, расчетов и прочих активов. <i>Источники:</i> стр.010 (форма № 2): стр. 210 + стр. 220 + стр. 260 + стр. 270 (форма № 1)	Показывает скорость оборота всех мобильных средств предприятия (как материальных, так и нематериальных). Рост показателя характеризуется положительно, если сочетается с ростом коэффициента оборачиваемости материальных оборотных средств, и отрицательно, если коэффициент оборачиваемости материальных оборотных средств уменьшается
Коэффициент погашаемости дебиторской задолженности	Средняя дебиторская задолженность : выручка от реализации <i>Источники:</i> стр. 240 (форма № 1): стр. 010 (форма № 2)	Показывает среднее число дней, требуемое для взыскания задолженности. Чем меньше это число, тем быстрее дебиторская задолженность обращается в денежные средства, и, следовательно, повышается ликвидность оборотных средств предприятия. Большое значение коэффициента может свидетельствовать о трудностях со взысканием средств по счетам дебиторов
Оборачиваемость собственного капитала	Выручка от реализации :средняя величина собственного капитала <i>Источники:</i> стр. 010 (форма № 2): стр. 490 - стр. 465 - стр. 475 - стр. 252 - стр. 244 (форма № 1)	Показывает скорость оборота собственного капитала, что для акционерных обществ означает активность средств, которыми они рискуют. Резкий рост показателя отражает повышение уровня продаж, которое должно в значительной степени обеспечиваться кредитами и, следовательно, снижать долю собственников в общем капитале предприятия. Существенное снижение показателя отражает тенденцию к бездействию части собственных средств

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
Оборачиваемость основного капитала (оборачиваемость активов)	Выручка от реализации : итог среднего баланса-нетто <i>Источники:</i> стр. 010 (форма № 2) : : стр. 300 - стр. 252 - стр. 244	Характеризует эффективность использования компанией всех имеющихся в ее распоряжении ресурсов независимо от источников их привлечения. Коэффициент показывает, сколько раз за год совершается полный цикл производства и обращения, приносящий соответствующий эффект в виде прибыли. Коэффициент сильно варьируется в зависимости от отрасли
5. Оценка рентабельности (показатели характеризуют прибыль, получаемую с каждого рубля собственных и заемных средств, вложенных в предприятие)		
Рентабельность продукции(продаж)	Прибыль (результат) от реализации : выручка от реализации <i>ИСТОЧНИК — форма № 2: стр. 050: стр. 010</i>	Демонстрирует долю чистой прибыли в объеме продаж предприятия
Рентабельность основных средств и прочих внеоборотных активов	Прибыль от реализации (или балансовая) : средняя за период величина основных средств и прочих внеоборотных активов <i>ИСТОЧНИКИ:</i> стр. 050 (форма № 2) : :стр. 190 (форма № 1)	Отражает эффективность использования основных средств и прочих внеоборотных активов, измеряемую величиной прибыли, приходящейся на единицу стоимости средств. Рост показателя при снижении рентабельности всего капитала свидетельствует об избыточном увеличении мобильных средств, что может быть следствием образования излишних запасов товарно-материальных ценностей, затоваренности готовой продукцией в результате снижения спроса, чрезмерного роста дебиторской задолженности
Коэффициент рентабельности оборотных активов	Чистая прибыль: текущие активы <i>ИСТОЧНИКИ:</i> стр. 140-стр. 150 (форма № 2) : стр. 290 - стр. 252 - стр. 244 - стр. 230 (форма № 1)	Демонстрирует возможности предприятия в обеспечении достаточного объема прибыли по отношению к используемым оборотным средствам компании. Чем выше значение коэффициента, тем более эффективно используются оборотные средства

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
Коэффициент рентабельности внеоборотных активов	Чистая прибыль: долгосрочные активы стр. 140-стр. 150 (форма № 2): стр. 190 (форма № 1)	Демонстрирует способность предприятия обеспечивать достаточный объем прибыли по отношению к основным средствам компании. Чем выше значение коэффициента, тем более эффективно используются основные средства

Для оценки эффективности стратегий, реализуемых на фондовом рынке, дивидендной политики предприятия, стратегий маркетинга инвестиционных идей рассчитывают показатели, представленные в табл. 3.2. В расчетах используются данные бухгалтерского учета и рынка ценных бумаг. Средние значения отдельных показателей рассчитываются по данным отчетности с использованием формулы средней арифметической.

Таблица 3.2

Показатели оценки положения предприятия на рынке ценных бумаг

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
Доход на акцию	Чистая прибыль - дивиденды по привилегированным акциям : общее число обыкновенных акций	Один из наиболее важных показателей, влияющих на рыночную стоимость компании. Показывает долю чистой прибыли (в денежных единицах), приходящуюся на одну обыкновенную акцию
Ценность акции	Рыночная цена акции : доход на акцию	Этот коэффициент показывает, сколько денежных единиц согласны платить акционеры за одну денежную единицу чистой прибыли компании. Он также показывает, насколько быстро могут окупиться инвестиции в акции компании
Рентабельность акции	Дивиденды на одну акцию : рыночная цена акции	Текущая доходность акции

Наименование показателя	Формула расчета	Экономический смысл
Дивидендный выход	Дивиденды на одну акцию : доход на акцию	Коэффициент показывает, насколько эффективна дивидендная политика предприятия
Коэффициент котировки акций	Рыночная цена акции : учетная цена акции	Дает представление о текущем уровне котировки акций

Работа оценщика с финансовой документацией — важный этап, целью которого является:

- приведение ретроспективной финансовой документации к сопоставимому виду, учет инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков, ставок дисконтирования и т.д.;
- нормализация отчетности с целью определения доходов и расходов, типичных для оцениваемого бизнеса;
- определение текущего финансового состояния оцениваемого предприятия;
- выявление тенденций в развитии бизнеса на основе ретроспективной информации, текущего состояния и планов на будущее;
- подготовка информации для подбора компаний-аналогов, расчета величины рыночных мультипликаторов.

3.5. Влияние результатов финансового анализа на оценку стоимости предприятия

Результаты выявления реального финансового состояния предприятия учитываются при выборе метода оценки:

- в случае «нормального» финансового состояния в затратном подходе выбирается метод чистых активов;
- если платежеспособность предприятия «не подлежит восстановлению», динамика финансовых показателей негативна, а общее положение предприятия с трудом описывается в литературных выражениях, то обоснованным будет выбор внутри затратного подхода метода ликвидационной стоимости. В этом случае результат оценки может получиться отрицательным, что свидетельствует о невоз-

возможности полного погашения предприятием своих обязательств;

- динамика финансовых показателей положительна, доходы стабильны, примерно одинаковы по годам — выбираем метод капитализации дохода;
- динамика финансовых показателей положительна, финансовое положение устойчиво, наблюдается примерно постоянный по годам темп роста доходов — модель Гордона (см. раздел 4.4.6).

При реализации сравнительного подхода результаты анализа финансового состояния объекта оценки и предприятий-аналогов позволят более корректно сравнивать информацию, обоснованно вносить корректировки в цены продаж предприятий-аналогов (их долей, пакетов акций, единичных акций) с учетом финансового состояния. Даже если использовано много достоверной информации об аналогах, но их финансовое состояние сильно различается» доверие к результатам сравнительного подхода будет низким, что отразится на итоговом согласовании.

Расчет ставки дисконтирования в доходном подходе часто проводится методом суммирования, который основан на учете рисков, в том числе финансовой структуры (нужно учитывать, например, значение коэффициента соотношения заемных и собственных средств), прогнозируемости доходов (помимо наличия информации за несколько последних лет учитывается динамика финансовых показателей (положительная, негативная, стабильная)). Если предприятие находится в неустойчивом финансовом положении и т.п., то результаты прогнозирования могут оказаться слишком приближенными, риск неточного прогнозирования будет высоким, а «вес» доходного подхода в итоговом согласовании наоборот, низким.

Показатели ликвидности и структуры капитала можно объединить в группу показателей финансовой устойчивости. Очевидно, что предприятие должно быть устойчивым как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. В краткосрочной перспективе критерием устойчивости может считаться платежеспособность предприятия, т.е. способность своевременно и в полном объеме проводить расчеты по краткосрочным обязательствам. Платежеспособность характеризуют показатели ликвидности, отражающие, в какой степени и за счет каких оборотных активов предприятие способно рассчитаться по своим краткосрочным обязательствам.

Результаты оценки отражаются на значениях показателей финансовой устойчивости. Предположим, что в результате оценки стоимость основных фондов увеличилась. В случае переоценки на эту же величину возрастает собственный капитал предприятия. Увеличение собственных средств позволяет уменьшить потребность в заемных средствах для финансирования оборотных активов, увеличивая тем самым ликвидность предприятия и его финансовую независимость. Кроме того, амортизационные отчисления, величина которых изменяется при изменении стоимости основных фондов, формируют инвестиционные ресурсы предприятия. Поэтому предприятия, ставящие при переоценке цель любым способом снизить стоимость имущества, лишают себя надежного источника средств. Результаты переоценки, которые относятся на добавочный капитал, увеличивают величину собственных средств предприятия и улучшают структуру его капитала. Также в связи с переоценкой возможно проведение дополнительной эмиссии акций, что является хорошей возможностью для предприятия увеличить рыночную стоимость собственного капитала.

Если неплатежеспособность и финансовая неустойчивость — важнейшие признаки наступающего банкротства, то низкие показатели деловой активности и рентабельности относят к факторам, усугубляющим финансовые проблемы предприятия, но не предопределяющим его банкротство.

4. Доходный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса]

Доходный подход считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете покупает не набор активов, состоящий из зданий, сооружений, машин, оборудования, нематериальных ценностей и т.д., а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние. С этой точки зрения все предприятия, к каким бы отраслям экономики они ни принадлежали, производят всего один вид товарной продукции — деньги [5].

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

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

4.1. Основные положения доходного подхода

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

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

- метод капитализации дохода;
- метод дисконтирования денежных потоков.

При оценке *методом капитализации дохода* определяется уровень дохода за первый прогнозный год и предполагается, что доход будет таким же и в последующие прогнозные годы (в случае применения метода дисконтирования денежных по-

токов определяется уровень доходов за каждый год прогнозного периода).

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

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

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

Денежные потоки — это серия ожидаемых периодических поступлений денежных средств от деятельности предприятия, а не единовременное поступление всей суммы.

Рыночная оценка бизнеса во многом зависит от его перспектив. Именно перспективы позволяют учесть метод дисконтирования денежных потоков. Данный метод оценки считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов и может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Существуют ситуации, когда он объективно дает наиболее точный результат оценки рыночной стоимости предприятия.

Преимущества доходного подхода:

- учитывается доходность предприятия, что отражает основную цель его функционирования — получение дохода собственником;
- применение подхода необходимо при принятии решений о финансировании, анализе целесообразности инвестирования, при обосновании решений о купле-продаже предприятия;
- подход учитывает перспективы развития предприятия.

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

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

- предприятия, связанные с информационно-рекламной сферой деятельности, так как их стоимость зависит от размеров и эффективности первоначальных затрат, последующих объемов реализации услуг и чистых доходов;
- предприятия, деятельность которых базируется на новых технологиях, когда стоимость предприятия существенно зависит от конъюнктуры соответствующего сектора рынка;
- предприятия, имеющие исключительные права, каналы связи, каналы реализации продукции, услуг, обладание которыми позволяет таким предприятиям ограничить конкуренцию на соответствующем рынке и получать высокие и стабильные доходы, а следовательно, иметь высокую стоимость;
- предприятия, действующие на рынке интеллектуальных услуг (оценочных, медицинских, юридических, аудиторских и пр.), так как их стоимость в значительной степени зависит от индивидуальных качеств руководителя, его квалификации, связей и т.д.

Основные недостатки доходного подхода:

- прогнозирование долговременного потока дохода затруднено сложившейся недостаточно устойчивой экономической ситуацией в России, из-за чего вероятность неточности прогноза увеличивается пропорционально долгосрочное™ прогнозного периода;
- сложность расчета ставок капитализации и дисконтирования;
- в процессе прогнозирования денежных потоков или ставок дисконтирования устанавливаются различные предположения и ограничения, носящие условный характер;
- влияние факторов риска на прогнозируемый доход;
- многие предприятия не показывают в отчетности реальный доход, на анализе которого базируется доходный подход, или же показывают убытки.

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

4.2. Учет стоимости денег во времени при использовании доходного подхода

Для анализа разновременных денежных потоков, обоснования инвестиционных вложений, определения стоимости недвижимости и бизнеса, а также выполнения ряда других операций применяют элементы финансовой математики.

При расчете нормы дохода на инвестируемый капитал должно учитываться текущая стоимость будущих доходов для сопоставимости с текущей стоимостью инвестиций, иначе будущие доходы в случае их преобразования в текущую стоимость могут оказаться равными капитальным вложениям.

При вложении средств инвестор отказывается от текущего потребления в надежде получить больший доход в будущем, однако существует риск неполучения ожидаемого дохода. Поэтому инвестор заслуживает премии, что является ключевым фактором необходимости учета стоимости денег во времени.

Основные причины изменения стоимости денег во времени:

- 1) инвестор отказывается от текущего потребления, за что заслуживает премии;
- 2) инвестор берет на себя риск неполучения ожидаемого дохода, что требует учета премии за риск, связанный с объектом инвестирования;
- 3) меняется покупательная способность денег.

Для анализа денежных потоков от недвижимости и бизнеса, для определения текущей стоимости инвестиций, обоснования величины платы за получение будущих потоков дохода, широко применяются функции сложных процентов. Что это такое?

Простой процент — процент, начисляемый только на основную сумму долга без учета накопленных процентов.

Сложный процент — процент, начисляемый на основную сумму долга и невыплаченные ранее проценты, начисленные за предыдущий период.

Пример 4.1. Расчет сложного процента. Положим в банк 100 тыс. руб. под 10% годовых. Рассчитаем сумму депозита (суммы на банковском счете) по простому и сложному проценту, если период накопления составляет четыре года.

Расчет суммы депозита по простому и сложному проценту

Показатель по вкладу	Сложный процент, тыс. руб.	Простой процент, тыс. руб.
Депозит	100	100
Начисления на конец первого года	10	10
Депозит на начало второго года	110	110
Начисления на конец года	11	10
Депозит на начало третьего года	121	120
Начисления на конец года	12,1	10
Депозит на начало четвертого года	133,1	130
Начисления на конец года	13,31	10
Депозит на конец четвертого года	146,41	140

Основные области применения сложного процента:

- 1) будущая стоимость единицы;
- 2) накопление единицы за период;
- 3) фактор фонда возмещения;
- 4) текущая стоимость единицы;
- 5) текущая стоимость единичного аннуитета*;
- 6) взнос за амортизацию денежной единицы.

Для удобства в работе с различными потоками доходов используют финансовые калькуляторы. Они имеют клавиши числа периодов, периодической ставки процента, периодического платежа, текущей стоимости суммы, будущей стоимости суммы и др. Для упрощения расчетов в случае отсутствия финансового калькулятора применяют таблицы сложных процентов (табл. 4.1 и 4.2).

Таблица 4.1

**Функции сложного процента
(20% , начисление процентов ежегодно)**

№ года	Будущая стоимость единицы	Накопление единицы за период	Фактор фонда возмещения	Коэффициент текущей стоимости единицы (DF)	Текущая стоимость единичного аннуитета	Взнос на амортизацию единицы	№ года
1	1,20000	1,00000	1,00000	0,83333	0,83333	1,20000	1
2	1,44000	2,20000	0,45455	0,69444	1,52778	0,65455	2
3	1,72800	3,64000	0,27473	0,57870	2,10648	0,47473	3
4	2,07360	5,36800	0,18629	0,48225	2,58873	0,38629	4
5	2,48832	7,44160	0,13438	0,40188	2,99061	0,33438	5
6	2,98598	9,92992	0,10071	0,33490	3,32551	0,30071	6
7	3,58318	12,91590	0,07742	0,27908	3,60459	0,27742	7
8	4,29982	16,49908	0,06061	0,23257	3,83716	0,26061	8
9	5,15978	20,79890	0,04808	0,19381	4,03097	0,24808	9
10	6,19174	25,95868	0,03852	0,16151	4,19247	0,23852	10
11	7,43008	32,15042	0,03110	0,13459	4,32706	0,23110	11
12	8,91610	39,58050	0,02526	0,11216	4,43922	0,22526	12
13	10,69932	48,49660	0,02062	0,09346	4,53268	0,22062	13
14	12,83919	59,19592	0,01689	0,07789	4,61057	0,21689	14
15	15,40702	72,03511	0,01388	0,06491	4,67547	0,21388	15
16	18,48843	87,44213	0,01144	0,05409	4,72956	0,21144	16
17	22,18611	105,93056	0,00944	0,04507	4,77463	0,20944	17
18	26,62333	128,11667	0,00781	0,03756	4,81219	0,20781	18
19	31,94800	154,74000	0,00646	0,03130	4,84350	0,20646	19
20	38,33760	186,68801	0,00536	0,02608	4,86958	0,20536	20

* *Единичный аннуитет* — показатель, отражающий стоимость, которую генерирует один рубль прибыли за определенный период.

№ года	Будущая стоимость единицы	Накопление единицы за период	Фактор фонда возмещения	Коэффициент текущей стоимости единицы (DF)	Текущая стоимость единичного аннуитета	Взнос на амортизацию единицы	№ года
21	46,00512	225,02561	0,00444	0,02174	4,89132	0,20444	21
22	55,20615	271,03073	0,00369	0,01811	4,90943	0,20369	22
23	66,24738	326,23688	0,00307	0,01509	4,92453	0,20307	23
24	79,49685	392,48425	0,00255	0,01258	4,93710	0,20255	24
25	95,39622	471,98111	0,00212	0,01048	4,94759	0,20212	25
26	114,47547	567,37733	0,00176	0,00874	4,95632	0,20176	26
27	137,37056	681,85280	0,00147	0,00728	4,96360	0,20147	27
28	164,84467	819,22336	0,00122	0,00607	4,96967	0,20122	28
29	197,81361	984,06803	0,00102	0,00506	4,97472	0,20102	29
30	237,37633	1181,88164	0,00085	0,00421	4,97894	0,20085	30
31	284,85160	1419,25797	0,00070	0,00351	4,98245	0,20070	31
32	341,82192	1704,10957	0,00059	0,00293	4,98537	0,20059	32
33	410,18630	2045,93149	0,00049	0,00244	4,98781	0,20049	33
34	492,22357	2456,11779	0,00041	0,00203	4,98984	0,20041	34
35	590,66828	2948,34136	0,00034	0,00169	4,99153	0,20034	35
36	708,80194	3539,0096	0,00028	0,00141	4,99295	0,20028	36
37	850,56233	4247,81158	0,00024	0,00118	4,99412	0,20024	37
38	1020,67480	5098,37391	0,00020	0,00098	4,99510	0,20020	38
39	1224,80976	6119,04870	0,00016	0,00082	4,99592	0,20016	39
40	1469,77171	7343,8584	0,00014	0,00068	1,99660	0,20014	40

Таблица 4.2

Функции сложного процента (30%, начисление процентов ежегодно)

№ года	Будущая стоимость единицы	Накопление единицы за период	Фактор фонда возмещения	Коэффициент текущей стоимости единицы (DF)	Текущая стоимость единичного аннуитета	Взнос на амортизацию единицы	№ года
1	1,30000	1,00000	1,00000	0,76923	0,76923	1,30000	1
2	1,69000	2,30000	0,43478	0,59172	1,36095	0,73478	2
3	2,19700	3,99000	0,25063	0,45517	1,81611	0,55063	3
4	2,85610	6,18700	0,16163	0,35013	2,16624	0,46163	4
5	3,71293	9,04310	0,11058	0,26933	2,43557	0,41058	5
6	4,82681	12,75603	0,07839	0,20718	2,64275	0,37839	6
7	6,27485	17,58284	0,05687	0,15937	2,80211	0,35687	7
8	8,15731	23,85769	0,04192	0,12259	2,92470	0,34192	8
9	10,60450	32,01500	0,03124	0,09430	3,01900	0,33124	9
10	13,78585	42,61950	0,02346	0,07254	3,09154	0,32346	10

№ года	Будущая стоимость единицы	Накопленные единицы за период	Фактор фонда возмещения	Коэффициент текущей стоимости единицы (DF)	Текущая стоимость единичного аннуитета	Взнос на амортизацию единицы	№ года
11	17,92161	56,40535	0,01773	0,05580	3,14734	0,31773	11
12	23,29809	74,32696	0,01345	0,04292	3,19026	0,31345	12
13	30,28751	97,62504	0,01024	0,03302	3,22328	0,31024	13
14	39,37377	127,91256	0,00782	0,02540	3,24867	0,30782	14
15	51,18590	167,28633	0,00598	0,01954	3,26821	0,30598	15
16	66,54167	218,47223	0,00458	0,01503	3,28324	0,30458	16
17	86,50417	285,01390	0,00351	0,01156	3,29480	0,30351	17
18	112,45543	371,51807	0,00269	0,00889	3,30369	0,30269	18
19	146,19205	483,97350	0,00207	0,00684	3,31053	0,30207	19
20	190,04967	630,16555	0,00159	0,00526	3,31579	0,30159	20
21	247,06458	820,21522	0,00122	0,00405	3,31984	0,30122	21
22	321,18395	1067,27980	0,00094	0,00311	3,32295	0,30094	22
23	417,53914	1388,46375	0,00072	0,00239	3,32535	0,30072	23
24	542,80089	1806,00289	0,00055	0,00184	3,32719	0,30055	24
25	705,64116	2348,8038	0,00043	0,00142	3,32861	0,30043	25
26	917,33352	3054,445	0,00033	0,00109	3,32970	0,30033	26
27	1192,53359	3971,77847	0,00025	0,00084	3,33054	0,30025	27
28	1550,29368	5164,31206	0,00019	0,00065	3,33118	0,30019	28
29	2015,38180	6714,60573	0,00015	0,00050	3,33168	0,30015	29
30	2619,99636	8729,9875	0,00011	0,00038	3,33206	0,30011	30
31	3405,9953	11349,9839	0,00009	0,00029	3,33235	0,30009	31
32	4427,7939	14755,9792	0,00007	0,00023	3,33258	0,30007	32
33	5756,13217	19183,7731	0,00005	0,00017	3,33275	0,30005	33
34	7482,97189	24939,905	0,00004	0,00013	3,33289	0,30004	34
35	9727,8636	32422,877	0,00003	0,00010	3,33299	0,30003	35
36	12646,2227	42150,7408	0,00002	0,00008	3,33307	0,30002	36
37	16440,0897	54796,964	0,00002	0,00006	3,33317	0,30002	37
38	21372,1168	71237,0532	0,00001	0,00005	3,33318	0,30001	38
39	27783,7521	92609,1700	0,00001	0,00004	3,33321	0,30001	39
40	36118,8781	120392,922	0,00001	0,00003	3,33324	0,30001	40

Рассмотрим перечисленные выше функции сложного процента.

Будущая стоимость единицы (S^n) — будущая стоимость одной денежной единицы через n периодов при ставке сложного процента i :

$$S^n = (1+i)^n,$$

где S^n — сумма после n периодов;

i — периодическая фактическая ставка процента;

n — число периодов.

Пример 4.2. Необходимо определить будущую стоимость 1 000 000 руб. при ставке сложного процента 30%, если период накопления составит пять лет:

$$1\,000\,000 \times (1 + 0,3)^5 = 3\,712\,930 \text{ (руб.)}.$$

Используем для решения этой задачи таблицы сложных процентов. Инвестор, зная стоимость одного рубля к концу пятого года накопления, может узнать будущую стоимость одного миллиона рублей, умножив будущую стоимость одного рубля на вложенную сумму:

$$1\,000\,000 \times 3,71293 = 3\,712\,930 \text{ (руб.)}.$$

Таким образом, при инвестировании 1 млн руб. при ставке 30% к концу пятого года стоимость вложенных средств составит 3,71 млн руб.

Накопление единицы за период (S_n) — остаток денежных средств через n периодов при ставке сложного процента, равной i , в результате периодического пополнения основной суммы депозита за счет новых взносов и перевода накопленных процентов в основную сумму депозита:

$$S_n = \frac{S^n - 1}{i}, \text{ или } S_n = \frac{(1+i)^n - 1}{i}.$$

Таким образом, при вкладе на три года рубль, депонированный в конце первого года, будет приносить процент в течение двух лет; рубль, депонированный в конце второго года, — в течение одного года; рубль, депонированный в конце третьего года, не принесет процента.

Фактор фонда возмещения (SFF) показывает денежную сумму, которую необходимо депонировать в конце каждого периода для того, чтобы через n периодов при ставке сложного процента, равной i , остаток на счете составил один рубль:

$$SFF = \frac{1}{S_n}, \text{ или } SFF = \frac{i}{(1+i)^n - 1}.$$

Периодический платеж = Желаемая сумма \times SFF.

Пример 4.3. Если остаток на депозите приносит ежегодно 20% дохода, то для того, чтобы за три года накопить 3,64 млн руб., нужно ежегодно вкладывать по 1 млн руб.:

$$0,27473 \times 3,64 = 1 \text{ (млн руб.)}$$

Коэффициент текущей стоимости единицы (фактор дисконтирования, DF) — это текущая стоимость одной денежной единицы, которая должна быть получена через n периодов при ставке сложного процента, равной i :

$$DF_n = \frac{1}{S^n}, \text{ или } DF_n = \frac{1}{(1+i)^n}.$$

Пример 4.4. При ставке дисконтирования 20% текущая стоимость 1 млн руб., ожидаемого к получению через год, составит 833 тыс. руб.:

$$DF_1 = 1 : (1+0,20)^1 = 0,833;$$
$$0,833 \times 1 \text{ млн руб.} = 833 \text{ тыс. руб.}$$

Текущая стоимость единичного аннуитета (a_n) — текущая стоимость серии ожидаемых равных единичных поступлений в течение n периодов при ставке сложного процента, равной i :

$$a_n = \frac{1 - DF_n}{i}, \text{ или } a_n = \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i}.$$

Пример 4.5. Право получения 100 тыс. руб. дохода в конце каждого года в течение следующих трех лет можно оценить следующим образом:

$$a_n = 2,106 \text{ тыс. руб.}$$
$$100 \times 2,106 = 210,6 \text{ (тыс. руб.)}.$$

Следовательно, текущая стоимость инвестиций 210,6 тыс. руб. является обоснованной платой за право получения 100 тыс. руб. в конце каждого следующего года в течение трех лет при ставке 20%.

Взнос на амортизацию денежной единицы — коэффициент частичных платежей, который показывает величину обязательного периодического платежа, необходимую для погашения кредита за n периодов при ставке сложного процента, равной i .

$$\frac{1}{a_n} = \frac{i}{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}.$$

Амортизация денежной единицы — это процесс погашения долга в течение определенного времени. Взнос на амортизацию кредита математически определяется как отношение одного платежа к первоначальной сумме кредита.

Пример 4.6. Ожидается получить 1 тыс. руб. в конце каждого из двух последующих лет при годовой ставке 30%.

Отношение одного платежа к основной сумме кредита показывает размер периодического платежа, необходимого для погашения долга, который для одного рубля в данном случае составит:

$$\frac{1}{a_n} = 0,73478.$$

Следовательно, для полного погашения первоначальной суммы кредита и процентов, начисленных по годовой ставке 30%, в конце каждого года на протяжении двух лет следует за каждую 1 тыс. руб. уплачивать 734,8 руб.

Функции сложного процента взаимосвязаны (табл. 4.3).

Таблица 4.3

Взаимосвязь функций сложного процента

Основные функции	Обратные функции
<p>Будущая стоимость единицы:</p> $S^n = (1+i)^n$	<p>Коэффициент текущей стоимости единицы (фактор дисконтирования):</p> $DF_n = \frac{1}{S^n}, \text{ или } DF_n = \frac{1}{(1+i)^n}$
<p>Накопление единицы за период:</p> $S_n = \frac{S^n - 1}{i}, \text{ или}$ $S_n = \frac{(1+i)^n - 1}{i}$	<p>Фактор фонда возмещения:</p> $SFF = \frac{1}{S_n}$
<p>Текущая стоимость единичного аннуитета:</p> $a_n = \frac{1 - DF_n}{i}, \text{ или } a_n = \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i}$	<p>Взнос на амортизацию денежной единицы:</p> $\frac{1}{a_n} = \frac{i}{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}$

Функции сложного процента применяются в оценке имущества с использованием доходного подхода.

4.3. Метод капитализации дохода

Метод применяется для оценки «зрелых» предприятий, которые имеют определенную прибыльную историю хозяйственной деятельности, успели накопить активы, стабильно функционируют.

По сравнению с методом дисконтирования денежных потоков, метод капитализации дохода более прост, так как не требуется составления средне- и долгосрочных прогнозов доходов, однако его применение ограничено крутом предприятий с относительно стабильными доходами, находящихся на стадии зрело-

сти своего жизненного цикла, рынок сбыта которых устоялся и в долгосрочной перспективе не предполагается значительных изменений.

Метод капитализации дохода — оценка имущества на основе капитализации дохода за первый прогнозный год при предположении, что величина дохода будет такой же и в последующие прогнозные годы.

Капитализация дохода — процесс, определяющий взаимосвязь будущего дохода и текущей стоимости оцениваемого объекта.

Метод капитализации дохода реализуется посредством капитализации будущего нормализованного денежного потока или капитализации будущей усредненной прибыли.

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

Этапы метода капитализации дохода:

- 1) обоснование стабильности получения доходов;
- 2) выбор вида дохода, который будет капитализирован;
- 3) определение величины капитализируемого дохода;
- 4) расчет ставки капитализации;
- 5) капитализация дохода;
- 6) внесение итоговых поправок.

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

Этап 2. Выбор вида дохода, который будет капитализирован. В качестве капитализируемого дохода в оценке бизнеса могут выступать выручка или показатели, так или иначе учитывающие амортизационные отчисления: чистая прибыль после уплаты налогов, прибыль до уплаты налогов, величина денежного потока. Капитализация прибыли в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины прибыли.

Этап 3. Определение величины капитализируемого дохода.

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

- 1) величина дохода, спрогнозированная на один год после даты оценки;
- 2) средняя величина выбранного вида дохода, рассчитанная на основе ретроспективных и, возможно, прогнозных данных.

Важную роль играет нормализация дохода, т.е. устранение единовременных отклонений в потоках дохода.

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

Этап 4. Расчет ставки капитализации.

Ставка капитализации — коэффициент, преобразующий доход одного года в стоимость объекта.

Ставка капитализации характеризуется соотношением годового дохода и стоимости имущества:

$$R = I : V,$$

где V — стоимость.

R — ставка капитализации;

I — ожидаемый доход за один год после даты оценки;

Ставка капитализации может устанавливаться оценщиком на основе изучения отрасли.

Пример 4.7. Расчет ставки капитализации.

Показатель	Сведения о продажах аналогичных предприятий		
	предприятие 1	предприятие 2	предприятие 3
Цена продажи, тыс руб.	1 000	800	1 200
Усредненный нормализованный денежный поток за один год, тыс руб.	240	200	360
Решение			
Ставка капитализации для анализируемых продаж, %	24,0	25,0	30,0
Весовой коэффициент (учитывает степень схожести аналога на объект оценки и качество информации)	0,4	0,4	0,2
Взвешенное значение ставки капитализации, %	9,6	10,0	6,0
Общая ставка капитализации, %	25,6		

Часто ставка капитализации выбирается на основе ставки дисконтирования. Для этого из ставки дисконтирования вычитает-

ся темп роста капитализируемого дохода (денежного потока или прибыли). Если темп роста дохода предполагается равным нулю, ставка капитализации будет равна ставке дисконтирования.

Этап 5. Капитализация дохода, т.е. определение стоимости бизнеса по формуле:

$$V = I : R,$$

или *Стоимость = Доход : Ставка капитализации.*

Пример 4.8. Расчет стоимости предприятия методом капитализации дохода.

Показатель	Значение
Ожидаемый годовой доход, руб.	100 000
Ставка капитализации, %	25
Стоимость предприятия, руб.	400 000(100 000:0,25)

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

4.4. Метод дисконтирования денежных потоков

Применение данного метода наиболее обосновано для оценки предприятий, денежные потоки которых нестабильны.

4.4.1. Сущность метода дисконтирования денежных потоков

Метод дисконтирования денежных потоков — определение стоимости имущества суммированием текущих стоимостей ожидаемых от него потоков дохода. Расчеты проводятся по формуле

$$PV = \frac{CF_1}{1 + DR} + \frac{CF_2}{(1 + DR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + DR)^n} + \frac{FV}{(1 + DR)^n},$$

где PV — текущая стоимость;

CF_n — доход n -го периода;

FV — реверсия*;

DR — ставка дисконтирования;

n — последний год прогнозного периода.

В общем виде эта формула может быть представлена таким образом:

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

где i — номер года прогнозного периода.

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

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

Основные задачи оценщика при использовании метода дисконтирования денежных потоков:

- проанализировать прошлые и спрогнозировать будущие денежные потоки с точки зрения их структуры, величины, времени и периодичности получения;
- определить стоимость предприятия на конец прогнозного периода;
- определить ставки, по которым целесообразно дисконтировать денежные потоки;
- изучить и оценить инвестиционные проекты, влияющие на характеристики денежных потоков.

Ситуации, в которых применение метода дисконтирования денежных потоков наиболее целесообразно:

- можно обоснованно оценить будущие денежные потоки;
 - будущие денежные потоки прогнозируются существенно отличающимися от текущих;
- к] — предприятие достаточно новое и развивается;
- предприятие реализует инвестиционный проект, который способен существенно повлиять на характеристики денежных потоков.

* *Реверсия* — расчет величины стоимости имущества (предприятия) в постпрогнозный период.

Наиболее точные результаты получают при оценке предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности (желательно прибыльной) и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития. Следует соблюдать осторожность в применении этого метода для оценки новых предприятий, даже многообещающих.

Основные этапы оценки предприятия методом дисконтирования денежных потоков:

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

4.4.2. Выбор модели денежного потока

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

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

Денежный поток для собственного капитала используется для расчета рыночной стоимости собственного капитала (табл. 4.4).

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

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

- 1) не учитывается прирост долгосрочной задолженности;
- 2) не учитывается уменьшение долгосрочной задолженности;
- 3) не учитываются (не вычитаются из прибыли) денежные выплаты по процентам за обслуживание долгосрочной задолженности.

Таблица 4.4

Расчет денежного потока для собственного капитала

Знак действия	Показатель
Плюс	Чистая прибыль после уплаты налогов
	Амортизационные отчисления
Плюс (минус)	Уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала
Плюс (минус)	Уменьшение (прирост) инвестиций в основные средства
Плюс (минус)	Прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности
Итого	Денежный поток для собственного капитала

Порядок расчета денежного потока для всего инвестированного капитала представлен в табл. 4.5.

Таблица 4.5

Расчет денежного потока для всего инвестированного капитала

Знак действия	Показатель
Плюс	Денежный поток для собственного капитала
	Выплата процентов по задолженности, которые ранее были вычтены при расчете чистой прибыли
Минус	Часть налога на прибыль (так как ранее проценты по задолженности вычитались из прибыли до уплаты налогов, возвращая их назад следует уменьшить сумму на величину налога на прибыль)
Итого	Денежный поток для всего инвестированного капитала

В денежном потоке для всего инвестированного капитала чистая прибыль включает величину процентов по долгосрочным кредитам, так как весь инвестированный капитал работает не только на создание прибыли, но и на выплату процентов по кредитам, и если не учесть выплаченные проценты, произойдет недооценка эффективности использования капитала. Следовательно, в денежном потоке для собственного капитала приходится учитывать прогнозируемый уровень задолженности с учетом начисляемых процентов, чего не требуется при анализе денежного потока для всего

инвестированного капитала. А спрогнозировать уровень задолженности и начисляемые проценты довольно сложно, так как уровень задолженности зависит не только от требуемых капиталовложений, но и от наличия собственных средств, причем процентные ставки за период прогнозирования могут измениться, что требует консультаций с банковскими работниками по поводу тенденций изменения ставок процента по задолженностям.

Основное обстоятельство, учитываемое при выборе того или иного вида денежного потока: если прибыль (или денежный поток) предприятия формируется в основном за счет собственных средств без значительных задолженностей, то для оценки предприятия используется денежный поток для собственного капитала; если прибыль формируется в значительной части за счет привлечения для производства заемных средств, предприятие целесообразнее оценивать с применением модели денежного потока для всего инвестированного капитала, т.е. без учета платы по процентам и изменений по долгосрочным обязательствам.

4.4.3. Определение длительности прогнозного периода

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

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

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

Определение продолжительности прогнозного периода, в пределах которого осуществляются расчеты, проводится с учетом следующих факторов:

- планы руководства по развитию (ликвидации) предприятия в ближайшие годы;
- динамика стоимостных показателей (выручки, себестоимости, прибыли, цен);
- тенденции изменения спроса, объемов производства и продаж.

В качестве периода прогнозирования может быть выбран:

- период, по достижении которого темпы роста дохода предприятия стабилизируются;
- период существования компании с учетом планов руководства (может быть связан с окончанием договора аренды на имущество компании);
- продолжительность создания, эксплуатации и, если необходимо, ликвидации объекта;
- период достижения заданных характеристик доходности, требований и предпочтений инвестора;
- срок реализации инвестиционного проекта по внедрению новой продукции.

Если нет объективных причин для прекращения существования предприятия, то предполагается, что оно может существовать неопределенно долго. Точнее спрогнозировать доходы на несколько десятков и более лет не представляется возможным, поэтому срок дальнейшего существования предприятия делится на две части:

1) *прогнозный период*, когда оценщик достаточно точно прогнозирует динамику денежных потоков;

2) *постпрогнозный период*, когда учитывается усредненный темп роста денежных потоков предприятия на весь оставшийся срок его жизни.

Если в первые годы прогнозного периода динамика доходов будет сильно отличаться от средней величины, то стоимость предприятия может быть сильно искажена.

4.4.4. Расчет денежных потоков

Для расчета *величины денежного потока для каждого года прогнозного периода* существуют два основных метода:

- 1) косвенный метод;
- 2) прямой метод.

Косвенный метод допускает анализ движения денежных средств по направлениям деятельности. Он наглядно демонстрирует использование прибыли и инвестирование имеющихся денежных средств.

Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, т.е. по бухгалтерским счетам.

При оценке инфляционные ожидания учитываются в случае, когда темп роста инфляции для издержек значительно отличается от темпа роста цен на производимую продукцию. В случае ис-

пользования «инфляционного» денежного потока, инфляционная составляющая должна присутствовать и в ставке дисконтирования. Однако инфляционные ожидания довольно сложно прогнозировать.

Более просты и чаще используются в оценке расчеты без учета инфляции.

Для корректного расчета величин денежных потоков необходим *анализ расходов, инвестиций и выручки от реализации*.

При прогнозе валовой выручки учитываются:

- номенклатура продукции;
- объем производства и цены на продукцию;
- ретроспективные темпы роста выручки;
- спрос на продукцию;
- производственные мощности;
- экономическая ситуация в стране, в отрасли;
- конкуренция, доля предприятия на рынке;
- планы руководства предприятия.

При прогнозировании расходов и инвестиций (потребности в инвестициях, источниках финансирования, инвестиционной политики) оценщик должен сделать следующее:

- учесть ретроспективные взаимозависимости и тенденции (иногда исторические тенденции могут оказаться неточными);
- изучить структуру расходов, в особенности соотношение постоянных и переменных издержек;
- изучить единовременные и чрезвычайные статьи расходов, которые могут фигурировать в финансовой отчетности за прошлые годы, но в будущем не встретятся;
- оценить инфляционные ожидания для каждой категории издержек;
- рассчитать затраты на выплату процентов по кредитам на основе прогнозируемых уровней задолженности;
- сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими показателями для предприятий-конкурентов или с аналогичными среднеотраслевыми показателями;
- спрогнозировать и обосновать необходимость инвестиций, направляемых на замену изношенного оборудования, приобретение нового для расширения объемов производства и т.п.;
- определить амортизационные отчисления исходя из ны-

нешнего наличия активов и из будущего их прироста и выбытия;

- проанализировать источники финансирования инвестиций (получение кредитов, выпуск акций и т.п.).

Планы руководства по развитию предприятия в ближайшие годы и динамику стоимостных (выручка, себестоимость, прибыль, цена продукции) и натуральных (объемы производства, продаж) показателей работы предприятия за два-четыре года, предшествующих дате оценки, оценщик сопоставляет с отраслевыми тенденциями и определяет реалистичность планов руководства, а также стадию жизненного цикла предприятия.

Одним из элементов денежного потока является собственный оборотный капитал (СОК). В процессе оценки требуется установить фактическую величину, избыток или недостаток собственного оборотного капитала для следующих целей:

1) уменьшение или прирост фактической величины собственного капитала учитывается при определении величин денежных потоков;

2) на заключительном этапе доходного подхода при внесении итоговых поправок избыток собственного оборотного капитала прибавляется, а недостаток — вычитается их полученной величины стоимости предприятия.

Собственный оборотный капитал — это разница между текущими активами (за вычетом денежных средств) и текущими пассивами.

Величина текущих активов (запасов, дебиторской задолженности) и текущих пассивов зависит от выручки; чем больше выручка, тем большая величина собственного оборотного капитала требуется для нормального функционирования предприятия. Поэтому динамику собственного оборотного капитала можно прогнозировать в зависимости от выручки, либо на основе отдельного прогнозирования изменений текущих активов и пассивов. В отчете свой выбор можно обосновать, например, так: «Для прогноза потребности в собственном оборотном капитале Оценщик использовал соотношение собственного оборотного капитала и объема продаж. Этот показатель за прошлые периоды составляет в среднем 20%. Оценщик предполагает, что такие условия, требующие значительной величины собственного оборотного капитала, сохранятся на весь прогнозируемый период».

Пример 4.9. Расчет денежного потока для собственного капитала предприятия.

(тыс. руб.)

№ п/п	Показатель	2003 г.	2004 г.	2005 г.
1	Выручка от реализации	52 413	57 351	63 262
2	Себестоимость продукции,	32 022	35 580	39 943
	в том числе амортизация	7 121	6 914	6 731
3	Коммерческие расходы	3 210	3344	3 470
4	Налог на имущество	508	499	489
5	Капитальные вложения	39	46	50
6	Чистая прибыль после налогообложения	12 671	13 625	14 713
7	Амортизационные отчисления (плюс)	7 121	6 914	6 731
8	Уменьшение/прирост собственного оборотного капитала (минус)	3 961	4 104	4 264
9	Уменьшение/прирост инвестиций в основные средства (минус)	7	7	4
10	Уменьшение/прирост долгосрочной задолженности	0	0	0
11	Итого денежный поток для собственного капитала (CF)	15 825	16 428	17 176

Примечания:

1. Налог на имущество — 2% от среднегодовой стоимости недвижимого имущества.

Расчет налога на имущество

(тыс. руб.)

Показатель	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Имущество	25 676	25 173	24 679	24 262
Среднегодовая стоимость имущества	—	25 425	24 926	24 471
Налог на имущество (2%)	—	508	499	489

2. Налог на прибыль в соответствии с российским законодательством составляет 24%.

**Расчет прироста собственного оборотного капитала
и инвестиций**

(тыс. руб.)

Показатели	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Собственный оборотный капитал	109 202	113 163	117 267	121 531
Прирост собственного оборотного капитала	—	3 961	4 104	4 264
Капитальные вложения	31	39	46	50
Прирост инвестиций в основные средства	—	7	7	4

4.4.5. Выбор методов расчета ставок дисконтирования

Ставка дисконтирования или стоимость привлечения капитала должна рассчитываться с учетом трех факторов:

1) наличие у предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации;

2) необходимость учета стоимости денег во времени;

3) фактор риска.

В зависимости от выбранной модели денежного потока применяют различные методики определения ставки дисконтирования, наиболее распространенными из которых являются следующие:

— для денежного потока для собственного капитала — модель оценки капитальных активов, модель кумулятивного построения;

— для денежного потока для всего инвестированного капитала — модель средневзвешенной стоимости капитала.

Методы определения ставок дисконтирования представлены в разделе 4.5.

После определения ставок дисконтирования рассчитывают стоимость предприятия в постпрогнозный период, для чего часто используют модель Гордона (см. раздел 4.4.6), затем опре-

деляют текущую стоимость ожидаемых денежных потоков и реверсии (раздел 4.4.7) и вносят заключительные поправки (раздел 4.4.8).

4.4.6. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период. Модель Гордона

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

Реверсия — это:

- доход от возможной перепродажи имущества (предприятия) в конце периода прогнозирования;
- стоимость имущества (предприятия) на конец прогнозного периода.

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период выбирается один из представленных в табл. 4.6 способов расчета его стоимости на конец прогнозного периода.

Таблица 4.6

Методы расчета стоимости предприятия на конец прогнозного периода (реверсии)

Название метода	Условия и особенности применения
Метод расчета по ликвидационной стоимости	Применяется, если в постпрогнозный период ожидается банкротство предприятия с последующей продажей имеющихся активов. Учитываются расходы, связанные с ликвидацией, и скидка на срочность в случае срочной ликвидации. Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль, а тем более находящегося в стадии роста, этот метод неприменим
Метод расчета по стоимости чистых активов	Метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются значительные материальные активы (фондоёмкие производства), или если на конец прогнозного периода ожидается продажа активов предприятия по рыночной стоимости

Название метода	Условия и особенности применения
Метод предполагаемой продажи	Денежный поток пересчитывается в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний. Метод применим, если аналогичные предприятия часто покупаются-продаются и можно обосновать тенденцию изменения их стоимости. На российском рынке из-за малого количества рыночных данных применение метода весьма проблематично
Модель Гордона	Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны

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

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

Расчеты проводятся по формуле

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

где FV — ожидаемая стоимость в постпрогнозный период;

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

DR — ставка дисконтирования;

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

Условия применения модели Гордона:

- 1) темпы роста дохода стабильны;
- 2) капитальные вложения в постпрогножном периоде примерно равны амортизационным отчислениям;
- 3) темпы роста дохода не превышают ставки дисконтирования, иначе оценка по модели будет давать иррациональные результаты.
- 4) темпы роста дохода умеренные, например, не превышают 3—5%, так как большие темпы роста невозможны без дополнительных капитальных вложений, которых данная модель не учи-

тывает. К тому же постоянные большие темпы роста дохода на неопределенно длительный период времени вряд ли реалистичны.

Теоретически срок жизни бизнеса стремится к бесконечности и является неопределенно долгим. Ожидаемые от него доходы переменны, но их динамика такова, что реальным приближением к действительности становится предположение об их постоянном темпе роста ($t = \text{const}$):

$$t = \frac{CF_{(n+1)} - CF_n}{CF_n} = \text{const.}$$

Так, если оценщиком определен темп роста 2% годовых, то это означает, что темпы роста дохода могут несколько меняться по годам, но усредненная многолетняя величина темпа роста дохода составляет 2%. Предполагается, что в случае уменьшения прибылей инициаторы проекта сумеют, например, подготовить к выпуску новую продукцию, способную заменить продукт с уменьшающейся рентабельностью. В целом, как бы не колебался жизненный цикл предприятия, в долгосрочном плане эти колебания сглаживаются и представляют собой трендовое движение.

Долгосрочные темпы роста денежного потока могут быть приравнены к среднеотраслевым. При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконтирования.

Пример 4.10. Денежный поток предприятия за один год по окончании прогнозного периода равен 150 тыс. руб., ставка дисконтирования — 24%. Оценщик предполагает, что к концу прогнозного периода темп роста дохода стабилизируется и составит 2% в год. Рассчитаем величину стоимости предприятия на конец прогнозного периода, используя модель Гордона:

$$FV = \frac{150}{0,24 - 0,02} = 682 \text{ (тыс. руб.)}$$

Стоимость предприятия на конец прогнозного периода составит 682 тыс. руб.

4.4.7. Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков

Текущая (настоящая, дисконтированная, приведенная) стоимость — стоимость денежных потоков предприятия и реверсии, дисконтированных по определенной ставке дисконтирования к дате оценки.

Расчеты текущей стоимости представляют собой умножение денежного потока (CF) на соответствующий периоду n коэффициент текущей стоимости единицы (DF) с учетом выбранной ставки дисконтирования (DR). При анализе инвестиций этот коэффициент чаще называют фактором дисконтирования. Расчеты проводят по формуле

$$DF_i = \frac{1}{(1 + DR)^i},$$

где i — номер года прогнозного периода.

По этой формуле денежные потоки дисконтируются, как если бы они были получены в конце года. Однако такой подход может занижить текущую оценку ожидаемых доходов. Поэтому, если денежный поток не сконцентрирован на конец года из-за сезонности производства и других факторов, оценщик может дисконтировать денежные потоки, как если бы предполагалось их получение в середине прогнозного года, тогда формула принимает вид

$$DF_i = \frac{1}{(1 + DR)^{i-0.5}}.$$

Дисконтирование стоимости реверсии всегда проводится по ставке дисконтирования, взятой на конец прогнозного периода, в связи с тем, что остаточная стоимость (независимо от метода ее расчета) всегда представляет собой величину на конкретную дату — начало постпрогнозного периода, т.е. конец последнего года периода прогнозирования.

Примеры ставок дисконтирования и соответствующие им коэффициенты текущей стоимости, различающиеся по годам, представлены в табл. 4.7.

Из таблицы 4.7 видно, что чем дальше период получения одной денежной единицы от текущего момента времени, тем ниже текущая стоимость этой денежной единицы. Так, при ставке дисконтирования 20% ожидаемый к получению через один год один рубль «стоит» сегодня 83,333 коп., а ожидаемый через четыре года — 48,225 коп.

Аналогично прослеживается взаимосвязь между текущей стоимостью денег и ставкой дисконтирования: чем выше ставка дисконтирования, тем ниже текущая стоимость денежных единиц, получаемых в будущем.

При применении в оценке метода дисконтирования денежных потоков необходимо суммировать текущие стоимости периодических денежных потоков, которые приносит объект оценки в прогнозный период, и текущую стоимость бизнеса в постпрогнозный период.

Ставки дисконтирования и коэффициенты текущей стоимости

Ставка дисконтирования (DR), %	Значение коэффициента текущей стоимости единицы для доходов, получаемых в конце года			
	1-й год (DF_1)	2-й год (DF_2)	3-й год (DF_3)	4-й год (DF_4)
20	0,83333	0,69444	0,57870	0,48225
21	0,82645	0,68301	0,56447	0,46651
22	0,81967	0,67186	0,55071	0,45140
23	0,81301	0,66098	0,53738	0,43690
24	0,80645	0,65036	0,52449	0,42297
25	0,80000	0,64000	0,51200	0,40960

Предварительная величина стоимости бизнеса имеет две составляющие:

1) текущей стоимости денежных потоков в течение прогнозного периода;

2) текущее значение стоимости в послепрогнозный период.

Порядок определения текущей стоимости денежных потоков и реверсии представлен в табл. 4.8.

Расчет текущей стоимости денежных потоков и реверсии

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	Постпрогнозный период
Денежный поток (CF_n)	CF_1	CF_2	CF_3	CF_4
Стоимость на конец прогнозного периода, рассчитанная по модели Гордона	—	—	—	$FV = \frac{CF_4}{DR - t}$
Коэффициент текущей стоимости (DF)	$DF_1 = \frac{1}{(1 + DR)^1}$	$DF_2 = \frac{1}{(1 + DR)^2}$	$DF_3 = \frac{1}{(1 + DR)^3}$	DF_3
Текущая стоимость денежных потоков и реверсии	$PV_1 = CF_1 \times DF_1$	$PV_2 = CF_2 \times DF_2$	$PV_3 = CF_3 \times DF_3$	$PV_4 = FV \times DF_3$
Стоимость предприятия	$V = PV_1 + PV_2 + PV_3 + PV_4$			

Пример 4.11. Определение стоимости предприятия.

Период прогнозирования составляет три года, денежный поток за первый прогнозный год 110 тыс. руб., за второй — 144 тыс. руб., за третий — 147 тыс. руб. Денежный поток за один год по окончании прогнозного периода (четвертый год) равен 150 тыс. руб., ставка дисконтирования — 24%. Предполагается, что к концу прогнозного периода темп роста дохода стабилизируется и составит 2% в год.

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	Постпрогнозный период
Денежный поток, руб.	110000	144 000	147 000	150 000
Стоимость реверсии (по модели Гордона), руб.	—	—	—	682 000
Коэффициент текущей стоимости	0,80645	0,65036	0,52449	0,52449
Текущая стоимость денежных потоков и реверсии, руб.	88 709,50	93 651,84	77 100,03	357 702,20
Стоимость предприятия, руб.	617163,60			

Коэффициенты текущей стоимости для третьего прогнозного года и для стоимости предприятия на конец прогнозного периода совпадают, так как доход четвертого года использовался в модели Гордона для определения стоимости бизнеса на начало четвертого года, что совпадает с концом третьего года и, следовательно, доход от возможной продажи бизнеса в размере 682 тыс. руб. должен дисконтироваться по DF_y .

4.4.8. Внесение заключительных поправок

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

- 1) поправка на величину стоимости нефункционирующих активов;
- 2) коррекция величины собственного оборотного капитала;
- 3) корректировка на величину долгосрочной задолженности (при определении стоимости собственного капитала с использованием модели денежного потока для всего инвестированного капитала).

Первая поправка основывается на том, что при расчете стоимости методами доходного подхода не учитываются активы предприятия, которые не участвуют в производстве, получении прибыли, т.е. в формировании денежного потока. Однако эти активы имеют стоимость, так как могут быть проданы на рынке, поэтому стоимость активов, не занятых непосредственно в производстве, в том числе находящихся на консервации, прибавляется к стоимости, полученной при дисконтировании денежного потока.

Следует учесть, что активы, участвующие в производстве, в формировании дохода, не всегда являются сугубо производственными, как, например, цеха и станки. Так, при оценке аудиторского или туристического агентства стоимость принадлежащего предприятию офисного помещения автоматически учитывается посредством дисконтирования дохода, получению которого способствовало это помещение. К тому же при формировании денежного потока учитываются и налог на имущество, и амортизационные отчисления и возможные капитальные вложения, связанные с этим помещением.

Вторая поправка — это учет фактической величины собственного оборотного капитала: избыток собственного оборотного капитала должен быть прибавлен, а дефицит — вычтен из величины предварительной стоимости. Величина собственного оборотного капитала в среднем не должна быть менее 5% выручки от реализации, однако в зависимости от специфики отрасли и политики предприятия в каждом конкретном случае эта величина может колебаться.

Если проводились расчеты с использованием модели денежного потока для всего инвестированного капитала, то делается третья поправка: из величины найденной стоимости для определения стоимости собственного капитала вычитается величина долгосрочной задолженности. Безусловно, в этой модели денежного потока не учитывались затраты на выплату процентов по задолженностям, но все же на дату оценки заемные средства, позволяющие получить такой доход, не должны включаться в стоимость собственного капитала предприятия.

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

4.5. Определение ставок дисконтирования

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

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

В зависимости от выбранной модели денежного потока применяются различные методы определения ставки дисконтирования, наиболее распространенные представлены в табл. 4.9.

Таблица 4.9

Методы определения ставки дисконтирования

Вид денежного потока	Методы определения ставки дисконтирования
Денежный поток для собственного капитала	Метод кумулятивного построения
	Модель оценки капитальных активов (CAPM)
Денежный поток для всего инвестированного капитала	Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

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

Использование методов, перечисленных в табл. 4.9, позволяет получить годовую ставку дисконтирования. Однако иногда при дисконтировании денежного потока требуется определение текущей стоимости денежных потоков меньших периодов, например, при анализе вариантов реконструкции, в некоторых случаях при оценке незавершенного строительства (если анализируются затраты на завершение строительства объекта) и т.п.

Для преобразования годовой ставки дисконтирования используют формулы

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

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

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

Пример 4.12. Требуется определить текущую стоимость денежных потоков разных по продолжительности периодов при годовой ставке дисконтирования 12%.

Рассчитаем ставки дисконтирования для квартала и полугодия:

$$DR_{\text{за квартал}} = (1 + 0,12)^{1/4} - 1 = 0,0287, \text{ или } 2,87\%;$$

$$DR_{\text{за полугодие}} = (1 + 0,12)^{1/2} - 1 = 0,0583, \text{ или } 5,83\%.$$

Результаты определения текущей стоимости денежных потоков представлены в таблице.

**Определение текущей стоимости денежных потоков,
разных по продолжительности периодов**

Показатель	1-й год				2-й год		3-й год
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	1-е полугодие	2-е полугодие	
Денежный поток, ед.	100	100	100	100	200	200	500
Ставка дисконтирования, %	2,87	2,87	2,87	2,87	5,83	5,83	12,00
Коэффициент текущей стоимости (DF)	0,9721	0,9449	0,9185	0,8929	0,8437	0,7972	0,7118
Текущая стоимость денежных потоков, ед.	97,21	94,49	91,85	89,29	168,74	159,44	355,9

Далее изложены основные методы определения ставок дисконтирования.

4.5.1. Метод кумулятивного построения

Ставка дисконта представляет собой уровень доходности, на который согласился бы инвестор, принимая решение о вложении средств в конкретное предприятие. Соответственно, чем выше уровень риска, связанный с инвестированием в данное предприятие, тем более высокую норму доходности вправе требовать инвестор при прочих равных условиях.

Метод кумулятивного построения (метод суммирования, кумулятивный метод) основан на суммировании безрисковой ставки дохода и надбавок за риск инвестирования в оцениваемое предприятие. Метод наилучшим образом учитывает все виды рисков инвестиционных вложений, связанные как с факторами общего для отрасли и экономики характера, так и со спецификой оцениваемого предприятия.

Расчеты проводят по формуле

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

где DR — ставка дисконтирования;
 DR_f — безрисковая ставка дохода;
 R_i — премия за i — вид риска;
 n — количество премий за риск.

Безрисковое вложение средств подразумевает, что инвестор независимо ни от чего получит доход, соответствующий безрисковой ставке, определенной на момент вложения средств. Безрисковое вложение приносит некоторый минимальный уровень дохода, достаточный для покрытия уровня инфляции в стране и риска, связанного с инвестициями в данную страну. Однако вложений абсолютно без риска не бывает, поэтому можно говорить лишь об относительном отсутствии риска.

В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике используется обычно ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам; считается, что государство является самым надежным гарантом по своим обязательствам, вероятность его банкротства практически исключается. Например, безрисковой можно считать ставку дохода по долгосрочным правительственным облигациям.

В России в качестве безрисковой может быть использована ставка дохода по еврооблигациям Российской Федерации (евробондам) с различными сроками погашения (см. http://www.micex.ru/stock/eurobonds_market/). Часто берется ставка доходности по еврооблигациям Российской Федерации со сроком погашения через 10 лет, но в зависимости от целей оценки могут учитываться и другие сроки погашения облигаций.

В качестве безрисковой возможно также использование ставки по депозитам наиболее надежных банков.

Безрисковые вложения как правило приносят минимальный уровень дохода, а для оценки надбавок за риск в оценочной деятельности широко используется метод экспертного определения

премий за риск для отдельного предприятия, описанный, например, в «*Business Valuation News*» (декабрь, 1997) (табл. 4.10).

Таблица 4.10
Премии за риск для отдельной компании

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

В российской оценочной практике экспертная оценка премий за риск обычно представляется в следующем виде (табл. 4.11).

Таблица 4.11
Характеристика премий за риск, связанный с инвестированием в конкретное предприятие

Вид риска	Вероятный интервал значений, %	Параметры риска
Руководящий состав: ключевая фигура, качество управления	0—5	Независимость (зависимость) от одной ключевой фигуры; наличие (отсутствие) управленческого резерва
Размер предприятия	0—5	Крупное (среднее, мелкое) предприятие; монополия или конкурентная форма рынка, на котором действует предприятие с позиции предложения
Финансовая структура (источники финансирования предприятия)	0—5	Соответствующая нормам (например, среднеотраслевым) или завышенная доля заемных источников в совокупном капитале предприятия

Вид риска	Вероятный интервал значений, %	Параметры риска
Товарная и территориальная диверсификация	0—5	Широкий (узкий) ассортимент продукции; территориальные границы рынка сбыта: внешний, региональный, местный рынок
Диверсифицированность клиентуры	0—5	Форма рынка, на котором действует компания с позиции спроса: много или несколько потребителей; незначительная (значительная) доля в объеме продаж, приходящаяся на одного или нескольких потребителей
Уровень и прогнозируемость прибылей	0—5	Стабильность (нестабильность) уровня дохода; рентабельность; наличие (отсутствие) необходимой для прогнозирования информации за последние три — пять лет о деятельности предприятия
Прочие риски	0—5 и более	Специфические риски, присущие оцениваемому предприятию, и глобальные риски

Ставка дисконтирования определяется суммированием безрисковой ставки и перечисленных выше премий за риск.

Пример 4.13. Расчет ставки дисконтирования для предприятия методом кумулятивного построения.

Вид риска	Вероятный интервал значений, %
Безрисковая ставка дохода (без учета инфляции)	5,7
Руководящий состав: качество управления	2
Размер предприятия	4
Финансовая структура (источники финансирования предприятия)	1
Товарная и территориальная диверсификация	2
Диверсифицированность клиентуры	1
Доходы: рентабельность и прогнозируемость	4
Прочие особенные риски	2
Итого ставка дисконтирования	21,7

Разберем параметры риска более подробно.

Руководящий состав: ключевая фигура, качество управления.

Учитываются факторы:

- наличие (отсутствие) квалифицированного управленческого резерва;
- независимость (зависимость) от одной ключевой фигуры;
- характеристика ключевой фигуры — «первого лица», его квалифицированность, непредсказуемость, неподконтрольность, некомпетентность, возраст.

Важным вкладом ключевой фигуры в бизнес является привлечение клиентов, многие из которых могут отказаться от товаров и услуг предприятия при смене ключевой фигуры. Однако к оценке данного вида риска следует подходить осторожно, так как «незаменимых людей не бывает».

Качество управления напрямую отражается на состоянии предприятия: процветает оно или находится в кризисном состоянии. И даже если управляющие на предприятии новые, скорее всего они не станут (или не смогут) резко повлиять на состояние предприятия, поэтому при оценке качества управления предприятием, наряду с квалификацией новой команды управляющих, нужно учесть и уже сложившуюся практику управления.

Выводы оценщик:

«Предприятие не зависит от одной ключевой фигуры, но управленческий резерв отсутствует, поэтому премия за риск, связанный с руководящим составом — 2%»;

«Директор предприятия имеет соответствующее образование в области менеджмента, экономики, маркетинга, управления персоналом и применяет его на практике (организована эффективная рекламная компания, разработаны и реализуются стратегия развития предприятия и системы мотивирования и обеспечения персонала. Качество управления хорошее, однако предприятие зависит от одной ключевой фигуры — директора, а управленческий резерв практически отсутствует. Премия за риск — 3%».

Размер предприятия. Анализируется размер: крупное, среднее или мелкое предприятие. Чем меньше предприятие, тем больше поправка на риск. С размером предприятия связана форма рынка, на котором действует предприятие с позиции предложения: монопольная или конкурентная.

Вывод оценщика:

«Данное предприятие является мелким и с позиции предложения не является монополистом ни в одном сегменте рынка, поэтому величина премии за риск составляет 4%».

Финансовая структура (источники финансирования предприятия). Финансовая структура представляет собой соотношение собственных и заемных средств. Премия за риск, связанный с финансовой структурой, оценивается по результатам финансовой отчетности и финансовых коэффициентов, при этом учитываются факторы:

- соответствие нормам (например, среднеотраслевым) или завышенная доля заемных источников в совокупном капитале предприятия;
- узость источников финансирования предприятия: недостаточное использование привлеченных заемных средств и других источников финансирования (дополнительная эмиссия ценных бумаг и др.), игнорирование прогрессивных схем инвестирования (финансового лизинга и др.);
- финансовая неустойчивость предприятия: недостаток обеспечения собственными оборотными средствами, недостаточное покрытие задолженности ликвидными активами и пр.

Основные финансовые коэффициенты, учитываемые при оценке премии за риск, связанный с финансовой структурой:

- соотношение заемных и собственных средств;
- соотношение дебиторской и кредиторской задолженности;
- коэффициенты текущей и абсолютной ликвидности.

Часто в структуре средств предприятия отсутствуют долгосрочные кредиты, или их величина небольшая, при этом кредиторская задолженность велика. Это может быть связано с долгами перед бюджетом и внебюджетными фондами, задолженностью перед поставщиками (в договорах могут не указываться проценты за просрочку платежей, и временно свободные средства используются для финансирования деятельности предприятия), задолженностью по заработной плате (проценты вообще не начисляются). Поэтому задача оценщика состоит в определении как структуры капитала, так и затрат, связанных с обслуживанием долгов (например, оплата высоких процентов по кредиту). Тогда, чем больше доля долгосрочной задолженности в пассиве, тем хуже и тем больше премия за риск.

Вывод оценщика:

«Предприятие имеет благоприятное соотношение собственных средств и задолженностей, не имеет долгосрочной задолженности, вследствие чего премия за финансовую структуру оценивается в 1 процентный пункт риска».

Товарная и территориальная диверсификация. Предприятие считается товарно-диверсифицированным только если доходы, получаемые от различных товаров (продуктов, сфер деятельности) сопоставимы по величине. Так, если обувное предприятие получает доход от реализации тапок в размере 1 % от совокупного дохода предприятия, а остальные средства поступают от реализации зимних сапог, то товарной диверсификации нет (1% — очень малая величина). Если же доходы от различных товаров (сфер деятельности) сопоставимы по величине, то предприятие меньше зависит от успеха или неудачи в определенной сфере бизнеса.

Предприятие с широким ассортиментом продукции еще более устойчиво, если наблюдается территориальная диверсификация, т.е. компания производит и реализует свою продукцию (работы, услуги) на различных с географической точки зрения рынках. При определении границ рынка рекомендуется учитывать следующие факторы:

- доступность транспортных средств для перемещения покупателя к продавцу;
- незначительность (обычно в пределах 5% от стоимости товара) транспортных расходов на перемещение покупателя к продавцу или продавца к покупателю;
- сохранность уровня качества и потребительских свойств товара в процессе транспортировки;
- отсутствие на данной территории административных ограничений на ввоз и вывоз товара и пр.;
- сопоставимый уровень цен на соответствующие товары внутри границ этого рынка.

Если, например, предприятие изготавливает украшенные кремом бисквитные торты в конкретном населенном пункте, то даже при наличии производственных мощностей придется ориентироваться только на местный рынок, так как срок хранения такой продукции небольшой, а транспортировка требует времени, к тому же велика вероятность потери внешнего вида продукции во время транспортировки.

Для предприятий-монополистов премия за рассматриваемый вид риска равна нулю, так как им нет необходимости диверсифицироваться из-за наличия постоянного спроса и отсутствия конкурентной среды.

В целом величина премии за риск, связанный с товарной и территориальной диверсификацией, зависит от следующих факторов:

- диверсификация продукции: широкий или узкий ассортимент продукции;
- диверсификация рынков сбыта (по территориальным границам рынок сбыта делится на внешний, региональный, местный рынок);
- диверсификация источников приобретения сырья и других факторов производства (включая трудовые ресурсы).

Возможный вывод оценщика:

«Премия за риск товарной и территориальной диверсификации 2%, так как ассортимент продукции предприятия небольшой, но продукция реализуется и на внутреннем и на внешнем рынках».

Диверсифицированность клиентуры. Учитывается форма рынка, на котором действует компания с позиции спроса: много или несколько потребителей; незначительная (значительная) доля в объеме продаж, приходящаяся на одного или несколько потребителей. Чем больше у фирмы потребителей, тем при прочих равных условиях более устойчив бизнес. Следовательно, чем выше степень диверсифицированности клиентуры и больше постоянных клиентов, тем меньше риск инвестиций в данное предприятие.

Однако уровень диверсификации наряду с количеством клиентов определяется и долей сбыта, приходящейся на каждого из них. Чем меньше доли продаж, приходящиеся на конкретных клиентов, тем меньше предприятие зависит от конкретных потребителей. В 90-е годы многие предприятия «развалились» из-за того, что зависели от крупных госзаказов, финансирование по которым прекратилось.

При изучении клиентской базы проводятся опросы и анализируются ранее заключенные договоры, в результате чего определяется структура клиентуры и выявляются постоянные клиенты.

Возможные выводы оценщика:

«Диверсифицированность клиентуры высокая, ни на одного клиента не приходится более 10% продаж, количество постоянных клиентов растет. Заключение: 1 процентный пункт риска»;

«Степень диверсификации клиентуры оценивается как средняя, так как услугами данного предприятия может воспользоваться широкий круг лиц. Премия за риск составляет 2%».

Уровень и прогнозируемость прибылей. Анализируются следующие факторы, влияющие на точность прогнозов доходов предприятия:

- стабильность (нестабильность) уровня дохода: чем стабильнее доход последних лет, тем ниже поправка на риск;

- рентабельность: для низкорентабельных предприятий прогнозировать ее сложнее из-за большой вероятности возникновения в будущем убытков;
- наличие (отсутствие) необходимой для прогнозирования информации за последние три — пять лет о деятельности предприятия (чем меньше анализируемый ретроспективный период, тем выше поправка на риск);
- природа прибыли последних лет: от основной деятельности или нет, перспективы получения прибыли из источников последних лет.

Если оценщику известны планы руководства по поводу изменения будущих доходов, нужно их сопоставить с фактической ситуацией на предприятии и оценить обоснованность этих планов, например, сопоставить планы с наличием или перспективами приобретения производственных мощностей и др.

Если у руководства нет определенных планов, следует выявить тенденции развития предприятия и сопоставить данные с динамикой развития отрасли.

Возможный вывод оценщика:

«Предприятие за анализируемый период демонстрировало стабильную прибыльную работу, однако Оценщиком использовалась информация только за два последних года, чего недостаточно для составления достоверного прогноза (необходима, как правило, надежная информация за последние 3—5 лет). Заключение: премия за этот вид риска — 4%».

Прочие риски. Специфические риски, присущие оцениваемому предприятию, и глобальные риски (учитываются в случае необходимости), например:

- специфические риски, характерные для конкретного предприятия (ненадежные поставщики, нахождение основного имущества не в собственности, а в аренде, и т.п.);
- отраслевые риски (риски фондового рынка, отсутствие государственной поддержки, нестабильность в отрасли, сфере деятельности предприятия);
- страновой риск — риск потерь в силу финансовых, социальных и экономических событий, случившихся в данной стране (добавляется, если использовалась норма дохода для фирм, действующих в более стабильном экономическом климате, эти нормы являются общими для всей страны, поэтому, как правило, учитываются уже в безрисковой ставке для данной страны).

Выводы оценщика:

«Прочий риск связан с отсутствием у туристического предприятия права собственности на офисное помещение, в котором оно расположено. Имеется договор аренды только на два года, и нельзя исключать возможность того, что арендодатель не продлит этот договор в дальнейшем. Заключение: 2 процентных пункта риска»;

«Премия за отраслевой риск — 3%. Отраслевым риском можно считать нестабильность в легкой промышленности и отсутствие государственной программы по ее развитию. В настоящее время ситуация в легкой промышленности характеризуется спадом производства. ЗАО «Тос» в значительной степени зависит от изменения цен на услуги энергетических монополий, которые ежегодно имеют право повышать новые цены на энергоносители на 15% (правительственное решение)»;

«Имидж компании был подорван в связи с громкими скандалами, вызванными профессиональной некомпетентностью сотрудников, что привело к снижению объемов выручки. При сохраняющемся руководстве возможен вариант повторения событий. Премия за прочий риск — 3%».

Основные недостатки метода кумулятивного построения:

- существует неопределенность в выявлении «прочих» рисков, что на практике приводит к неучету премии за прочие риски при оценке многих предприятий;
- определение премий за различные риски основывается во многом на субъективном мнении оценщика.

Основное преимущество метода — детальный учет основных рисков, связанных с инвестированием в конкретное предприятие, к тому же данный метод может применяться для определения ставки дисконтирования в странах со слабо развитым фондовым рынком, поэтому наиболее распространен в России. Факторы риска, исследуемые в рамках метода кумулятивного построения, являются факторами несистематического риска, которые практически идентичны факторам финансового риска, анализируемым при расчете коэффициента бета в модели *САРМ*, рассмотренной далее.

4.5.2. Модель оценки капитальных активов

Модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model — САРМ) основана на анализе массивов информации фондового рынка. Модель была разработана Уильямом Шарпом

в 60-х годах XX в. и до сих пор активно используется для оценки стоимости акций, собственного капитала.

Ставка дисконтирования определяется по формуле

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

где DR — требуемая норма дохода на собственный капитал;

R_f — норма дохода по безрисковым вложениям;

β — коэффициент бета;

R_m — среднерыночная норма доходности;

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

S_2 — дополнительная норма дохода за риск инвестирования в малую компанию;

C — дополнительная норма дохода, учитывающая страновой риск.

Для реализации модели *CAPM* необходимо обосновать три компонента: безрисковую ставку (см. раздел 3.5.1), среднюю ставку дохода для рассматриваемого сегмента рынка и коэффициент бета.

На фондовом рынке выделяются два вида риска:

1) несистематический риск;

2) систематический риск.

Несистематический (диверсифицируемый) риск — вероятность того, что не удастся получить запланированный уровень доходности из-за особенностей, присущих конкретному предприятию, он определяется микроэкономическими факторами.

Несистематический риск может быть устранен за счет удачной диверсификации производства и продукции. Как правило, различают два типа несистематического риска: предпринимательский и финансовый. *Предпринимательские риски* связаны с характером оцениваемого бизнеса: конкуренция в отрасли, ассортимент продукции, качество управления компанией, клиентура и др. *Финансовый риск* отражает вероятность возникновения сложностей, связанных с финансированием деятельности конкретного предприятия. Размер компании определяет степень доступности для нее внешних финансовых ресурсов: чем больше компания, тем, при прочих равных условиях, больше средств и на более выгодных условиях она может мобилизовать в случае необходимости. Это повышает маневренность в управлении финансами и устойчивость бизнеса. К тому же крупная компания может быть монополистом на рынке или градообразующим предприятием, что дает дополнительные преимущества перед потенциальными конкурентами.

Систематический (недиверсифицируемый) риск — общерыночный риск, влияющий на все компании, акции которых находятся в обращении, определяется макроэкономическими факторами, его влияние нельзя полностью устранить путем диверсификации инвестиций. Для того чтобы привлечь средства инвесторов на рынок акций, фондовый рынок обязан предложить дополнительную доходность, компенсирующую систематический риск, равную разнице между доходностью, предлагаемой фондовым рынком, и доходностью по безрисковым вложениям. Однако из-за отраслевых факторов и особенностей конкретных предприятий их акции могут обладать различной чувствительностью к макроэкономическим изменениям, а более низкая чувствительность к систематическому риску предполагает и более низкую рыночную премию. Для учета фактора чувствительности в рыночной премии в модель *САРМ* введен коэффициент бета β

Коэффициент β — показатель систематического риска, отражающий амплитуду колебаний общей доходности акций конкретной компании по сравнению с общей доходностью фондового рынка в целом, он отражает изменчивость цен на акции отдельной компании по сравнению с изменениями в котировке всех акций, обращающихся на данном рынке.

Если $\beta > 1$, значит акции предприятия более чувствительны к систематическому риску, чем фондовый рынок в среднем и, следовательно, в это предприятие более рискованно вкладывать средства, чем в среднее предприятие, действующее на рынке.

Если $\beta < 1$, значит цена акций компании меньше зависит от общерыночных факторов, а следовательно, риск инвестирования меньше, чем риск, характерный в среднем для данного рынка.

Существуют два основных метода расчета коэффициента бета:

1) *статистический метод*, опирающийся на информацию о динамике акций на фондовом рынке;

2) *фундаментальный метод*, основанный на мнении оценщика о состоянии отрасли и экономики в целом, об особенностях оцениваемого предприятия; этот метод базируется на анализе факторов, имеющих тесную корреляцию с коэффициентом β (характерные для данного предприятия финансовые риски, отраслевые и общеэкономические риски).

С одной стороны, модель *САРМ* предпочтительнее метода кумулятивного построения, так как статистически рассчитываемый коэффициент β позволяет избегать субъективности в оценке.

С другой стороны, на данном этапе развития российского фондового рынка история котировок довольно короткая, что затрудняет анализ доходности за ряд лет; к тому же на рынке обращаются акции сравнительно небольшого количества предприятий, а применение модели *САРМ* для закрытых компаний требует дополнительных корректировок.

4.5.3. Модель средневзвешенной стоимости капитала

Для денежного потока для всего инвестированного капитала применяется ставка дисконтирования, определяемая как средневзвешенная стоимость капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала — расходы, связанные с привлечением собственного и заемного капиталов.

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

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

где *WACC* — средневзвешенная стоимость капитала (ставка дисконтирования);

k_i — стоимость привлечения капитала из *i*-источника;

W_i — доля *i*-источника капитала в структуре капитала предприятия;

n — количество источников средств.

Обычно эту модель детализируют следующим образом:

$$WACC = k_d(1 - t_c)W_d + k_pW_p + k_sW_s,$$

где k_d — стоимость привлечения заемного капитала;

t_c — ставка налога на прибыль предприятия;

W_d — доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;

k_p — стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);

W_p — доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;

k_s — стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции);

W_s — доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

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

4.6. Прогнозирование доходов в оценке бизнеса

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

4.Б.1. Особенности прогнозирования доходов в оценке бизнеса

Прежде всего необходимо определиться с длительностью периода прогнозирования. В случае оценки стабильно функционирующего предприятия естественным будет предположение о продолжении его стабильного функционирования, и, соответственно, выбор метода капитализации дохода. Период прогнозирования составляет при этом один год после даты оценки. Если доходы нестабильны и выбран метод дисконтирования денежных потоков, продолжительность прогнозного периода составляет несколько лет.

В развитых странах прогноз доходов составляется исходя из данных форм бухгалтерской отчетности. В бухгалтерской отчетности российских предприятий могут быть расхождения с реальной ситуацией, поэтому для корректного прогноза дохода оценщику необходимо содействие администрации предприятия для корректировки исходной информации, анализ результатов маркетинговых исследований рынка сбыта предприятия.

В прогнозе учитываются объем и качество предоставленной информации, сложившиеся тенденции, взаимоотношения с поставщиками и потребителями, заключенные договоры, возможности развития новых направлений деятельности предприятия.

Если оценщик имеет полную и достоверную информацию (известен состав основных фондов, уровень амортизационных отчислений, а также планы руководства по приобретению дополнительного имущества, разработанные бизнес-планы), то прогнозировать доходы на ближайшее будущее несложно. Недостаток предоставляемой информации приводит при составлении прогнозов к ориентации на среднеотраслевую или общеэкономическую динамику развития, требует применения математических методов прогнозирования и составления не одного, а нескольких вариантов прогноза.

Обычно разрабатывают три (значительно реже — пять и более) сценариев развития событий:

1) *оптимистический прогноз* — вариант развития событий, который возможен при улучшении условий функционирования предприятия;

2) *наиболее вероятный* — прогноз, ориентированный на более вероятную ситуацию;

3) *пессимистический прогноз* — вариант, соответствующий неблагоприятному развитию событий.

Впоследствии каждому из вариантов присваивается *вес*, соответствующий вероятности получения спрогнозированных доходов.

Денежные потоки по критерию учета в них инфляционных ожиданий подразделяются на два вида:

1) *реальный денежный поток*, в котором учитываются будущие инфляционные ожидания;

2) *номинальный денежный поток*, в котором инфляционные ожидания не учитываются.

Реальный денежный поток выражен в ценах будущих периодов, номинальный — в ценах на дату оценки.

Разработка реальных денежных потоков предполагает прогнозирование уровня цен на сырье и продукцию предприятия с учетом различных инфляционных ожиданий для разных товаров, сырья и услуг. Оценка стоимости предприятий на основе реальных денежных потоков дает более точные результаты, однако формирование реального денежного потока должно осуществляться в рамках разработки бизнес-плана (его финансового раздела) при соответствующих маркетинговых исследованиях рынка, что требует усилий соответствующих специалистов, повышает трудоемкость и увеличивает стоимость проведения оценки предприятия. К тому же темпы инфляции довольно сложно прогнозировать, а их требуется учитывать не только при форми-

ровании реальных денежных потоков, но и в ставке, по которой они будут дисконтироваться.

В зависимости от применяемого дисконтируемого денежного потока (номинального или реального) используют соответствующие, адекватные им, ставка дисконта: номинальные или реальные. Для дисконтирования номинального денежного потока используется номинальная ставки дисконтирования, т.е. ставка дохода, не учитывающая инфляцию. Для дисконтирования *реального денежного потока применяется реальная ставка*, т.е. ставка дохода, учитывающая будущие инфляционные ожидания.

При составлении прогнозов оценщик должен учитывать этап жизненного цикла, на котором находится предприятие. В жизненном цикле предприятия выделяют несколько этапов (табл. 4.12).

Таблица 4.12

Этапы жизненного цикла предприятия

Этап жизненного цикла предприятия	Характеристика этапа
1. Зарождение предприятия	Значительные объемы инвестирования связаны с захватом рынка, внедрением новых продуктов и др. Расходы значительно превышают доходы
2. Динамичное развитие	Рост объемов продаж, выручка покрывает все затраты, привлекаются дополнительные заемные средства для дальнейшего развития
3. Зрелость	Темпы роста выручки стабилизируются, дополнительные кредиты привлекаются в меньших объемах
4. Стагнация	Максимальный объем продаж, спрос на рынке удовлетворен, варианты минимизации издержек при сохранении объема и качества выпускаемой продукции исчерпаны, требуются значительные средства на ремонт оборудования
5. Упадок	Падение объемов продаж, возврат долгосрочных кредитов и, соответственно, снижение получаемого дохода от бизнеса

Этапы могут иметь различную продолжительность, которая зависит от состояния экономики, типа отрасли, решений управляющих и других факторов. Если ко времени наступления пято-

го этапа руководство найдет пути дальнейшего развития (смена отдельных руководителей, разработка и внедрение новых продуктов, реструктуризация), то начинается новый краткосрочный жизненный цикл. В долгосрочной перспективе колебания жизненного цикла сглаживаются, и усредненный темп прироста дохода рассматривается оценщиком как постпрогнозный. Задача оценщика состоит в том, чтобы правильно оценить нестабильность составляющих денежного потока в первые годы прогнозного периода.

4.6.2. Методы прогнозирования доходов

Приведенные в данном разделе методы прогнозирования не зависят от типа выбранного дохода (прибыли, денежного потока и т.п.).

Различают два основных метода прогнозирования дохода:

1) *поэлементный (косвенный) метод*, когда прогнозируется каждая составляющая денежного потока с учетом планов руководства, инвестиционных проектов, выявленных тенденций, для отдельных элементов возможна экстраполяция и т.п.;

2) *целостный (прямой) метод*, когда рассчитываются величины денежного потока за предшествующие три — пять лет с их дальнейшей экстраполяцией или по согласованию с администрацией предприятия прогнозируется темп роста денежного потока в целом.

Обычно применяется следующая вариация целостного метода: сначала оценщик выстраивает тренд на весь период прогнозирования, затем в случае необходимости вносит поправки (на приобретение оборудования и соответствующее изменение амортизационных отчислений, на получение дохода от запланированной реализации неиспользуемых материальных активов, этап жизненного цикла предприятия и др.).

Целостный метод в отчете об оценке может быть отражен следующим образом: «После изучения динамики денежного потока за последние три года, ситуации в отрасли и обсуждения планов руководства, Оценщик предположил следующее: рост денежного потока предприятия в первый прогнозный год составит 25%, во второй — 10%, к концу третьего года этот рост замедлится, составит 3% в год и среднегодовой темп прироста в постпрогнозном периоде останется на уровне 3% в год. Долгосрочный темп роста в постпрогнозный период на уровне 3% в год объясняется следующим: как бы не колебался жизненный

цикл предприятия, в долгосрочном плане эти колебания сглаживаются и представляют собой трендовое движение, к тому же прогнозы постоянного существенного темпа роста денежного потока на неопределенно длительный период вряд ли реалистичны».

Поэлементный метод более точен, но сложен. Например, для расчета прогнозной величины прибыли необходима величина амортизационных отчислений, которые, в свою очередь, зависят от прогнозируемого уровня капитальных вложений.

Внутри поэлементного метода возможно применение экстраполяции для отдельных элементов денежного потока и использование данных отраслевой статистики (табл. 4.13).

Таблица 4.13

Прогнозирование выручки и издержек поэлементным методом

Элемент денежного потока	Основные методы, используемые при прогнозировании
Выручка от реализации продукции (работ, услуг)	Экстраполяция Методы отраслевой статистики (отраслевые темпы роста) Планирование (планы руководства)
Постоянные издержки	Экстраполяция Анализ фиксированного уровня постоянных издержек Элементы планирования
Переменные издержки	Экстраполяция Анализ ретроспективной доли переменных издержек в выручке от реализации Элементы планирования

Как видно из таблицы, отраслевые тенденции также должны быть учтены при прогнозировании дохода. Однако следует учитывать, что понятие «отраслевые» очень расплывчато. Например: отрасль — кондитерская, но темпы роста производства конфет и тортов могут существенно отличаться, следовательно при анализе отраслевых тенденций нужно учитывать специфику конкретного предприятия.

Обоснование прогнозов расходов на заработную плату поэлементным методом может, например, выглядеть таким образом: «За последние годы расходы на заработную плату росли быстрее, чем операционные расходы: в среднем на 2%. Оценщик предпо-

лагает, что такая тенденция среднегодового прироста заработной платы в прогнозном периоде сохранится. Следовательно, прогнозируемый средний темп прироста заработной платы составит 2% в год».

В сегодняшних условиях многие российские предприятия, заказывающие оценку собственного бизнеса, имеют финансовую отчетность, отличающуюся от реальных данных, которые не раскрывают, ссылаясь на коммерческую тайну. В таких условиях оценщику остается только применять более упрощенные методы прогнозирования:

- метод среднеарифметической,
- метод средневзвешенной,
- экстраполяция.

В методе капитализации дохода для определения размера прогнозируемого нормализованного дохода наряду с методом экстраполяции могут проводиться расчеты простой средней или средневзвешенной.

Метод простой средней. Определяется среднеарифметическое показателя дохода за ретроспективный период. Метод используется при оценке стабильно функционирующего бизнеса.

Пример 4.14. Требуется спрогнозировать чистую прибыль на 2006 г. (один будущий год после даты оценки) методом среднеарифметической.

№ периода предыстории	Год	Чистая прибыль, тыс. руб.
1	2001	1 800
2	2002	1 900
3	2003	2 000
4	2004	1 850
5	2005	2 010
Сумма		9 560
Среднеарифметическое значение		1 912

Ожидаемая величина чистой прибыли за 2006 г. (один будущий год после даты оценки) составляет 1912 тыс. руб. ($9560 : 5$).

Метод средневзвешенной основан на предположении, что чем ближе ретроспективный период к дате оценки, тем большее значение следует придавать доходам этого периода при прогнозировании.

Пример 4.15. В качестве капитализируемого дохода выбрана величина чистой прибыли. Данные о размере чистой прибыли предприятия по годам возьмем из предыдущего примера. Нужно определить подлежащий капитализации доход за 2006 г. (один будущий год после даты оценки) методом средневзвешенной.

Прогнозирование чистой прибыли предприятия

№ периода предыстории	Год	Чистая прибыль, тыс. руб.	Взвешенное значение периода предыстории, тыс. руб. (гр. 2 x гр. 3)
2	1	3	4
1	2001	1 800	1 800
2	2002	1 900	3 800
3	2003	2 000	6 000
4	2004	1 850	7 400
5	2005	2 010	1 050
15	Сумма	9 560	29 050
	Прогноз на 2006 г.	29 050:15 = 1 936,7	

Прогнозируемый доход на 2006 г. составляет 1936,7 тыс. руб.

Метод экстраполяции основан на предположении о продлении сложившихся тенденций, заключается в построении тренда при наличии ретроспективных данных за пять — семь лет. В России данные пяти- и даже четырехлетней давности в значительной мере искажены инфляцией, изменениями социальных и экономических условий (активность рынков, спрос, плотность и уровень жизни населения и др.). Поэтому при прогнозировании приходится ограничиваться данными трех последних лет, которых мало для достоверного прогноза, поэтому оценщики нередко корректируют получаемые значения.

Экстраполяция допускается на один-три года, что делает возможным ее использование в методах капитализации дохода и дис-

котирования денежных потоков. Экстраполяция на более длительные периоды может давать значительную ошибку.

В методе экстраполяции в качестве трендовой кривой могут быть использованы самые разнообразные элементарные математические функции: линейная, квадратичная, гипербола и др. Выбор зависит от тенденции, наметившейся для чистого дохода в период предыстории. Для предоставленного ниже примера выбрана самая элементарная функция — линейная:

$$y = a + bt,$$

$$a = \frac{\sum y - b(\sum t)}{n},$$

$$b = \frac{n(\sum ty) - (\sum t)(\sum y)}{n(\sum t^2) - (\sum t)^2},$$

где y — доход t -й период;

t — номер периода;

n — количество периодов предыстории.

Пример 4.16.

№ периода предыстории (t)	Год	Чистая прибыль (/), тыс. руб.	t^2	ty
1	2001	5,1	1	5,1
2	2002	5,3	4	10,6
3	2003	5,2	9	15,6
4	2004	5,4	16	21,6
5	2005	6,1	25	30,5
$\sum t = 15$	$n = 5$ лет	$\sum y = 27,1$	$\sum t^2 = 55$	$\sum ty = 83,4$

$$a = (27,1 - 0,21 \times 15) : 5 = 4,79.$$

$$b = (5 \times 83,4 - 15 \times 27,1) : (5 \times 55 - 15^2) = 0,21.$$

Тогда

$$y = 4,79 + 0,21 \times t.$$

Спрогнозируем доход на 2006 г. ($t = 6$):

$$y = 4,79 + 0,21 \times 6 = 6,05.$$

Спрогнозируем доход на 2007 г. ($t = 7$):

$$y = 4,79 + 0,21 \times t = 6,26.$$

Как видим, результаты трех методов не совпадают, следовательно, выбор метода зависит от конкретной ситуации в оценке. Если в последний год предыстории произошел значительный скачок величины чистого дохода, нужно выяснить, какими факторами он обусловлен: если случайными, то лучше выбрать метод простой средней или средневзвешенной; если наметилась тенденция роста доходов, то целесообразна экстраполяция.

Проблема прогнозирования в оценке предприятий очень сложная и требует особого внимания со стороны экспертов-оценщиков. Прогнозы, полученные с применением математических методов, могут быть скорректированы оценщиком с учетом реальных перспектив бизнеса и планов руководства предприятия.

5. Затратный подход к оценке стоимости предприятий [бизнеса]

Затратный подход основывается на принципе замещения: актив стоит не больше, чем составили бы затраты на замещение всех его составных частей.

Применение затратного подхода в оценке бизнеса наиболее обоснованно в следующих случаях:

- оценка предприятия в целом;
- оценка контрольного пакета акций предприятия, обладающего значительными материальными активами;
- оценка новых предприятий, когда отсутствуют ретроспективные данные о прибылях;
- оценка предприятий, когда имеются затруднения с обоснованным прогнозированием величины будущих прибылей или денежных потоков;
- отсутствие рыночной информации о предприятиях-аналогах;
- ликвидация предприятия (метод ликвидационной стоимости).

Если предприятие находится в режиме сокращенного воспроизводства или в его отношении осуществляется процедура наблюдения или внешнего управления, то стоимость действующего предприятия можно определить с большой долей условности, поскольку такое предприятие является, как правило, убыточным. Это делает практически невозможным применение доходного подхода. При отсутствии предприятий-аналогов невозможно использовать сравнительный подход. Таким образом, в распоряжении антикризисного управляющего остается в основном затратный подход, с помощью которого стоимость действующего предприятия определяется с использованием в его рамках метода чистых активов и метода ликвидационной стоимости.

Базовая формула затратного подхода выглядит так:

Стоимость предприятия = Активы — Обязательства.

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

Метод чистых активов предполагает использование скорректированной балансовой стоимости. Метод ликвидационной

стоимости основан на оценке тех же чистых активов, но с учетом поправки на их ликвидность. Рассмотрим эти методы подробнее.

5.1. Метод чистых активов

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

Корректировка баланса предприятия проводится в несколько этапов:

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

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

В рамках оценки бизнеса при использовании метода чистых активов (см. приказ Минфина России № Юн и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг № 03-6/пз от 29.01.2003 «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ»), традиционный баланс предприятия заменяется скорректированным балансом, в котором все активы (материальные и нематериальные), а также все обязательства показаны по рыночной или какой-либо другой подходящей текущей стоимости.

Расчет по определению стоимости чистых активов представляется в форме табл. 5.1.

Стоимость каждого из активов и пассивов определяется индивидуально для каждого класса активов — пассивов.

Расчет стоимости чистых активов

№ п/п	Показатель	Величина показателя по балансу, тыс. руб.	Величина показателя по оценке, тыс. руб.
	I. Активы	Величины показателей переписываются из баланса предприятия на последнюю отчетную дату (дату, максимально приближенную к дате оценки)	Величины стоимостей показателей определяются оценщиком. Получаемые значения могут как совпадать, так и существенно отличаться от значений, указанных в балансе
1	Нематериальные активы		
2	Основные средства		
3	Незавершенное строительство		
4	Доходные вложения в материальные ценности		
5	Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения		
6	Прочие внеоборотные активы		
7	Запасы		
8	НДС по приобретенным ценностям		
9	Дебиторская задолженность		
10	Денежные средства		
11	Прочие оборотные активы		
12	Итого активы, принимаемые к расчету (сумма стр. 1-11)		
	II. Пассивы		
13	Долгосрочные обязательства по займам и кредитам		
14	Прочие долгосрочные обязательства		
15	Краткосрочные обязательства по займам и кредитам		
16	Кредиторская задолженность		
17	Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов		
18	Резервы предстоящих расходов		
19	Прочие краткосрочные обязательства		
20	Итого пассивы, принимаемые к расчету (сумма стр. 13-19)		
21	Стоимость чистых активов (стр. 12 - стр. 20)		

Активы, участвующие в расчете, — это денежное и неденежное имущество предприятия, в состав которого включаются по балансовой стоимости следующие статьи:

- 1) внеоборотные активы;

2) запасы и затраты, денежные средства, расчеты и прочие активы.

Внеоборотные активы отражаются в первом разделе баланса. Из расчетов исключается балансовая стоимость собственных акций общества, выкупленных у акционеров.

Особенности корректировки первого раздела баланса представлены в табл. 5.2.

Таблица 5.2

**Особенности корректировки раздела I баланса
при методе чистых активов**

№ п/п	Этап работ по корректировке стоимости активов	Примечание
1	Выявляются и оцениваются нематериальные активы	При расчете величины чистых активов принимаются только те нематериальные активы, учитываемые в первом разделе бухгалтерского баланса, которые отвечают следующим требованиям: непосредственно используются в основной деятельности предприятия и приносят доход (права пользования земельными участками, природными ресурсами, патенты, лицензии, ноу-хау, программные продукты, монопольные права и привилегии, включая лицензии на определенные виды деятельности, организационные расходы, торговые марки, товарные знаки и т.п.) имеют документальное подтверждение затрат, связанных с их приобретением или созданием право на владение данными нематериальными правами должно быть подтверждено документом (патентом, лицензией, актом, договором и т. п.), выданным в соответствии с законодательством Российской Федерации
2	Определяется рыночная стоимость недвижимости	Оцениваются все объекты, независимо от того, используются они или нет в производственной деятельности предприятия, нередко допускается использование упрощенных методов оценки (например, вместо детального определения косвенных затрат на строительство объекта допускается использование их усредненной величины в процентах от прямых издержек)
3	Определяется обоснованная рыночная стоимость машин и оборудования	Часто единственно возможным является затратный подход к оценке. В отличие от недвижимости, рыночная стоимость которой имеет тенденцию к росту, балансовая и рыночная стоимость машин и оборудования могут совпадать
4	Определяется рыночная стоимость финансовых вложений предприятия	Финансовые вложения — инвестиции предприятия в ценные бумаги и в уставные капиталы других организаций, а также предоставленные другим организациям займы на территории РФ и за ее пределами. Если акции котируются, то их

№ п/п	Этап работ по корректировке стоимости активов	Примечание
		стоимость известна из данных фондового рынка, если же акции не котируются, то оценщик проводит соответствующие расчеты по определению их стоимости. Если предприятия, в которые вкладывались средства, уже не существуют, оценщик подтверждает факт их ликвидации выпиской из реестра
5	Оцениваются незавершенные капитальные вложения	Незавершенные капитальные вложения — находящиеся на балансе предприятия объекты незавершенного строительства и оборудование к установке. Оборудование к установке обычно принимается в расчеты по балансовой стоимости (не корректируется), аналогично могут приниматься по балансовой стоимости и другие капитальные вложения, если даты этих вложений близки к дате оценки (произведены в течение последнего года)

Корректировка второго раздела баланса предприятия. В целях оценки корректируются запасы и затраты, денежные средства, расчеты и прочие активы, показываемые во втором разделе бухгалтерского баланса, за исключением задолженности участников (учредителей) по их вкладам в уставный капитал и балансовой стоимости собственных акций, выкупленных у акционеров.

Рассмотрим особенности корректировки отдельных статей второго раздела баланса предприятия.

Товарно-материальные запасы переводятся в текущую стоимость, производственные запасы оцениваются по текущим ценам с учетом затрат на транспортировку и складирование, устаревшие, пришедшие в негодность запасы списываются. Запасы могут накопить значительный износ, который учитывается в расчетах, определяется оценщиком самостоятельно или с привлечением сторонних специалистов по экспертизе подобных запасов. Так, полежавшая несколько лет на складе дорогая ткань по результатам экспертизы может быть идентифицирована как ветошь, и соответственно после корректировки ее стоимость будет незначительной.

Готовая продукция оценивается по рыночной стоимости. Не корректируется та часть готовой продукции, которая выпущена в соответствии с заключенным договором.

Расходы будущих периодов оцениваются по номинальной стоимости, если еще существует связанная с ними выгода, если же выгода отсутствует, то величина расходов будущих периодов списывается.

Вывод оценщика:

«Стоимость расходов будущих периодов не корректировалась, и оценивалась по номинальной стоимости, так как у предприятия существует связанная с данными активами выгода».

Денежные средства не подлежат корректировке, если нет счетов в проблемных банках.

Дебиторская задолженность анализируется по срокам ее погашения, выявляется просроченная задолженность с последующим разделением ее на две части:

- безнадежную, которая исключается из расчетов по определению стоимости, например дебиторская задолженность, по которой истек трехлетний срок исковой давности (ст. 196 ГК РФ);
- задолженность, которую предприятие еще надеется получить (она участвует в расчетах, оценивается дисконтированием будущих основных сумм и выплат процентов к их текущей стоимости).

При анализе дебиторской задолженности оценщик должен проверить, не являются ли сомнительными векселя, выпущенные другими предприятиями. При оценке выданных авансов и дебиторской задолженности прочих покупателей и заказчиков, величина которых незначительна, их рыночная стоимость обычно принимается равной номинальной сумме.

Если платежи по погашению дебиторской задолженности ожидаются в течение трех месяцев от надежного дебитора, стоимость такой задолженности не дисконтируется, а принимается равной величине, указанной в балансе. Если принято решение дисконтировать часть дебиторской задолженности, то рыночная стоимость этой дебиторской задолженности определяется умножением величины балансовой стоимости задолженности на коэффициент дисконтирования в зависимости от срока неплатежа по обязательствам.

Коэффициенты дисконтирования определяются для каждой из организации-дебитора с учетом срока неплатежа по денежным обязательствам. Дебиторская задолженность, которую можно продать на рынке долговых обязательств, оценивается по данным этого рынка.

Пример 5.1. Анализ дебиторской задолженности.

Дебиторская задолженность возросла на 15,4%. Изменения произошли за счет увеличения отгрузки товаров потребителям (на 297 тыс. руб., или на 132%), что свидетельствует о расширении предприятием деятельности. Увеличение дебиторской задолженности прямо связано с допол-

нительными издержками предприятия: на увеличение объема работы с дебиторами (связь, командировки и пр.), увеличение потерь от безнадежной дебиторской задолженности. В таблице представлены сведения о размере дебиторской задолженности.

**Структура дебиторской задолженности ЗАО «ТОС»
на 1 декабря 2005 г. (по данным
ежегодного отчета предприятия)**

(тыс. руб.)

Вид дебиторской задолженности, тыс. руб.	Срок наступления платежа					
	до 30 дней	от 31 до 60 дней	от 61 до 90 дней	от 91 до 180 дней	от 181 дня до 1 года	более 1 года
Дебиторская задолженность всего, в том числе:	12 590	5 244	4 097	38 035	—	—
просроченная		47 373			—	—
покупатели и заказчики	11 635	4 281	3 903	37 807	—	—
векселя к получению	—	—	—	—	—	—
задолженность дочерних и зависимых обществ	—	—	—	—	—	—
задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал	—	—	—	—	—	—
авансы выданные	863	899	—	—	—	—
прочие дебиторы	92	64	154	228	—	—
Итого	12 590	5 244	4 097	38 035	—	—

Вывод:

«ЗАО "ТОС" не имеет долгосрочной дебиторской задолженности, что снижает риск недополучения денежных средств. Проблема неплатежей особую актуальность приобретает в условиях инфляции.

Дебитор, на долю которого приходится более 10% от общей суммы дебиторской задолженности, — ЗАО "Парто" (12,3%)».

Если в составе дебиторской задолженности есть суммы, по которым истекают сроки исковой давности, это доказывает необходимость принятия мер по их взысканию, включая обра-

шение в судебные органы. Наличие просроченной задолженности создает финансовые затруднения, так как предприятие чувствует недостаток финансовых ресурсов для приобретения производственных запасов, выплаты заработной платы и на другие цели.

Пример 5.2. Корректировка просроченной дебиторской задолженности. Сумма просроченной задолженности предприятия — 47 973 тыс. руб. Путем активной работы с недобросовестными покупателями руководство предприятия планирует получение всей суммы в течение полугодия.

Годовая ставка дисконтирования составляет 42% (из расчета того, что 12% — годовая норма инфляции и 30% — риск, связанный с невозвратом просроченного долга).

Ставка дисконтирования за полугодие составит:

$$DR_{\text{за полугодие}} = (1 + DR_{\text{за год}})^{0,5} - 1 = 19(\%).$$

Следовательно, текущая стоимость просроченной дебиторской задолженности на дату оценки составляет:

$$\frac{47\,973}{(1 + 0,19)} = 40\,313 \text{ (тыс. руб.)}.$$

Пассивы, участвующие в расчете, — это обязательства предприятия, в состав которых включаются следующие статьи:

- долгосрочные и краткосрочные обязательства по займам и кредитам;
- прочие долгосрочные обязательства;
- кредиторская задолженность;
- задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов;
- резервы предстоящих расходов;
- прочие краткосрочные обязательства.

Обязательства предприятия переводятся в текущую стоимость.

Вычитанием стоимости обязательств предприятия из рыночной стоимости его активов получают рыночную стоимость собственного капитала предприятия или соответственно стоимость 100% пакета акций. В случае оценки не контрольного пакета акций делается скидка.

5.2. Метод ликвидационной стоимости

Метод ликвидационной стоимости основан на определении разности между стоимостью имущества, которую собственник

предприятия может получить при ликвидации предприятия и отдельной продаже его активов на рынке, и издержками на ликвидацию.

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

Оценка ликвидационной стоимости производится в следующих случаях:

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

При определении ликвидационной стоимости различают три вида ликвидации:

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

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

Принудительная ликвидация означает, что активы распродают-ся настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.

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

Последовательность работ по расчету ликвидационной стоимости предприятия при упорядоченной или ускоренной ликвидации совпадает, изменяются лишь методы оценки из-за различий в учете сроков продажи активов (среднерыночных или ускоренных сроков экспозиции объектов на рынке). Этапы оценки предприятия в этом случае следующие:

- 1) обоснование выбора ликвидационной стоимости;
- 2) разработка календарного графика продажи активов предприятия (время на реализацию активов: недвижимого имущества, затрат, машин и оборудования);
- 3) расчет текущей стоимости активов (за вычетом затрат на их ликвидацию):
 - прямые затраты на ликвидацию (комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы, которые платятся при продаже),
 - расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации;
- 4) скорректированная стоимость оцениваемых активов с учетом графика их продажи дисконтируется на дату оценки по ставке дисконтирования с учетом риска, связанного с этой продажей;
- 5) прибавляется (или вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода;
- 6) рассчитывается величина обязательств предприятия (преимущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого

предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами);

7) определение ликвидационной стоимости предприятия (из скорректированной текущей стоимости активов вычитаются обязательства предприятия).

Обоснование выбора ликвидационной стоимости. В соответствии с законодательством при отказе от определения рыночной стоимости оценщик должен обосновать выбор другого, отличающегося вида стоимости, например, цель оценки — определить стоимость предприятия, в отношении которого применена процедура банкротства, на дату оценки находящаяся на стадии исполнительного производства. В соответствии с поставленной целью оценки базой оценки не может являться рыночная стоимость. Это объясняется тем, что реализация имущества в порядке исполнительного производства предполагает крайне сжатые сроки реализации (до одного месяца), незначительный объем рекламы, а также отсутствие какой-либо предпродажной подготовки объекта. Такие чрезвычайные обстоятельства обязательно отразятся на цене сделки, так как сжатые сроки и недостаток рекламы не способствуют созданию условий конкуренции и не позволяют сторонам сделки получить и проанализировать всю необходимую информацию.

К тому же указанный сегмент рынка не является открытым по следующим причинам:

- выступать на рынке реализации арестованного имущества в качестве продавцов может только незначительное число предприятий;
- из-за коротких сроков проведения продажи и локального характера рекламы, определяемого использованием для объявлений о торгах местных СМИ, участие предприятий или физических лиц в качестве покупателей также резко ограничено.

Согласно стандартам оценочной деятельности, обязательным к применению субъектами оценочной деятельности Российской Федерации, утвержденным постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 № 519, ликвидационная стоимость объекта оценки — это стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

Из приведенного определения следует вывод о том, что основным фактором, влияющим на величину ликвидационной

стоимости и отличающим ее от рыночной, является фактор вынужденной продажи, что характерно для нерыночных условий продажи имущества.

К тому же при определении стоимости ликвидируемого предприятия денежная сумма, получаемая от вынужденной продажи имущества в ограниченный отрезок времени, не позволяющий значительному числу потенциальных покупателей ознакомиться с объектом и условиями продажи, как правило, существенно ниже рыночной, и должна быть еще уменьшена на затраты, связанные с ликвидацией предприятия. Следовательно, - цена продажи активов в этом случае является вынужденной ценой для собственника.

Разработка календарного графика ликвидации активов предприятия. Такой график формируют с целью максимизировать выручку от продажи активов для погашения имеющейся за предприятием задолженности. Различные виды активов продаются за различные сроки. Недвижимость (земля, здания и т.п.) продается от года до двух лет. Остальные активы, например, запасы, сырье и материалы, можно реализовать сразу после принятия решения о продаже активов.

Обычно проводится упорядоченная ликвидация. В частности, проведение процедуры конкурсного производства длится в течение года и может быть продлено на шесть месяцев, поэтому существует возможность упорядоченной ликвидации. В этом случае ликвидационная стоимость предприятия определяется на дату оценки дисконтированием вырученных от продажи активов сумм, уменьшенных на сопутствующие затраты. Ставка дисконтирования должна учитывать связанный с этой продажей риск.

Расчет текущей стоимости активов. Стоимость активов корректируется на величину накладных расходов по их реализации, а ставка дисконтирования повышается на величину риска продаж соответствующих активов при их ликвидации.

Оценка ликвидационной стоимости дебиторской задолженности конкретных дебиторов проводится как вероятная выручка от продажи их задолженности, установленная на уровне величины соответствующего долга, уменьшенной на принятый на вексельном рынке (либо рынке контрактных цессий) дисконт, который зависит от того, чей долг продается и когда наступает срок его погашения [4]. Дебиторскую задолженность по должникам, чьи обязательства на рынке долгов не котируются, не следует учитывать в расчетах по определению ликвидационной стоимости.

В случае ускоренной ликвидации продажа активов должна произойти в короткие сроки. Это обстоятельство приводит к потерям. Поэтому соотношение между рыночной и ликвидационной стоимостью может быть выражено простейшей формулой

$$C_{\text{лик}} = C_{\text{рын}} \times (1 - K_{\text{вын}}),$$

где $C_{\text{лик}}$ — ликвидационная стоимость недвижимости;

$C_{\text{рын}}$ — рыночная стоимость исследуемого объекта;

$K_{\text{вын}}$ — корректировка на вынужденность продажи, $0 < K_{\text{вын}} < 1$.

Корректировка пассивной части баланса. Такая корректировка проводится по долгосрочной и текущей задолженности. Особое внимание при этом уделяется расчетам по привилегированным акциям, налоговым платежам и условным обязательствам, которые могут возникнуть в результате будущих возможных судебных разбирательств.

Определение ликвидационной стоимости предприятия. В состав затрат, связанных с ликвидацией предприятия, входят затраты по налогообложению, страхованию и охране активов до их продажи, выходные пособия и выплаты работникам предприятия, управленческие расходы (в том числе юристов, оценщиков и т.д.). Все расходы, за исключением выплат работникам предприятия, дисконтируются по повышенной ставке.

Если оценка проводилась на стадии проведения процедуры банкротства, конкурсный управляющий должен учитывать предоставленную оценщиком информацию о том, в какие сроки могут быть проданы разные активы предприятия. Эти сроки зависят от степени загрязнения земельного участка, состояния зданий и сооружений, инвестиционной активности отрасли или региона, от эффективности рекламной кампании и действий риэлтеров, занимающихся продажей недвижимости, от профиля предприятия (чем более универсален характер производства, тем легче его перепрофилировать и тем быстрее можно продать) и т.д.

После определения всех затрат, связанных с ликвидацией предприятия, производится уменьшение скорректированной стоимости всех активов баланса на сумму текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также на величину всех обязательств предприятия. В результате получается величина ликвидационной стоимости предприятия.

Делая итоговый вывод о ликвидационной стоимости предприятия, оценщик должен проанализировать факторы, имеющие отношение к собственно имуществу, и факторы, которые обуславливают уровень управления предприятием. Если ситуация банкротства предприятия вызвана низким уровнем управления, то это обстоятельство не должно негативно отразиться на величине ликвидационной стоимости предприятия. Если же причины банкротства — высокая степень износа активной и пассивной частей активов предприятия, негативные особенности местоположения, то эти факторы существенно снизят уровень ликвидационной стоимости предприятия.

6. Оценка имущества предприятия

Имущество играет значительную роль в формировании стоимости предприятия, так как является неотъемлемым элементом оценки в каждом из подходов к оценке стоимости бизнеса:

— при оценке затратным подходом все имеющееся имущество предприятия учитывается по рыночной стоимости;

— при оценке сравнительным — учитывается сходство предприятий-аналогов, в том числе и по наличию активов, например, применяются мультипликаторы «цена/стоимость основных средств», «цена/стоимость активов»;

— в доходном подходе учитывается доход, приносимый предприятием как имущественным комплексом, а не используемые в производстве, «не функционирующие» активы прибавляются к величине стоимости, полученной в результате дисконтирования денежных потоков от деятельности предприятия.

Оценщик в рамках затратного подхода определяет стоимость материальных и нематериальных активов.

6.1. Оценка машин и оборудования

Оценивая предприятие, нужно рассчитать рыночную стоимость технического оснащения предприятия, т.е. стоимость его машин, приборов, оборудования, устройств, вычислительной техники, транспортных средств и т.д. В отличие от недвижимости, машины и оборудование не связаны жестко с землей и, как правило, могут быть перемещены в другое место без причинения им невосполнимого физического ущерба.

В зависимости от целей и мотивов оценки объектом оценки могут выступать: отдельный экземпляр оборудования, множество условно независимых друг от друга единиц машин и оборудования, производственно-технологические системы.

Этапы оценки стоимости машин и оборудования (в том числе офисного):

1) посещение рабочих помещений и осмотр машин и оборудования;

2) изучение инвентарных списков, предоставленных руководством предприятия;

3) применение методов оценки машин и оборудования.

В отчете об оценке должно быть указано, проводил ли оценщик инвентаризацию лично. При оценке предприятий со значительным количеством различного имущества в отчете может быть зафиксировано следующее: «Настоящая оценка основывалась на инвентарных списках основных фондов, предоставленных администрацией предприятия. Дополнительная инвентаризация не проводилась».

Методы оценки машин и оборудования тоже опираются на три подхода: затратный, сравнительный и доходный.

Затратный подход в оценке машин и оборудования основан на определении стоимости восстановления или стоимости замещения, связанных с созданием, приобретением и установкой оцениваемого объекта.

Стоимость восстановления оцениваемых машин и оборудования — это стоимость воспроизводства их полной копии в текущих ценах на дату оценки или стоимость приобретения нового объекта, полностью идентичного данному по конструктивным, функциональным и другим характеристикам.

Стоимость замещения оцениваемых машин или оборудования — это минимальная стоимость приобретения аналогичного нового объекта, максимально близкого к оцениваемому по всем функциональным, конструктивным и эксплуатационным характеристикам в текущих ценах.

Из указанных определений стоимостей восстановления и замещения машин и оборудования видно, что стоимость приобретения нового объекта (идентичного или аналогичного объекту оценки) является элементом затратного подхода. Следовательно, информационной базой для сравнительного подхода являются сведения о продажах аналогов, которые, как и оцениваемые машины и оборудование предприятия, ранее использовались и накопили физический и, возможно, другие типы износа.

При установлении сходства машин и оборудования можно выделить три уровня:

1) функциональное сходство (по области применения, назначению);

2) конструктивное сходство (по конструктивной схеме, составу и компоновке элементов);

3) параметрическое сходство (по значению параметров).

Если оцениваются машины и оборудование, спрос на которые отсутствует, то их стоимость принимается на уровне себестоимости.

Для определения остаточной стоимости машин и оборудования из восстановительной стоимости или стоимости замещения вычитается суммарный износ: физический, функциональный и внешний.

Физический износ машин и оборудования преимущественно измеряется двумя методами.

1. *Метод срока жизни.* Этот метод базируется на соотношении:

$$\frac{И}{ЕВ} = \frac{ЭВ}{СЭЖ'}$$

где И — износ, руб.;

ЭВ — эффективный возраст, лет;

СВ — стоимость воспроизводства, руб.;

СЭЖ — типичный срок экономической жизни, лет.

2. *Метод укрупненной оценки технического состояния.* Данный метод основан на применении оценочной шкалы (табл. 6.1).

Таблица 6.1

**Оценочная шкала для определения
физического износа***

Физический износ, %	Оценка технического состояния	Общая характеристика технического состояния
0—20	Хорошее	Повреждений и деформаций нет. Имеются отдельные неисправности, не влияющие на эксплуатацию элемента, которые устраняются в ходе планируемого ремонта
21 - 40	Удовлетворительное	Элементы в целом пригодны для эксплуатации, однако требуют ремонта уже на данной стадии эксплуатации
41—60	Неудовлетворительное	Эксплуатация элементов возможна лишь при условии проведения ремонта
61—80	Аварийное	Состояние элементов аварийное. Выполнение элементами своих функций возможно лишь при проведении специальных охранительных работ или полной замене этих элементов
81—100	Непригодное	Элементы находятся в непригодном к эксплуатации состоянии

* *Саприцкий Э.Б.* Как оценить рыночную стоимость машин и оборудования на предприятии. М.: Центр экономики и маркетинга, 1977. 161

Сравнительный подход к оценке стоимости машин и оборудования представлен прежде всего методом прямого сравнения. Объект-аналог должен иметь такое же функциональное назначение и частичное конструкторско-технологическое сходство. Расчет осуществляется в два этапа:

- 1) нахождение объекта-аналога;
- 2) внесение корректировок в цену аналога.

Доходный подход в оценке машин и оборудования заключается в прогнозировании ожидаемого дохода от оцениваемого объекта, но применительно к машинам и оборудованию напрямую решить эту задачу невозможно, так как доход создается всем производственно-имущественным комплексом. Поэтому доход от отдельного объекта определяется поэтапно:

1) рассчитывается операционный доход от функционирования производственной системы (либо всего предприятия, либо цеха или участка);

2) методом остатка определяется та часть дохода, которую можно отнести к машинному парку этой системы (доход производственной системы распределяется по ее подсистемам);

3) с помощью метода дисконтирования денежного потока или метода капитализации дохода определяется стоимость объекта.

В целом сложно выделить доход, который приносит отдельно взятая машина или оборудование. Стоимость приобретения нового объекта, идентичного или аналогичного объекту оценки, является элементом затратного подхода и, следовательно, для применения методов сравнительного подхода необходимы данные о продажах таких же изношенных, как и объект оценки, сопоставимых объектов. А поиск обширных сведений о продажах похожего ранее использовавшегося оборудования часто затруднен. Таким образом, нередко единственно возможным является затратный подход.

Основную долю в стоимости имущества предприятия занимает, как правило, недвижимость. Рассмотрим далее особенности ее оценки.

6.2. Оценка недвижимого имущества

В сложившейся практике к недвижимости, как правило, относят землю и имеющиеся на ней строения (здания, сооружения, объекты незавершенного строительства). Таким образом, не-

движимость — это земельный участок и все строения, постоянно закрепленные на нем.

Термины «недвижимое имущество» и «движимое имущество» впервые появились в законодательстве Российской Империи при Петре I в 1712 г. Недвижимым имуществом признавались земля, угодья, дома, заводы, фабрики, лавки, находящиеся в земле полезные ископаемые и различные строения, как возвышающиеся над землей, так и построенные под ней (например, шахты).

Сейчас согласно ст. 130 ГК РФ к недвижимым вещам (недвижимое имущество, недвижимость) относятся: «...земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей, то есть объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе леса, многолетние насаждения, здания, сооружения». Законом к недвижимости может быть отнесено и иное имущество. Так, согласно ст. 132 ГК РФ, «предприятие в целом как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности, признается недвижимостью». Однако в оценочной деятельности методы оценки недвижимости и предприятия различают.

Этапы оценки недвижимости и бизнеса во многом совпадают, но имеют ряд различий:

1) в оценке недвижимости не проводится финансовый анализ;

2) доходы от объекта прогнозируются на основе рыночных арендных ставок объектов-аналогов;

3) обязательными этапами процесса оценки недвижимости являются оценка стоимости земельного участка и анализ наилучшего и наиболее эффективного использования, который проводят в два этапа:

а) анализ предположительного вакантного земельного участка,

б) анализ земельного участка с имеющимися улучшениями.

При выборе варианта наилучшего и наиболее эффективного использования анализируются текущая ситуация и перспективы развития района (города, региона) местоположения объекта.

Недвижимость классифицируется по ряду признаков, что способствует более успешному исследованию рынка недвижимости и облегчает разработку и применение методов оценки различных категорий недвижимости, управления ими. Классификация по наиболее часто встречающимся признакам представлена в табл. 6.2.

Общая классификация недвижимости

Тип классификации	Виды недвижимости
По характеру использования	Для жилья: дома, коттеджи, квартиры Для коммерческой и производственной деятельности: отели, офисные помещения, магазины, рестораны, пункты сервиса, фабрики, заводы, склады Для сельскохозяйственных целей: фермы, сады Для специальных целей: школы, церкви, монастыри, больницы, ясли-сады, дома престарелых, здания правительственных и административных учреждений
По степени специализации	Специализированная — недвижимость, которая в силу своего специального характера редко сдается в аренду третьим лицам, если вообще сдается, или продается на открытом рынке для продолжения ее использования, кроме случаев, когда она реализуется как часть ее использующего бизнеса: нефтеперерабатывающие и химические заводы, электростанции; собственность с такими конструктивными особенностями, размерами и спецификой, что рынок таких зданий не существует вообще или в данной местности; музеи, библиотеки и подобные им помещения, принадлежащие общественному сектору Неспециализированная — вся другая недвижимость, на которую существует всеобщий спрос на открытом рынке для инвестирования, использования в существующих или аналогичных целях
По целям владения	Для ведения бизнеса Для проживания владельца В качестве инвестиций В качестве товарных запасов и НЗП Для освоения и развития Для потребления истощимых ресурсов
По степени готовности к эксплуатации	Введенная в эксплуатацию Требующая реконструкции или капитального ремонта Незавершенное строительство
По воспроизводимости в натуральной форме	Невоспроизводимая: земельные участки, месторождения полезных ископаемых Воспроизводимая: здания, сооружения, многолетние насаждения

В процессе оценки изучаются проектные данные, данные о фактическом состоянии зданий и сооружений, полученные в результате осмотра, а также сведения об использовании и происхождении объектов, полученных от заказчика.

Как и любое имущество, недвижимость оценивается с позиций трех подходов.

6.2.1. Сравнительный подход к оценке недвижимости

Сравнительный подход основан на сравнении объекта оценки с его аналогами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними. Различия между сравниваемыми объектами сглаживаются в процессе проведения соответствующей корректировки данных.

Условия применения сравнительного подхода:

- объект не должен быть уникальным;
- аналог похож на объект оценки по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам;
- цена аналога объекта оценки известна из сделки, состоявшейся при сходных условиях;
- дата сделки с аналогами должна быть близка по времени к дате оценки (для уменьшения влияния рыночных изменений на результат оценки);
- информация должна быть исчерпывающей;
- факторы, влияющие на стоимость объектов, должны быть сопоставимы.

Основные этапы сравнительного подхода представлены на рис. 6.1.

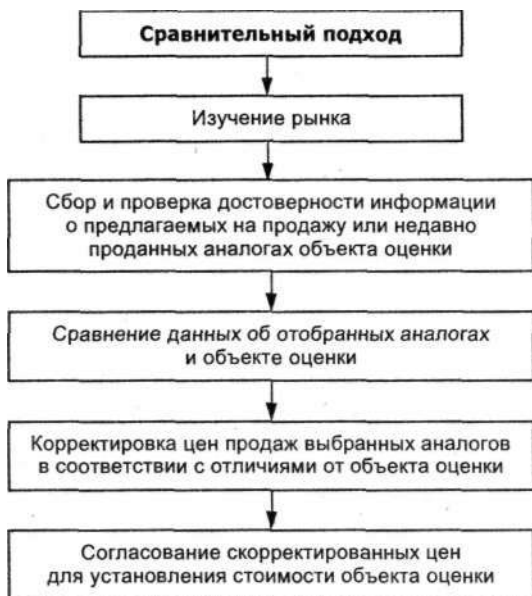


Рис. 6.1. Последовательность действий при оценке недвижимости согласно сравнительному подходу

Точность оценки зависит от количества и качества используемой для анализа информации, поэтому большое значение необходимо придавать сбору и проверке данных по отобранным аналогам объекта оценки. Абсолютно одинаковых продаж не бывает, совпадение наблюдается лишь по ряду характеристик и чем более схожи выбранные для сравнения объекты с оцениваемым, тем выше точность получаемой величины стоимости объекта оценки.

Для сглаживания отличий между аналогами и объектом оценки, рассчитывают скорректированные цены.

Скорректированная цена — это цена продажи объекта-аналога после ее корректировки на различия с объектом оценки.

Средние показатели стоимости, как правило, оценщиками не используются, принято изучать каждую продажу аналога и сопоставлять ее с объектом оценки. Корректировки определяются после анализа информации о большом количестве тщательно подобранных сделок. Все объекты недвижимости уникальны, однако не все индивидуальные характеристики существенно влияют на стоимость. При анализе аналогов объекта оценки прежде всего следует учитывать следующие отличия:

- местоположение (различия в соседском окружении и районе);
- условия финансирования (в случае получения льготного кредита от продавца, платежи дисконтируются по рыночной ставке);
- условия сделки (требуется корректировка при наличии давления на продавца, семейной или деловой связи между продавцом и покупателем);
- дата продажи (за небольшой интервал времени может измениться уровень цен, состояние рынка);
- физические характеристики (размер, возраст, износ объекта, количество помещений и т.п.);
- экономические характеристики (текущие затраты на поддержание объекта в функционально пригодном состоянии, качество управления, условия и сроки аренды);
- способ использования (квартира, которая после покупки стала использоваться под магазин, могла быть куплена значительно дороже, чем аналогичная квартира, используемая для проживания);
- компоненты стоимости, не связанные с недвижимостью (стоимость оборудования, мебели и т.п.).

Основные способы расчета корректировок:

- парный анализ продаж — расчет корректировки на основе подбора пары продаж, имеющих только одно отличие;

- статистический анализ — применение математических методов и регрессионного анализа для обработки массива данных;
- относительный сравнительный анализ — анализ сопоставимых продаж для определения относительных корректировок (корректировки не выражаются в денежных единицах или процентах, для них используются условные обозначения, отражающие влияние анализируемого параметра на стоимость объекта оценки: Т, I и т.п.).

Кроме вышеперечисленных, могут применяться и другие методы расчета корректировок, а также их различные вариации. Когда величину поправки нельзя подтвердить рыночными данными, оценщик определяет ее экспертным путем.

Наиболее надежным считается метод парного анализа продаж. Он основан на предположении, что разница в стоимости объектов, имеющих единственное отличие, может быть приписана к нему. Если невозможно найти два объекта с единственным отличием, то подбирается третий объект, имеющий по одному отличию от первых двух.

Пример 6.1. Предположим, необходимо сделать корректировки на различия между складскими помещениями. Характеристики, не нашедшие отражения в таблице, сходны у всех трех сравниваемых объектов.

Данные о трех складских помещениях

Элемент сравнения	Условный номер склада		
	1 000	1 100	1 000
Объем, м ³	1 000	1 100	1 000
Местоположение относительно центра города	Район средней отдаленности	Район средней отдаленности	Отдаленный район
Цена продажи, тыс. руб.	2 000	2 200	1 700

Исходя из этих данных можно сделать следующие выводы:

- 1) различие в ценах продаж складов № 1 и № 2 на 200 тыс. руб. вызвано разницей в объеме этих складов на 100 м³;
- 2) различие в ценах складов № 1 и № 3 на 300 тыс. руб. обусловлено разницей в местоположении (район средней отдаленности и отдаленный район);
- 3) различие в ценах продаж складов № 2 и № 3 на 500 тыс. руб. вызвано отличиями в объеме и местоположении — 200 тыс. руб. за счет разницы в объеме на 100 м³ (см. анализ продаж по складам № 1 и № 2) и на 300 тыс. руб. — из-за различного местоположения относительно центра города.

В результате сравнения парных продаж складских помещений установлена величина корректировки на местоположение и объем. Полученную корректировку можно применять при оценке других похожих объектов.

Приведем основные правила внесения корректировок в цены продаж аналогов.

Правило 1. Внесение корректировок осуществляется от объекта сравнения к объекту оценки.

Правило 2. Если объект сравнения хуже объекта оценки, корректировки будут положительными, если объект сравнения лучше объекта оценки — отрицательными.

Основные методы внесения корректировок:

1) *метод общей суммы* — все корректировки отражают отличия объекта оценки и его аналога, вносятся в виде денежных сумм;

2) *метод мультипликативных процентных отклонений* — выраженные в процентах поправки учитывают взаимосвязь факторов между собой (отрицательные поправки меньше 100% (корректировочные коэффициенты < 1), положительные — больше 100 % (коэффициенты > 1);

3) *смешанный метод* — используются корректировки и аддитивные в виде денежных сумм, и мультипликативные — в виде процентов.

Как правило, сначала вносятся корректировки, относящиеся к условиям сделки и состоянию рынка: состав передаваемых прав собственности, условия финансирования и совершения сделки, дата продажи или оценки стоимости. Затем производятся корректировки, относящиеся непосредственно к объекту недвижимости: месторасположение, физические характеристики, характер использования. Внесение корректировок осуществляется применением каждой последующей корректировки к предыдущему результату.

Корректировка на условия финансирования и налогообложения отражает различие расчетов между покупателем и продавцом: наличные и безналичные платежи, передача долгов или процентов по кредиту, бартер, финансирование сделки продавцом (продавец предоставляет покупателю ипотечный кредит).

Корректировку на дату продажи можно получить из сделок продажи объектов, похожих по физическим и экономическим характеристикам на объект оценки. Эта корректировка отражает

изменение покупательной способности денег или свидетельствует об инфляции на рынке недвижимости.

Пример 6.2. Расчет скорректированной цены объекта сравнения.

Параметр сравнения	Объект оценки	Объект сравнения
Описание объекта	Двухкомнатная квартира на пятом этаже пятиэтажного кирпичного дома	Двухкомнатная квартира на втором этаже пятиэтажного кирпичного дома
Цена предложения, тыс. руб.	—	1 100
Снижение стоимости в процессе торгов	<i>Рыночная стоимость</i>	<i>Цена предложения</i>
<i>Корректировка</i>	—	0,95
Местоположение	Кировский район, ул. Б, д. 53	Кировский район, ул. Б, д. 29
<i>Корректировка</i>	—	1,0
Общая площадь, м ²	44,0	43,0
Жилая площадь	26,2	30,0
Площадь кухни	6,1	6,0
<i>Корректировка</i>	—	1,0
Этаж/этажность	5/5	2/5
<i>Корректировка</i>	—	0,90
Материал стен	Панель	Кирпич
<i>Корректировка</i>	—	0,90
Наличие лоджии, балкона	Балкон	Нет
<i>Корректировка</i>	—	1,02
Санузел	Совмещенный	Раздельный
<i>Корректировка</i>	—	0,98
Изолированность	Комнаты смежные	Комнаты смежные
<i>Корректировка</i>	—	1,00
Планировка	Типовая	Типовая
<i>Корректировка</i>	—	1,00
Состояние квартиры	Хорошее	Хорошее
<i>Корректировка</i>	—	1,00
<i>Общая корректировка</i>	—	0,8547
Итоговая скорректированная цена объекта оценки, тыс. руб.	940,125	
Источник информации	Агентство недвижимости «Юлий Цезарь»	

Корректировка на передаваемые юридические права и ограничения учитывает степень подготовленности правоустанавливающих документов у продавца и определяется исходя из расценок специализированных юридических фирм по подготовке документов.

Корректировка на снижение стоимости в процессе торгов представляет собой наиболее вероятный размер скидки к цене предложения, которая может быть получена в результате переговоров продавца и покупателя. По данным риэлтерских фирм, реальная цена продажи объекта недвижимости отличается от цены предложения на 5—10%.

Корректировка на местоположение учитывает влияние на стоимость объектов удаленности от центра города, наличия социальной сферы, выхода на центральные магистрали, особенностей экологии, соседского окружения.

Состояние объекта оценивается по величине накопленного износа по сравнению с новым зданием.

Корректировка цены в зависимости от размера определяется из анализа продаж похожих объектов разного размера. Цена единицы площади больших зданий в среднем ниже, чем небольших аналогов с подобными характеристиками.

Архитектурное своеобразие, конструктивное решение, наличие подвала, технического этажа, озеленение тоже требуют учета и корректировки. Наличие, отсутствие и состояние коммуникаций увеличивает или уменьшает стоимость объекта.

Пример 6.3. Нужно определить стоимость складского помещения, расположенного в районе «А», если похожий склад, расположенный в районе «В» с худшими подъездными путями, продан за 1500 тыс. руб.

Корректировка стоимости за счет подъездных путей по мнению оценщика составляет 5%. Анализ рынка показал, что складские помещения в районе «А» дешевле, чем в районе «В» на 10%.

Корректировочный коэффициент на менее престижное положение объекта оценки составит 0,90. Корректировка на качество подъездных путей — 1,05 (у объекта оценки подъездные пути лучше, за счет чего его стоимость выше, чем у аналога, на 5%).

Тогда скорректированная цена продажи объекта-аналога составит:

$$1500 \times 0,90 \times 1,05 = 1400 \text{ (тыс. руб.)}.$$

Стоимость объекта оценки, определенная сравнительным подходом, составляет 1400 тыс. руб.

Заключительным этапом сравнительного подхода является согласование скорректированных цен в соответствии с имеющимися отличиями от объекта оценки. В процессе согласования необходимо выявить причины различий промежуточных результатов, учесть количество поправок, внесенных в цену сопоставимой про-

дажи. При согласовании следует учитывать основное правило: чем меньше количество и величина корректировок, внесенных в цену конкретного объекта сравнения, тем больший «вес» имеет данная продажа в процессе определения стоимости объекта оценки.

При наличии обширной информации о большом количестве похожих продаж и небольшом различии величин скорректированных цен применяются статистические методы. Например, анализируются показатели:

1) среднеарифметическое значение скорректированных цен (на его величину могут повлиять разбросы крайних значений);

2) мода скорректированных цен — наиболее часто встречающегося значения в числовом ряду (в числовом ряду «200, 220, 180, 200, 210» мода равна 200);

3) медиана скорректированных цен — середина ранжированного числового ряда (расположим рассмотренный выше числовой ряд в порядке возрастания: 180, 200, 200, 210, 220. Медиана равна 200);

4) скорректированная цена самого похожего на оцениваемый объект аналога (меньше корректировок — меньше вероятность ошибки, но по одному объекту нельзя судить о состоянии рынка).

На малоактивных рынках, когда данных мало и объекты отличаются друг от друга по ряду параметров, для каждой из скорректированных цен аналогичных объектов выбирается весовой коэффициент.

Преимущества и недостатки сравнительного подхода систематизированы в табл. 6.3.

Таблица 6.3

Основные преимущества и недостатки сравнительного подхода к оценке недвижимости

Преимущества	Недостатки
Позволяет отразить мнение типичных продавцов и покупателей в итоговой оценке В ценах продаж отражается изменение финансовых условий и инфляция Статистически обоснован Позволяет вносить корректировки на отличия сравниваемых объектов Позволяет получать точные результаты при оценке объектов на активных рынках При наличии большого количества информации достаточно прост в применении	Нет абсолютно одинаковых продаж Сложность сбора информации о фактических ценах продаж (особенно нежилых помещений) Зависимость от активности и стабильности рынка

Наиболее надежные результаты на основе использования сравнительного подхода получают при оценке небольших коммерческих объектов и объектов недвижимости, которые часто покупаются-продаются и не используются для получения дохода.

Задача 6.1. Используя парный анализ продаж, определите стоимость квартиры.

Отличия объектов сравнения	Оцениваемая квартира	Данные о недавно проданных квартирах		
		кв. 1	кв. 2	кв. 3
Балкон	-	-	+	+
Этаж/этажность	3/5	5/5	5/5	3/5
Цена продажи, тыс. руб.	?	450	455	495

Ответ: стоимость оцениваемой квартиры — 490 тыс. руб.

Задача 6.2. Определите стоимость не имеющего улучшений земельного участка размером 15 соток, расположенного на ул. Солнечная, если известна следующая информация об аналогичных участках.

Параметры	Участок № 1	Участок № 2	Участок № 3	Участок № 4
Цена и условия сделки	Обмен с доплатой 100 тыс. руб. на комнату	20 тыс. руб. наличными	Обмен на легковой автомобиль «А» 1974 г. выпуска	30 тыс. руб. наличными
Улучшения	—	—	Фундамент 10 x 10	Фундамент 10 x Ю
Размер участка, соток	20	15	14	15
Местоположение	Ударная ул.	Ударная ул.	Горная ул.	Солнечная ул.

Имеются также следующие данные:

- стоимость земли на ул. Солнечной выше в среднем на 5%, чем на ул. Ударной, и ниже на 20%, чем на ул. Горной;
- рыночная стоимость автомобиля марки «А» 1974 г. выпуска — 25 тыс. руб.;
- стоимость комнаты — 125 тыс. руб.;
- затраты на возведение фундамента 9 тыс. руб. (10 x 10м).

Ответ: 20 тыс. руб.

6.2.2. Затратный подход к оценке недвижимости

Затратный подход к оценке недвижимости основывается на расчете рыночной стоимости участка земли и затрат на воспроизводство оцениваемых зданий и сооружений с учетом всех ви-

дов износа и предпринимательской прибыли. Оценка проводится в несколько этапов (рис. 6.2).



Рис. 6.2. Этапы проведения оценки

Затратный подход базируется на предположении, что типичный покупатель не заплатит за готовый объект больше, чем за создание объекта аналогичной полезности (принцип замещения). Однако суммарные издержки на приобретение земельного участка и строительство на нем аналогичного объекта не всегда эквивалентны рыночной стоимости.

В расчетах стоимости нового строительства используется информация об уровне заработной платы, накладных расходах, затратах на оборудование, нормы прибыли строителей в данном регионе, рыночные цены на строительные материалы. Учитываются затраты инвестора, а не подрядчика.

Расчет затрат на новое строительство оцениваемых зданий включает определение стоимости воспроизводства или стоимости замещения. Наиболее точно представление об объекте оцен-

ки дает стоимость воспроизводства, однако для старых зданий такой расчет практически невозможен вследствие отсутствия или сложности поиска аналогичных устаревших, ранее использовавшихся материалов и методов строительства.-

Затраты на строительство включают прямые и косвенные издержки. Прямые издержки — это стоимость трудовых и материальных ресурсов. Косвенные возникают в ходе строительства, но их нельзя непосредственно выявить в самом сооружении и они не включаются в стоимость строительно-монтажных работ. В процессе оценки косвенные издержки могут определяться коэффициентом к прямым затратам. Примеры прямых и косвенных затрат приведены в табл. 6.4.

Таблица 6.4

Примеры прямых и косвенных затрат

Вид затрат	Примеры
Прямые затраты	Расходы на трудовые ресурсы (зарплата и т.п.) Затраты на приобретение строительных материалов Расходы на возведение временных сооружений, заборов и ограждений для строительных площадок Затраты на обеспечение безопасности строительства Расходы на коммунальные услуги при строительстве и др.
Косвенные затраты	Затраты на получение разрешения на строительство Затраты на получение лицензий Расходы по страхованию в период строительства Расходы по уплате налогов во время строительства Расходы на профессиональные услуги (оплата услуг архитектора, топографа, юриста и т.п.) Расходы на оплату процентов по кредиту и др.

Стоимость нового строительства рассчитывают, как правило, одним из следующих методов.

1. *Метод сравнительной стоимости единицы* — оценка имущества на основе использования единичных скорректированных укрупненных показателей затрат на создание аналогов. Затраты на единицу сравнения (1 м², 1 м³, 1 койко-место и др.) и количество единиц сравнения в объекте оценки перемножаются.

При определении затрат на строительство с применением укрупненных сметных норм используются удельные показатели стоимости на потребительскую единицу строительной продукции по характерным типам зданий и сооружений в базисном текущем и прогнозном уровне цен, определяемые на основании

ежеквартальных цен на ресурсы и другие укрупненные проектные стоимости объектов. Стоимость строительства объекта рассчитывают по формуле

$$C_{ис} = \text{ПИ} + \text{КИ} + \text{ПП},$$

где ПИ— прямые издержки;

КИ— косвенные издержки;

ПП — прибыль предпринимателя.

Размер косвенных издержек определяется с учетом сложившихся на рынке тарифов на работы и услуги по данным позициям.

Прибыль предпринимателя — сложившаяся рыночная ставка дохода, стимулирующая предпринимателя на инвестирование строительного проекта. Величина прибыли определяется методом экспертных оценок на основе рыночной информации.

2. *Метод стоимости укрупненных элементов* — это оценка объекта на основе суммирования затрат на создание его основных элементов. В методе используются данные о стоимости различных элементов (составных частей) здания — поэлементные затраты. Метод обеспечивает лучшее сравнение элементов оцениваемого объекта с типовыми элементами, поэтому позволяет получить величину большей точности, чем при использовании метода сравнительной стоимости единицы.

3. *Метод количественного анализа* — оценка объекта на основе полной сметы затрат на его воспроизводство. Метод заключается в суммировании всех затрат на возведение или установку составных частей строения, требуется составление перечня всех материалов и оборудования, подсчета трудовых затрат, необходимых для установки каждого элемента, учета косвенных, накладных расходов и прибыли застройщика. Метод дает наиболее точные расчеты затрат, но очень трудоемок.

После расчета затрат на возможное новое строительство точной копии или аналога оцениваемого объекта приступают к определению накопленного износа. Он включает три вида износа:

- 1) физический износ;
- 2) функциональный износ;
- 3) внешний износ.

Физический износ — износ, связанный со снижением работоспособности имущества в результате естественного физического старения и влияния внешних неблагоприятных факторов. Например, протекает кровля, ржавеют трубы, осыпается штукатурка и т.п.

Функциональный износ — износ из-за несоответствия современным требованиям, предъявляемым к данному имуществу. Строение при этом пригодно к эксплуатации, но его стоимость уменьшается из-за недостаточности или избыточности качественных характеристик элементов здания, несоответствия некоторых из них требованиям к подобным объектам, существующих на дату оценки: неэффективная планировка, плохой дизайн, наличие «сверхулучшений» и др.

Внешний износ (экономический износ) — износ в результате изменения внешних по отношению к имуществу факторов. Причины возникновения внешнего износа — общий упадок района местоположения строения, большой транспортный поток внутри жилого квартала, изменение соотношения спроса и предложения на рынке, финансовых условий, законодательства, отток населения из региона, строительство поблизости экологически неблагоприятных объектов и т.п. Различные внешние факторы (международные, национальные, отраслевые или локальные) влияют на величину дохода от использования имущества, и таким образом на его рыночную стоимость. Например, на стоимость дома прямо влияет окружение: близость болот, загрязненных водоемов, промышленных предприятий, шоссе и аэропортов, политическая обстановка, налоги, транспорт, отдых и конкуренция в данном районе, а также соотношение спроса и предложения недвижимости на местном рынке недвижимости (объем предложения может значительно превышать спрос).

Физический и функциональный износ можно разделить на два вида:

- 1) *исправимый* — износ, затраты на устранение которого меньше, чем добавляемая при этом стоимость;
- 2) *неисправимый* — износ, затраты на устранение которого превышают добавляемую стоимость.

Существует несколько методов, используемых оценщиками для определения величины накопленного износа:

- метод разбивки;
- метод экономической жизни;
- метод сравнения продаж.

Метод разбивки заключается в определении отдельно трех видов износа с разделением физического и функционального на исправимый и неисправимый. Накопленный износ определяют по формуле:

$$I_n = 1 - (1 - I_\phi)(1 - I_{\text{функц}})(1 - I_{\text{вн}}),$$

- где I_n — накопленный износ объекта оценки;
 I_ϕ — физический износ объекта оценки в долях;
 $I_{\text{функц}}$ — функциональный износ объекта оценки в долях;
 $I_{\text{вн}}$ — внешний износ объекта оценки в долях.

Физический износ обычно определяется с использованием правил оценки физического износа жилых зданий (Ведомственные строительные нормы 53-86(р) «Правила оценки физического износа жилых зданий», утвержденные приказом Госкомстроя при Госстрое СССР от 24.12.1986 № 446). Правила содержат перечень конструктивных элементов зданий с возможными повреждениями не из-за стихийных бедствий, соответствующими процентами физического износа и примерным составом ремонтных работ.

Определение устранимого физического износа основано на учете всех необходимых расходов по текущему ремонту, включающему покраску и мелкий технический ремонт. Неустранимый износ, определенный в процентах, переводят в денежное выражение умножением процента износа на восстановительную стоимость каждого элемента.

При оценке физического износа учитывают, что элементы здания разделяются на две категории:

- 1) долговременные: стены, перекрытия, фундаменты;
- 2) быстро изнашиваемые — элементы со сроком службы меньше срока экономической жизни здания: крыши, трубы, окраска.

Износ каждого элемента объекта оценивают отдельно. Процент износа обычно определяется в результате осмотра, реже применяют метод срока жизни или привлекают специалистов для проведения технической экспертизы.

Функциональный износ рассчитывается как разница на дату оценки между величинами стоимостей здания с устраненными функциональными недостатками и неустраненными. Исправимый функциональный износ вызывается:

- недостатками, требующими добавления элементов;
- недостатками, требующими замены или модернизации элементов;
- «сверхулучшениями».

Недостатки, требующие добавления элементов, проявляются отсутствием в существующем сооружении тех элементов, без которых сооружение не может соответствовать современным ры-

ночным стандартам. Величина износа определяется как разница между стоимостью добавления требуемых элементов на момент оценки и стоимостью устройства этих же элементов, если бы они были выполнены при строительстве объекта оценки. Например, затраты на установку сигнализации в старом складе — 80 тыс. руб., а ее установка при строительстве объекта обошлась бы в 65 тыс. руб., следовательно, 15 тыс. руб. — устранимый функциональный износ, вызванный недостатками, требующими добавления элементов.

Недостатки, требующие замены или модернизации элементов, вызываются наличием в существующем объекте элементов, которые еще выполняют свои функции, но уже не соответствуют современным рыночным стандартам. Величина связанного с ними функционального износа определяется следующим образом:

$$\begin{array}{r}
 \text{«1функц} \\
 = \text{ Восстановительная} \\
 \text{стоимость существующих} \\
 \text{элементов} \\
 \\
 \text{Стоимость} \\
 \text{возврата} \\
 \text{материалов*} \\
 \\
 + \text{ Стоимость демонтажа} \\
 \text{существующих} \\
 \text{элементов} \\
 \\
 + \text{ Физический износ} \\
 \text{существующих} \\
 \text{элементов} \\
 \\
 - \text{ Стоимость} \\
 \text{устройства новых} \\
 \text{элементов.}
 \end{array}$$

«Сверхулучшения» — характеристики и элементы сооружения, наличие которых в настоящее время неадекватно современным требованиям рыночных стандартов (избыточно), соответствующий исправимый функциональный износ измеряется как текущая восстановительная стоимость элементов «сверхулучшений» минус относящийся к ним физический износ плюс стоимость их демонтажа и минус возврат материалов, если он имеет место.

Если при оценке используется стоимость замещения, предполагается отсутствие «сверхулучшений» в рассчитываемой величине стоимости.

Аналогично определяется неустранимый функциональный износ:

— за счет позиций, не включенных в стоимость воспроизводства или замещения, измеряется как чистая потеря дохода,

* Стоимость возврата материалов определяется на базе утилизационной стоимости.

относящаяся к этим позициям, капитализированная с применением коэффициента капитализации для зданий, минус стоимость этих позиций, если бы они были включены в стоимость нового строительства;

- за счет позиций, включенных в стоимость, но которых быть не должно, измеряется как текущая восстановительная или заменяющая стоимость минус относящийся к ним физический износ минус настоящая стоимость дополнительных расходов, связанных с наличием данной позиции;
- за счет «сверхулучшений» — определяется в зависимости от взятого за основу вида стоимости.

Например, функциональный износ может определяться капитализацией потерь в арендной плате или дополнительными затратами на эксплуатацию из-за функциональных недостатков (избыточная высота производственных помещений требует дополнительных затрат на отопление и т.п.).

Внешний износ можно определять потерями дохода из-за внешних факторов, либо рассчитывать путем сопоставления продаж при наличии и отсутствии внешних воздействий.

Основные методы оценки внешнего износа:

- сравнение продаж подобных объектов при наличии и без внешних воздействий;
- капитализация потери дохода от объекта, относящейся к внешним воздействиям.

Метод экономической жизни — определение накопленного износа как доли стоимости воспроизводства или замещения, соответствующей отношению эффективного возраста к общей экономической жизни.

Метод базируется на том, что эффективный возраст, выраженный в процентах, отражает типичный срок экономической жизни, как и процент износа отражает общие затраты воспроизводства. Оба этих значения представляют на дату оценки. Данная концепция отражена в следующих формулах:

$$\frac{И}{СВ} = \frac{ЭВ}{СЭЖ},$$

где И — износ, руб.;

СВ — стоимость воспроизводства, руб.;

ЭВ — эффективный возраст, лет;

СЭЖ — типичный срок экономической жизни, лет;

$$И(\%) = \frac{\text{ЭВ}}{\text{СЭЖ}} \times 100\%,$$

где И — износ в процентах от стоимости воспроизводства.

Срок экономической жизни — отрезок времени, в течение которого объект можно использовать и получать прибыль, причем вклад улучшений в стоимость земельного участка больше нуля. Ремонт и реконструкция могут увеличить его, а изменившиеся вкусы и социально-экономическая обстановка — уменьшить.

Эффективный возраст — возраст здания, определяемый исходя из его внешнего вида. Часто эффективный возраст совпадает с хронологическим возрастом — количеством лет, прошедших со дня постройки.

Метод срока жизни часто применяется для оценки физического износа.

Задача 6.3. По мнению оценщика, эффективный возраст здания соответствует хронологическому, а экономический срок жизни — продолжительности его эксплуатации до капитального ремонта или замены согласно ВСН 58-88(р). Таким образом, срок экономической жизни строения: 70 лет, эффективный возраст: 15 лет. Определить износ строения.

Решение: $И(\%) = 15 : 70 \times 100 = 21,43(\%)$.

Ответ: износ здания равен 21,43%.

Метод сравнения продаж заключается в определении накопленного износа как разницы между восстановительной или заменяющей стоимостью нового строительства и стоимостью улучшений на дату оценки, базируется на анализе рыночных данных о продажах аналогов объекта оценки.

Отбираются недавно проданные аналоги оцениваемого объекта, затем определяется накопленный износ каждого из них в порядке, представленном на рис. 6.3.

При оценке накопленного износа методом сравнения продаж получают наиболее точные результаты, если имеется достаточное количество аналогов для сравнения. Точность увеличивается по мере использования большего числа сопоставимых объектов для анализа.

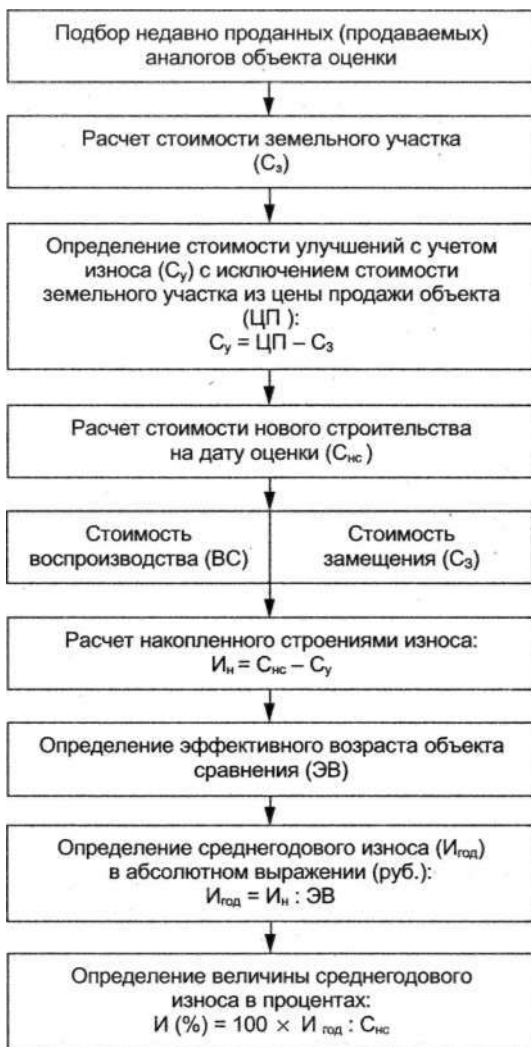


Рис. 6.3. Определение износа методом сравнения продаж

Пример 6.4. Владелец принял решение о продаже застроенного дачного участка. Стоимость воспроизводства дачного дома — 500 тыс. руб., его эффективный возраст — 11 лет, стоимость земельного участка — 60 тыс. руб. Известно также, что недавно за 600 тыс. руб. продан расположенный в том же районе аналогичный объект, эффективный возраст

строения — 10 лет, стоимость нового строительства — 650 тыс. руб. В результате проведения отдельной оценки земельного участка проданного объекта установлено, что его стоимость составляет 50 тыс. руб. Чтобы оценить предлагаемый на продажу дачный участок, рассчитаем среднегодовой износ аналога:

$$C_y = 600 - 50 = 550 \text{ тыс. руб.};$$

$$I_n = 650 - 550 = 100 \text{ тыс. руб.};$$

$$I_n (\%) = (100 : 600) \times 100 = 16,67(\%);$$

$$I_{\text{год}} = 16,67 : 10 = 1,67\%.$$

Определим стоимость объекта оценки:

$$I_n = 11 \text{ лет} \times 1,67\% = 18,37\%;$$

$$C_{\text{зн}} = 60 + 500 - (500 \times 0,1837) =$$

$$= 60 + 500 - 91,85 = 468,15 \text{ (тыс. руб.)}.$$

Стоимость объекта оценки составит округленно 470 тыс. руб.

Итак, с течением времени вследствие разнообразных причин стоимость недвижимости уменьшается, вследствие чего при оценке объекта на основе затратного подхода учитываются не только затраты на возможное новое строительство, но и накопленный строением износ.

Преимущества и недостатки затратного подхода представлены в табл. 6.5.

Таблица 6.5

Основные преимущества и недостатки затратного подхода к оценке недвижимости

Преимущества	Недостатки
<p>Иногда является единственно возможным к применению</p> <p>Наиболее надежен при оценке новых объектов, готовых для наиболее эффективного использования</p> <p>Наиболее целесообразно применение при анализе наилучшего и наиболее эффективного земельного участка, технико-экономическом анализе нового строительства, оценке общественно-государственных и специальных объектов (так как они не предназначены для получения дохода и низка вероятность</p>	<p>Значительная трудоемкость</p> <p>Попытки достижения более точного результата оценки сопровождаются быстрым ростом затрат</p> <p>Несоответствие затрат на приобретение оцениваемого объекта недвижимости затратам на новое строительство точно такого же, так как в процессе оценки из стоимости строительства вычитается накопленный строением износ</p> <p>Проблематичность оценки земельных участков в России</p> <p>Отдельная оценка земельного участка от строений с учетом принципа ННЭИ, однако разделение земли и размещенных на ней зданий и сооружений практически</p>

Преимущества	Недостатки
найти данные об аналогичных продажах) Применим для оценки в целях страхования и налогообложения Позволяет оценить объекты на малоактивных рынках	невозможно либо связано со значительными затратами Сложность определения накопленного износа (особенно старых зданий и сооружений), так как в большинстве случаев суждение о степени износа основывается на экспертном мнении оценщика и точность результатов во многом зависит от его квалификации и опыта

Наиболее точные результаты получают на основе применения затратного подхода к оценке новых объектов, готовых к использованию в соответствии с вариантом наилучшего и наиболее эффективного использования.

Б.2.3. Доходный подход к оценке недвижимости

Доходный подход к оценке недвижимости основан на определении текущей стоимости будущих доходов от сдачи недвижимости в аренду.

Оценка объектов доходным подходом осуществляется в несколько этапов, которые представлены на рис. 6.4.

Оценку недвижимости доходным подходом начинают с определения доходов от объекта: потенциального валового, действительного валового и чистого операционного.

Потенциальный валовой доход (PGI) — максимальный доход, который способен приносить объект оценки при 100%-ной загрузке площадей на основе текущих ставок и тарифов на рынке аренды без учета расходов по эксплуатации. В общем виде рассчитывается по формуле

$$PGI = S \times A \times n,$$

где S — площадь объекта оценки;

A — ежемесячная ставка аренды, тыс. руб.;

n — количество месяцев в периоде.

Изучая рынок, необходимо учитывать разницу между контрактной и рыночной арендной платой, которая должна использоваться в доходном подходе. Для этого проводят анализ договоров аренды в целях выявления условий, способных повлиять на величину арендной платы, например:

— каковы дата и срок заключения договора об аренде (могли измениться условия на рынке);

- существовала ли деловая, семейная и другая связь между владельцем и арендатором;
- предоставлялась ли арендатору возможность благоустройства арендуемого помещения в счет арендной платы;
- не было ли частичного финансирования арендатором будущего приобретения объекта.



Рис. 6.4. Основные этапы оценки недвижимости доходным подходом

Если у сравниваемых объектов имеются существенные отличия, проводят корректировку данных. Для этого следует использовать методы расчета и внесения корректировок, применяемые в сравнительном подходе, только в данном случае будет оцениваться влияние отличий не на стоимость объекта, а на величину арендной платы.

Действительный валовой доход (EGI) — потенциальный валовой доход за вычетом потерь от недоиспользования объекта оценки, неплатежей арендной платы, увеличенный на дополнительные виды доходов:

$$EGI = PGI - L + I,$$

где L — убытки из-за наличия помещений без арендаторов и безнадежных задолженностей;

I — дополнительные доходы от использования объекта.

Простой сдаваемого в аренду помещения могут быть как хроническими, так и между сменой арендаторов. Для оценки потерь от недозагрузки объекта и недосбора арендной платы анализируются данные за предшествующий продолжительный период времени об аналогах объекта оценки с типичным уровнем управления, учитывается текущая ситуация в соответствующем сегменте рынка недвижимости и тенденции ее изменения. Если нет данных о простоях, оценщик должен учесть риск возникновения подобных убытков, ведь даже планы арендатора с долгосрочной арендой могут измениться.

Затем рассчитывается *чистый операционный доход* — действительный валовой доход от объекта оценки за исключением операционных расходов:

$$NOI = EGI - OE,$$

где NOI — чистый операционный доход;

OE — операционные расходы.

Операционные расходы — расходы на поддержание воспроизводства дохода от имущества, их расчет основан на анализе фактических затрат по содержанию объекта оценки и (или) типичных затрат на данном рынке. Операционные расходы делятся на три группы:

1) *постоянные расходы* — расходы, которые практически не зависят или незначительно зависят от степени эксплуатации недвижимости (расходы на страхование объекта, оплату налога на имущество и др.);

2) *переменные расходы* — эксплуатационные расходы, которые необходимы для поддержания функциональной пригодности объекта, зависят от степени его эксплуатации, технических характеристик здания и особенностей инженерных решений (затраты на коммунальные услуги, расходы по управлению объектом, на обеспечение безопасности, содержание территории, выплаты обслуживающему персоналу и т.п.);

3) *резервы (расходы на замещение)* — расходы, связанные с объектом недвижимости, которые необходимо произвести только один раз в несколько лет, а также расходы, величина которых сильно изменяется с течением времени (расходы по замене элементов строения со сроком службы меньше срока его экономической жизни, в частности, кровли, труб, лифтов, охранной сигнализации и т.п.).

Величину чистого операционного дохода в дальнейшем преобразуют в стоимость недвижимости на дату оценки. Основные методы преобразования: прямая капитализация и дисконтирование денежных потоков.

Прямая капитализация — оценка имущества при сохранении стабильных условий его использования, постоянной величине дохода, отсутствии первоначальных инвестиций и одновременном учете возврата капитала и дохода на капитал. Основные условия применения: период поступления дохода стремится к бесконечности, величина дохода постоянна, не учитываются первоначальные инвестиции. Расчеты проводятся по формуле

$$PV = \frac{NOI}{R},$$

где PV — текущая стоимость недвижимости;

NOI — ожидаемый чистый операционный доход за первый после даты оценки год;

R — общая ставка капитализации.

В качестве NOI может использоваться нормализованный чистый операционный доход за один год, получаемый путем усреднения дохода за несколько лет.

Ставка капитализации (R) отражает риски, которым подвергаются средства, вкладываемые в актив. Основным методом расчета ставки капитализации — *метод сравнения продаж*. В этом случае сначала рассчитывают ставку капитализации по каждому из выбранных проданных аналогов объекта оценки (R_i);

$$R_i = \frac{NOI}{SP},$$

где NOI — ожидаемый чистый операционный доход аналога за первый после даты оценки год;

SP — цена продажи аналога.

Затем с учетом методов математической статистики, весового коэффициента, отражающего степень схожести каждой из продаж на объект оценки, *выбирается ставка капитализации для объекта оценки* (R_o):

$$R_o = \sum_{i=1}^n x_i R_i.$$

Элементы метода прямой капитализации используют в методе остатка.

Метод остатка применяется в случаях, когда известна стоимость одной составляющей объекта оценки. Различают методы остатка для земли и зданий, собственного и заемного капитала.

Последовательность применения метода остатка:

- 1) расчет части годового дохода, которая приходится на составляющую с известной стоимостью;
- 2) расчет части годового дохода, которая приходится на составляющую с неизвестной стоимостью;
- 3) расчет стоимости неизвестной компоненты;
- 4) определение стоимости собственности сложением стоимостей ее составляющих.

Рассмотрим метод остатка для зданий, когда известна стоимость земельного участка. Расчеты будут выполняться по следующим формулам:

$$I_L = V_L \times R_L,$$

где I_L — годовой доход, относимый к земле;

V_L — стоимость земли;

R_L — ставка капитализации для земли.

$$I_b = I_o - I_L,$$

где I_b — годовой доход, приходящийся на здание;

I_o — общий годовой доход, приносимый собственностью.

$$V_b = \frac{I_b}{R_b},$$

где V_b — стоимость здания;

R_b — ставка капитализации для здания.

$$V = V_L + V_b,$$

где V — стоимость собственности.

Аналогично применяются:

- метод остатка для земли (когда стоимость здания можно определить достаточно точно);
- метод остатка для собственного капитала (если возможно определить срок ипотечного кредита и размер годового платежа по обслуживанию долга);
- метод остатка для заемного капитала (когда известна стоимость собственного капитала).

Если невозможно рассчитать чистый операционный доход, стоимость объекта оценки определяют с применением валового рентного множителя:

$$V = I \times RM.$$

Валовой рентный множитель (RM) — среднестатистическое отношение рыночной цены к потенциальному или действительному валовому доходу (I) определенного вида имущества.

Если доходы от объекта изменяются и неравномерно поступают (объект на стадии строительства или реконструкции, условия рынка нестабильны, структура доходов и расходов неравномерна), применяют метод дисконтирования денежных потоков. Тогда стоимость недвижимости (V) определяется как сумма текущих стоимостей будущих доходов путем отдельного дисконтирования каждого из периодических потоков дохода и реверсии:

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

где NOI_i — ожидаемый чистый операционный доход /-то аналога за первый после даты оценки год;

FV — цена перепродажи объекта в конце периода владения (реверсия);

DR — ставка дисконтирования;

n — период владения.

Выбор ставки дисконтирования основан на анализе доступных альтернативных вариантов инвестирования с сопоставимым уровнем риска (альтернативная стоимость капитала). Перечислим наиболее популярные методы определения ставки дисконтирования в оценке недвижимости:

- метод суммирования;
- метод рыночного анализа;
- метод инвестиционной группы.

Метод суммирования (кумулятивный метод) предполагает учет каждой из составляющих ставки дисконтирования: безрисковой ставки, степени риска данного направления инвестирования, ликвидности объекта инвестиционных вложений и уровня инвестиционного менеджмента (качество управления).

Риск ликвидности связан с невозможностью быстрой продажи объекта. Недвижимость обладает меньшей ликвидностью, чем другие товары. Основные причины низкой ликвидности: рынок недвижимости локален, что сокращает возможное количество сделок; сделки с недвижимостью требуют привлечения значительных финансовых ресурсов; соотношение спроса и предложения на различные типы недвижимости существенно варьируется.

Риск качества управления объектом связан с процессом управления инвестициями в недвижимость, направленными на сохранение вложенного капитала и получение требуемого дохода на капитал (принятие решений относительно направления инвестирования, объема и источников капиталовложений, необходимости развития и реконструкции объекта).

Пример 6.5. Расчет ставки дисконтирования методом суммирования.

Составляющие ставки дисконтирования	Значение, %
Безрисковая ставка	10
Поправки на риск: вложения в недвижимость	5
ликвидности	6
инвестиционного менеджмента	5
Итого ставка дисконтирования	26

Метод рыночного анализа основан на анализе рыночных данных, мнения и предпочтения инвесторов учитываются посредством опроса или анализа реальных сделок.

Метод инвестиционной группы (объединения инвестиций) заключается в соотношении ставки процента и ставки дохода с долей заемных и собственных средств, вкладываемых в процессе финансирования проектов по приобретению и развитию объекта:

$$DR_o = mDR_m + (1 - m) \times DR_e,$$

где DR_o — общая ставка дисконтирования;

DR_m — ставка дисконтирования для заемных средств;

DR_e — ставка дисконтирования для собственных средств.

Пример 6.6. Нужно определить ставку дисконтирования, если в процессе финансирования инвестиционного проекта по развитию недвижимости 60% вложений составляют заемные средства, полученные у заемщика под 20% годовых. При этом инвестор рассчитывает получить 25% прибыли на собственные средства.

**Расчет ставки дисконтирования
методом инвестиционной группы**

Показатель	Доля средств в объеме капиталовложений	Требуемая норма дохода	Взвешенное значение
Заемные средства	0,60	0,20	0,12
Собственные средства	0,40	0,25	0,10
Итого ставка дисконтирования	0,22		

Ставка дисконтирования составляет 22%.

Доходы, которые предполагается получить за пределами горизонта планирования, учитываются как поступления от перепродажи объекта (реверсии) в последнем году периода планирования. Основные способы прогнозирования денежного потока от реверсии:

1) назначение будущей цены продажи на основе предположений об изменении стоимости объекта за период владения, изменении за этот период состояния рынка недвижимости вообще и рынка подобных объектов в частности;

2) капитализация дохода за год, следующий за годом окончания периода прогнозирования:

$$FV = \frac{NOI_{(n+1)}}{R},$$

где $NOI_{(n+1)}$ — ожидаемый чистый операционный доход от объекта оценки за один год после окончания периода прогнозирования;

R — ставка капитализации для реверсии.

Ставка капитализации для реверсии обычно определяется по расчетным моделям, которые основаны на анализе изменяющихся потоков дохода с применением общей ставки капитализации.

Расчетные модели, используемые в оценочной практике:

- модель возмещения равными долями;
- модель бесконечного потока дохода;
- метод Инвуда и др.

Модель возмещения равными долями основана на возмещении капиталовложений ежегодно равными долями в течение срока службы недвижимости. Ставка капитализации определяется суммированием ставок дисконтирования и возмещения. *Ставка возмещения* применяется только к доле капиталовложений, которая будет израсходована в течение инвестиционного периода (для земельных участков не учитывается, так как земля не расходуется). Ставка возмещения необходима для определения суммы, которую требуется ежегодно получать для окупаемости капиталовложений в течение периода владения.

Расчеты проводят по формуле

$$R = DR + 1 : N,$$

где N — оставшийся срок службы объекта оценки.

Применение этой модели оправдано для недвижимости со значительным износом, а также если ожидается устойчивое сокращение чистого операционного дохода по другим причинам.

Пример 6.7. Остаточный срок службы здания — 25 лет, ставка дисконтирования — 20%, нужно определить ставку капитализации для реверсии.

1. Найдем ставку возмещения: $1 : 25 = 0,04$;

2. Рассчитаем ставку капитализации для реверсии:

$$L = 20 + 4 = 24(\%).$$

Ставка капитализации для реверсии равна 24%. В течение оставшихся 25 лет срока службы недвижимости ежегодная сумма возмещения капитала должна составлять 4% от стоимости имущества.

Модель бесконечного потока дохода применяется в двух случаях:

1) имеется бесконечный поток дохода;

2) поток дохода конечен, но цена продажи объекта равна первоначальной инвестиции.

Таким образом, если стоимость актива не изменяется, доход можно капитализировать по ставке капитализации, равной ставке дисконтирования:

$$R = DR.$$

Если в конце инвестиционного проекта стоимость недвижимости полностью или частично обесценивается, возврат начального капитала может быть осуществлен за счет потока доходов.

Метод Инвуда предполагает возврат капитала из фонда возмещения по норме прибыли для инвестиций, т.е. норма возврата основной суммы равна ставке доходности инвестиций. Фактор фонда возмещения позволяет сформировать денежный поток, который соответствует полному возврату первоначальных инвестиций за n периодов.

Базовая формула расчета общей ставки капитализации, если актив полностью обесценивается:

$$R = DR + SFF = DR + \frac{DR}{(1 + DR)^n - 1}.$$

Особенность метода Инвуда — формирование фонда возмещения осуществляется по норме прибыли на инвестиции.

В целом, доходный подход точнее, чем сравнительный и затратный, отражает представление инвестора о недвижимости как источнике получения дохода. Результаты, получаемые на основе этого подхода, наиболее значимы при оценке объектов, приносящих доход: офисных и складских помещений, торговых площадей, производственных зданий и гостиниц.

6.2.4. Особенности оценки земельных участков

Оценка земельных участков применима не только к пустующим, незастроенным землям. Типичный объект недвижимости состоит из земельного участка и построек и существует необходимость в определении стоимости земельного участка отдельно от имеющихся на нем строений, что вызвано следующими причинами:

- различается налогообложение земли и строений (налог на имущество и земельный налог);
- требуется раздельная оценка земельного участка и строений при применении затратного подхода к оценке недвижимости;
- принято решение о сносе имеющихся строений в целях наилучшего и наиболее эффективного использования земельного участка.

В России не всегда земля находится в собственности владельца строений, поэтому вместо стоимости земельного участка зачастую определяют стоимость прав его аренды.

Стоимость права аренды имущества — единовременная плата за право пользования и распоряжения имуществом по договору аренды.

Оценка прав аренды применяется при определении цены продажи права аренды земельного участка, при определении стоимости объекта, частью которого является арендуемый земельный участок, и при оценке ущерба от расторжения договора аренды.

Введение Земельного кодекса РФ направлено на развитие рынка земли. Оценка земель должна проводиться с учетом наиболее эффективного использования, которое обеспечит наибольшую остаточную стоимость земли.

Основными физическими характеристиками земельного участка, которые необходимо отразить в отчете об оценке, являются:

- площадь и форма: описание размеров и формы участка, границы по дороге, улице или реке, ширина, глубина и любые преимущества и недостатки, вызванные физическими характеристиками;
- излишки земли: наличие площадей земли, излишних для обслуживания существующих строений и имеющих (или не имеющих) перспективу их последующего эффективного использования;
- топография: информация о пейзаже, состоянии почвы, дренаже и др.;

- улучшения на земельном участке (садово-парковая архитектура, изгороди и стены, водосточные каналы, дороги, внутренние дорожки, характеристики канализационной системы, водопроводных колодцев, доступ к сочленениям коммуникаций и возможность использования существующих элементов инфраструктуры в будущем и др.);
- местоположение: описание ближайшего окружения земельного участка, включая характеристику имеющихся шоссе, подъездных путей, остановок общественного транспорта, перспективность местоположения;
- характеристика окружающей среды с учетом негативного влияния: повышенная солнечная активность, ограничивающий землепользование уровень осадков, уровень загрязнения и др.

При анализе наилучшего использования земельного участка учитывается физическая пригодность участка (оценка перспектив создания строений, размер, топография, качество фунта, климат, инженерно-геологические и гидрогеологические характеристики участка, существующее зонирование, экологические параметры, форма участка и др.), соответствие варианта использования действующему законодательству выявляется в результате анализа строительных, экологических нормативов, зонирования, ограничений этажности, наличия временных запретов на строительство в данном месте, сложности строительства в районе исторической городской застройки, возможного изменения нормативных актов.

В рыночных условиях при наличии необходимой информации целесообразно применять методы, основанные на анализе рыночных данных. Основные методы рыночной оценки земельных участков:

- сравнительного анализа продаж;
- капитализации земельной ренты;
- соотнесения;
- извлечения;
- остатка;
- разбивки на участки.

Рассмотрим эти методы подробнее.

Метод сравнительного анализа продаж позволяет определить конкретную цену земельного участка путем внесения процентных поправок к продажной цене аналогов.

Общепринятые элементы сравнения для земельных участков:

- права собственности;
- условия финансирования;
- особые условия продажи;

- рыночные условия (изменяются во времени);
- месторасположение (расстояние от города и дорог, характеристика окружения);
- условия зонирования;
- физические характеристики (размер, форма и глубина участка, угловое расположение, тип почв, рельеф);
- доступные коммунальные услуги;
- экономические характеристики;
- наилучшее и наиболее эффективное использование.

Особую категорию представляют собой городские земли, на их ценность влияют величина города и его производственно-хозяйственный потенциал, уровень развития инженерной и социальной инфраструктуры, региональные природные, экологические и другие факторы.

Метод дает достаточно точные результаты только на развитом информационно открытом конкурентном рынке.

Пример 6.8. Требуется определить стоимость земельного участка, расположенного в районе «А», если земельные участки в районе «А» дешевле, чем в районе «С», на 10% и дороже, чем в районе «Д», на 15%.

Данные о недавних продажах аналогичных участков:

№ продажи	Цена продажи, тыс. руб.	Характеристики относительно объекта оценки		Район
		доступность коммунальных услуг	форма	
1	120	Хуже на 20%	Аналогичная	А
2	100	Аналогичная	Хуже на 30%	Д
3	170	Аналогичная	Аналогичная	С

Рассчитаем скорректированные цены продаж аналогичных земельных участков, используя метод мультипликативных процентных отклонений.

№ продажи	Цена продажи, тыс. руб.	Корректировки в долях			Скорректированная цена продажи, тыс. руб.
		доступность коммунальных услуг	форма	район	
1	40	1,20	1,00	1,00	144,00
2	55	1,00	1,30	1,15	149,50
3	65	1,00	1,00	0,90	153,00

Ответ: стоимость оцениваемого земельного участка составит округленно 150 тыс. руб.

Метод капитализации земельной ренты основан на определении стоимости земельных участков капитализацией арендной платы.

Как регулярный поток дохода земельная арендная плата может капитализироваться в стоимость делением на коэффициент капитализации для земли, определяемый по результатам анализа рынка, по формуле

$$V_L = \frac{I_L}{R_L},$$

где V_L — стоимость земельного участка;

I_L — доход от владения землей;

R_L — ставка капитализации для земли.

Основные факторы, влияющие на величину арендной ставки земельного участка: характеристики местоположения, размер, форма, окружающий тип землепользования, транспортная доступность, инженерное оборудование.

Метод соотношения (соотношения, распределения) — определение составляющей стоимости земельного участка на основании известного соотношения стоимости земли и улучшений в имущественном комплексе. Предполагается, что для каждого типа недвижимости существует нормальное соотношение между стоимостью земли и построек. Наиболее достоверно это соотношение для новых построек, они близки к варианту лучшего и наиболее эффективного использования. Чем больше возраст зданий, тем больше величина отношения стоимости земли к общей стоимости собственности.

Применение метода оправдано в условиях недостаточности информации о продажах земельных участков, получаемые значения считаются ориентировочными.

Пример 6.9. Требуется определить стоимость земельного участка, если недавно продан аналог — личный участок с постройками за 1250 тыс. руб.

Сначала рассчитаем долю стоимости строений в ценах других известных нам продаж.

№ продажи	Цена продажи земельного участка с постройками, тыс. руб.	Стоимость построек, тыс. руб.	Доля улучшений а стоимости объекта
1	1 200	900	0,9 : 1,2 = 0,75
2	900	650	0,65 : 0,9 = 0,72
3	1 100	800	0,8 : 1,1 = 0,73
Итого типичная для рынка доля строений в стоимости объекта		0,73	
Итого типичная доля земельного участка в стоимости объекта		1,00 - 0,73 = 0,27	

$$1250 \times 0,27 = 337,5 \text{ тыс. руб.}$$

Ответ: можно предположить, что стоимость земельного участка составляет 337,5 тыс. руб.

Метод извлечения (выделения) применяется, когда стоимость строений в общей цене участка невелика в сравнении со сложившейся практикой и с максимально возможными улучшениями. В этом случае цена строения рассчитывается отдельно и вычитается из общей цены продажи недвижимости для получения цены продажи земли. Метод рекомендуется для оценки загородных участков, где доля улучшений мала и достаточно легко определяется.

Метод является наиболее эффективным в условиях пассивного рынка. Стоимость земельного участка определяется по формуле

$$C_z = C - C_y,$$

где C_z — стоимость земельного участка;

C — стоимость объекта недвижимости в целом;

C_y — стоимость улучшений.

Метод остатка для земли основан на технике инвестиционной группы для физических составляющих. Метод применяется, если на участке земли выполнены максимально возможные улучшения. Стоимость земли определяют в результате капитализации части дохода, относящегося к земле.

Основные этапы метода остатка для земли:

1) определяется чистый операционный доход от всей собственности на основе рыночной ренты и предполагаемых операционных расходов;

2) определяется чистый операционный доход, относящийся к строению (зданию);

3) чистый операционный доход, относимый к земельному участку, капитализируется в показатель стоимости через норму капитализации для земли.

Пример 6.10. Требуется определить стоимость земельного участка, наилучшим и наиболее эффективным способом использования которого, по мнению оценщика, является строительство складского помещения.

С учетом площади под застройку и укрупненных показателей восстановительной стоимости зданий, оценщик определил, что затраты на строительство типового складского помещения составят 1,1 млн руб. Прогнозируемый чистый операционный доход от объекта составляет 310 тыс. руб. в год. Анализ рыночных данных показал, что ставка капитализации для зданий такого типа составляет 25%, для земли - 18%.

Чистый операционный доход от здания составит:

$$1100 \times 0,25 = 275 \text{ (тыс. руб.)}$$

Тогда чистый операционный доход от земли составит:

$$310 - 275 = 35 \text{ (тыс. руб.)}$$

Стоимость земельного участка:

$$35 : 0,18 = 195 \text{ (тыс. руб.)}$$

Метод разбивки на участки (подход с точки зрения развития — *subdivision development*) используется при оценке земли, пригодной для деления на индивидуальные участки. Состоит из следующих этапов:

- определение размеров и количества индивидуальных участков;
- расчет стоимости освоенных участков с помощью метода сравнения сопоставимых продаж;
- расчет затрат и графика освоения, предполагаемого периода продажи и разумной предпринимательской прибыли;
- вычет всех затрат на освоение и предпринимательской прибыли из предполагаемой суммарной цены продажи участков для определения чистой выручки от продажи недвижимости после завершения освоения и продажи индивидуальных участков;
- выбор ставки дисконта, отражающей риск, связанный с периодом предполагаемого освоения и продажи.

Затраты на освоение земельного массива обычно включают:

- расходы на разбивку, расчистку и планировку участков;
- расходы по устройству дорог, тротуаров, инженерных сетей, дренажа;
- налоги, страховку, гонорары ИТР;
- расходы на маркетинг.

Учитывая существенную разницу в стоимостных показателях для участков, расположенных по фронту улично-дорожной сети города и на внутриквартальных территориях, эти участки подлежат обязательному разделению при оценке. Реализация принципа наиболее эффективного использования происходит в условиях конкуренции за пользование недвижимостью между различными функциональными сегментами рынка с учетом реальных ограничений объемов спроса и возможной многофункциональности территории, в результате чего на каждом участке образуется набор землепользователей.

6.3. Оценка нематериальных активов

Понятие нематериальных активов, применяемое в российском бухгалтерском учете, установлено ПБУ 14/2000 «Учет нематериальных активов», согласно которому это:

1) объекты интеллектуальной собственности:

- исключительное право патентообладателя на изобретение, промышленный образец, полезная модель,
- исключительное авторское право на программы для ЭВМ, базы данных,
- имущественное право автора или иного правообладателя на топологии интегральных микросхем,
- исключительное право владельца на товарный знак и знак обслуживания, наименование места происхождения товаров,
- исключительное право патентообладателя на селекционные достижения;

2) деловая репутация организации — разность между ценой покупки предприятия как единого имущественно-хозяйственного комплекса и стоимостью его чистых активов;

3) организационные расходы — расходы, связанные с образованием юридического лица, признанные в соответствии с учредительными документами частью вклада учредителей в уставный капитал организации:

- затраты по созданию пакета учредительных документов и расчетов по обоснованию направлений его деятельности,
- гонорары юристам за составление учредительных документов, услуги по регистрации фирмы,
- расходы по оплате услуг посреднических и консультационных фирм,
- оплата сборов и пошлин в размере, признанном в соответствии с учредительными документами.

Могут быть оценены следующие нематериальные активы: гудвилл, клиентура, обученный персонал, торговая марка, патенты, собственные технологии и т.п.

Обратите внимание, что в бухгалтерском учете трудовые навыки персонала не относятся к НМА и не оцениваются.

Гудвилл — это способность предприятия эффективно функционировать и привлекать клиентов. За счет наличия гудвилла покупатель готов заплатить за предприятие сверх рыночной стоимости его материальных активов.

Гудвилл представляет собой совокупность элементов бизнеса или персональных качеств руководителя (ведущего специалиста), которые стимулируют клиентов продолжать пользоваться услугами данного предприятия или данного лица и которые приносят фирме избыточную прибыль, превышающую разумный доход на другие активы предприятия.

Гудвилл всегда неразрывно связан с предприятием или с определенным физическим лицом и не может быть продан отдельно от них, хотя оценить его можно. Обычно дополнительная прибыль получается в результате влияния двух элементов: особенностей предприятия и персональных качеств руководителя (например, для оценочных и аудиторских фирм) или ведущего специалиста (особенно для медицинских фирм).

Основным методом оценки избыточной прибыли, являющейся ключевым фактором стоимости гудвилла, является метод избыточного дохода.

Метод избыточного дохода. С учетом степени риска аналогичных инвестиций анализируется рыночный уровень дохода на имеющиеся у предприятия материальные и нематериальные активы (исключая гудвилл). Если избыточная прибыль есть, значит, у предприятия есть гудвилл. Если избыточной прибыли нет, то гудвилл отсутствует. Однако следует учесть, что фирма может не иметь гудвилла, несмотря на наличие избыточной прибыли, потому что круг клиентов ограничен одним-двумя заказчиками, которые могут отказаться от услуг фирмы.

Итак, гудвилл — это совокупность активов предприятия, определяющих его имидж и способствующих получению избыточного уровня прибыли по сравнению с типичным для отрасли.

Основные этапы оценки:

- 1) определение стоимости чистых материальных активов;
- 2) нормализация фактически полученной компанией прибыли;
- 3) расчет прибыли, получаемой за счет использования материальных активов (умножение среднеотраслевой ставки рентабельности материальных активов на их стоимость);
- 4) определение величины избыточной прибыли как разницы между нормализованной прибылью, полученной за счет материальных активов;
- 5) капитализация избыточной прибыли;
- 6) определение полной стоимости бизнеса как суммы стоимости чистых активов и надбавки, полученной методом капитализации избыточной прибыли.

Для целей оценки нематериальных активов, отличных от гудвилла и имеющих рыночную стоимость, выделяют различные права, льготы, массивы информации и ноу-хау, которые могут быть идентифицированы и отдельно оценены.

6.4. Пример оценки недвижимого имущества предприятия

Определим рыночную стоимость недвижимого имущества, принадлежащего ЗАО «XXX». Описание объекта оценки представлено в табл. 6.6.

Таблица 6.6

Описание объекта оценки

Показатель	Объект
Наименование объекта	Склад
Тип объекта оценки	Отдельный материальный объект
Состав оцениваемого объекта	Земельный участок площадью 0,62 га Здание — склад
Балансовая стоимость объекта оценки на 01.01.2005	Данные не были предоставлены
Собственник объекта оценки	ЗАО «XXX»
Цель оценки	Определение рыночной стоимости для учета объекта в составе активов предприятия
Ценность в качестве исторического, культурного и архитектурного объекта	Не выявлена
Опасности, вызванные окружающей средой	Отсутствуют

Оценка проводится для права собственности на оцениваемые помещения и права аренды земельного участка.

В целях оценки устанавливаются следующие допущения и ограничения:

1) оцениваемые права собственности рассматривались свободными от каких либо претензий или ограничений, кроме оговоренных в отчете;

2) при проведении оценки предполагалось отсутствие каких-либо скрытых факторов, влияющих на стоимость оцениваемого имущества, и на оценщике не лежит ответственность по обнаружению (или в случае обнаружения) подобных факторов;

3) при проведении оценки предполагалось, что объект недвижимости соответствует всем санитарным и экологическим нормам, соблюдены все правила и нормы противопожарной безопасности, охраны помещений и ценностей, безопасности проведения работ и иные аналогичные нормы;

4) оценщик не производил обмер земельного участка, зданий и сооружений, полагаясь на верность исходной информации, предоставленной заказчиком;

5) мнение оценщика относительно стоимости действительно только на дату оценки. Оценщик не несет ответственности за изменение социальных, экономических, физических факторов и изменения местного или федерального законодательства, которые могли произойти после даты оценки и повлиять на рыночную стоимость и доходность оцениваемого объекта.

Описание земельного участка, на котором расположено здание склада, приведено в табл. 6.7.

Таблица 6.7

Описание земельного участка

Параметр	Характеристика	
Местоположение участка	г. Н-ск, Ленинский район, между ул. А и пр. В, ул. С и ул. Д	
Кадастровый номер участка	0123465	
Форма участка	Сложная	
Площадь участка, м ²	625	
Рельеф участка	Ровный	
Водные ресурсы	Нет информации	
Экологическое состояние	Удовлетворительное	
Оцениваемые улучшения участка	Здания ЗАО «XXX»:	
	инв. номер	наименование
	116	склад шиферный
Описание окружения	Со стороны пр. В, ул. А и ул. Д расположена жилая и административная застройка, со стороны ул. С — промышленные предприятия	
Окружающий тип землепользования	Административная и жилая застройка	

Параметр	Характеристика
Транспортная доступность	По ул. А и ул. С
Инженерные сети и коммуникации	Водоснабжение, канализация, теплоснабжение, электроснабжение
Разрешенное использование	Эксплуатация зданий и сооружений, находящихся на участке
Имущественные права	Оценщику был представлен договор о предоставлении земельного участка в пользование на условиях аренды, заключенный между мэрией г. Н-ска и ЗАО «XXX» на основании постановления мэрии от ... г. № ...

Описание здания склада приведено в табл. 6.8.

Таблица 6.8

Общие сведения об улучшениях

Параметр	Характеристика		
	инв. номер	наименование строения	общая площадь
Здания и сооружения, входящие в состав объекта оценки	116	склад	411,5
	Обслуживающего назначения		
Текущее использование зданий	Обслуживающего назначения		
Собственник	ЗАО «XXX»		
Адрес собственника	630014, г. Н-ск		
Описание прав собственности	Согласно справке № 104-с от 12.10.1999, выданной Комитетом по управлению государственным имуществом администрации Н-ской области (далее КУГИ) следующее имущество, расположенное по адресу: г. Н-ск, ул. ...15, включено в уставный капитал ЗАО «XXX» и является его собственностью:		
	инв. номер	Наименование строения	
	116	Склад	
Физические характеристики	Общая площадь складского помещения составляет 411,5 м ² при длине здания 22,1 м и ширине 18,62 м. Здание склада имеет кирпичные стены толщиной около 90 см, за счет которых полезная площадь составляет 370 м ² . Высота помещений составляет 6,0 м. Строительный объем по данным технического паспорта равен 2500 м ³		
Хронологический возраст	30 лет		

Анализ рынка недвижимости Н-ска. Высокая транспортная доступность и наличие городской инфраструктуры позволяют говорить о высоком потенциале дальнейшего развития рынка недвижимости Н-ска, однако на сегодняшний день эффективность функционирования этого рынка ниже, чем в ряде других регионов.

В России и, в частности, в Н-ске, в настоящее время отсутствует эффективный механизм кредитования приобретения недвижимости. Это вынуждает предприятия приобретать недвижимость за счет собственных средств, что может подорвать их экономическое положение и, в свою очередь, ограничивает спрос на недвижимость. Однако финансирование недвижимости большей частью за счет собственных средств позволяет покупателю снизить риск приобретения недвижимости.

Активность в операциях с недвижимостью производственного назначения невысока: предложение не эластично, новое строительство имеет тенденцию к сокращению. Слабая активность на местном рынке недвижимости обусловлена также отсутствием благоприятных перспектив роста доходов населения и хозяйствующих субъектов.

Ситуация рынка аренды по области довольно пассивная, в Н-ске положение более стабильно, наблюдается дефицит полностью готовых к аренде помещений.

Анализ наилучшего и наиболее эффективного использования объекта оценки проводится в два этапа:

1) *анализ земельного участка как свободного.* Оцениваемый объект с соответствующей ему инфраструктурой находится в части города, которая относится к промышленной зоне. Ее окружают в основном административные, промышленные предприятия. В ста метрах от объекта проходят две крупные автомагистрали города, которые открыты для любого вида транспорта. Вдоль территории объекта проходят железнодорожные пути общего пользования. Земельный участок, на котором расположен оцениваемый объект, имеет прямоугольную форму, на данную территорию имеется отдельный въезд как автомобильного, так и железнодорожного транспорта. Поэтому его оптимальное использование — под административную или промышленную застройку;

2) *анализ земельного участка с имеющимися улучшениями.* Для определения наиболее эффективного использования необходимо провести анализ объекта в соответствии с ограничениями:

- *максимальная эффективность*: местоположение, транспортная доступность и застроенность окружения зданий, по мнению оценщика, являются благоприятными для использования помещения в качестве складского;
- *финансовая обоснованность*: по мнению оценщика, при сдаче объекта в аренду в качестве складского владельцем может быть получен доход, обеспечивающий возврат капитала и доход на капитал;
- *физическая осуществимость*: планировки типовые, размер, характеристики и расположение объекта предполагают использование помещений в качестве складских;
- *соответствие законодательству*: в настоящее время текущие улучшения не нарушают никаких имеющихся законодательных ограничений.

Вывод по анализу: исходя из перечисленных критериев и принимая во внимание место расположения объекта, конструктивную схему, объем выполненных работ на дату оценки, можно сделать вывод, что оптимальное использование оцениваемого здания достигается при эксплуатации его только как здания складского назначения.

Определение стоимости земли. На дату оценки рынок продаж земельных участков в Н-ске развит слабо, земельный участок принадлежит заказчику на правах аренды, поэтому в целях оценки учитывается стоимость права аренды земельного участка. Для этого определим затраты на отвод земельного участка под строительство. Эта сумма для объекта оценки составляет 350 тыс. руб.

Определение стоимости улучшений. В современной практике оценки используются три основных подхода к оценке недвижимости: затратный, сравнительный, доходный.

Расчет стоимости объекта с использованием затратного подхода. Стоимость объекта ($C_{зн}$) определяется по формуле: $C_{зн} = C_3 + C_v$. В общем случае она имеет следующий вид:

$$C_{зн} = C_3 + \text{ПИ} + \text{КИ} + \text{ПП} - \text{И}_{н},$$

- где C_3 — стоимость земельного участка (градостроительный сбор)
 ПИ — прямые издержки (стоимость непосредственно строительства);
 КИ — косвенные издержки (предстроительные расходы, налоги и т.д.);
 ПП — прибыль предпринимателя;
 $\text{И}_{н}$ — накопленный износ.

Прямые издержки на дату оценки составляют 939 158 руб.

Необходимо учитывать расходы, которые инвестор понесет перед началом строительства (согласование разного рода технических условий и оплата за тепло и электроэнергию). Назовем их предстроительными расходами.

В Н-ске стоимость 1 гкал = 862,3 тыс. руб., а 1 кВт — 3,174 тыс. руб. Для оцениваемого объекта запроектированы следующие мощности:

- общее количество тепла на объект — 0,05 гкал;
- расчетная мощность по электроэнергии — 20 кВт.

Тогда выкуп мощностей составит:

- по теплу - 43 115 руб. (0,05 x 862 300);
- по электроэнергии — 63 480 руб. (20 x 3174).

Итого 106 595 руб. (43 115 + 63 480).

Рассчитаем прибыль предпринимателя.

Отвод земельного участка, строительство на нем зданий и сдача их в эксплуатацию с оформлением праворегистрирующей документации — все это услуги девелопера. На основании проведенного анализа доходности бизнеса девелоперов на рынке Н-ска прибыль инвестора может составить около 20% к общим строительным затратам. Этот доход отражает вознаграждение, которое требует типичный инвестор за риск, связанный с реализацией аналогичного инвестиционного проекта по строительству объекта, аналогичного оцениваемому.

Итак, прибыль предпринимателя (ПП) составит:

$$ПП = 20\% \times (939\ 158 + 106\ 595) = 209\ 150 \text{ (руб.)}$$

Расчет полной восстановительной стоимости объекта оценки приведен в табл. 6.9.

Таблица 6.9

**Расчет полной восстановительной стоимости
объекта оценки**

Параметр	Величина, руб.
Градостроительный сбор	350 000
Стоимость строительства в ценах на дату оценки с учетом НДС	939 158
Оплата за мощности	106 595
Прибыль инвестора	209 150
Полная восстановительная стоимость на дату оценки	1 604 903

Таким образом, строительство аналога объекта оценки в адекватных условиях обойдется в сумму 1 604 903 руб. (стоимость земли — 350 000 руб., стоимость построек (оцениваемой части) — 1 254 903 руб.).

Определим накопленный износ.

В общем случае износ определяется по формуле

$$И = 1 - (1 - И_{\text{физ}}) + (1 - И_{\text{фун}}) + (1 - И_{\text{внеш}}).$$

Различают три типа износа:

- 1) физический износ ($И_{\text{физ}}$);
- 2) функциональный износ ($И_{\text{фун}}$);
- 3) внешний износ ($И_{\text{внеш}}$).

Способом устранения физического износа являются ремонтно-восстановительные работы, а для функционального устаревания — реконструкция.

Физический износ. Для расчета физического износа объекта классификация признаков износа была взята во ВСН 53-86(р) «Правила оценки физического износа жилых зданий». Удельные веса укрупненных конструкций элементов взяты из соответствующих сборников укрупненных показателей восстановительной стоимости. Расчет физического износа склада приведен в табл. 6.10.

Таблица 6.10
Расчет физического износа склада

Элемент здания	Удельный вес элемента, %	Количество участков с разным износом, шт.	Расчет удельного веса элемента, %	Физический износ, %	Средневзвешенное значение физического износа, %
Фундаменты	10		10	23	2,3
Стены и перегородки	21		21	24	5,04
Покрытия	24		24	27	6,5
Полы	9	2	3/6	34/26	1,02/1,56
Кровля	4		4	40	1,6
Проемы	8		8	40	3,2
Отделка внутренняя	4		4	45	1,8
Разные работы	2		2	24	0,48

Элемент здания	Удельный вес элемента, %	Количество участков с разным износом, шт.	Расчет удельного веса элемента, %	Физический износ, %	Средневзвешенное значение физического износа, %
Санитарно-технические устройства	12	1	12	40	4,8
Электроосвещение	6	1	6	35	2,1
Итого	—	—	—	—	30,4
Коэффициент перехода от физического износа к его стоимостному значению	1,25				
Итого физический износ здания, руб.	476 857				

Функциональный износ. Осмотр складских помещений в других районах города выявил, что планировка и дизайн объекта являются типовыми, поэтому функциональный износ отсутствует.

Внешний износ. Учитывая то, что объект оценки находится в промышленной зоне, и это соответствует наиболее эффективно его использованию как складского комплекса, можно сказать, что внешний износ отсутствует.

Таким образом, по состоянию на дату оценки износ складского помещения составляет 476 857 руб. Тогда стоимость объекта оценки составляет:

$$350\,000 + 1\,254\,903 - 476\,857 = 1\,128\,046 \text{ (руб.)}$$

Определенная затратным подходом стоимость объекта оценки на 2 ноября 2005 г. округленно составила 1 128 000 руб.

Расчет стоимости объекта посредством сравнительного подхода. Сначала подбирается информация о недавних продажах подобных объектов. Результаты их сравнения с объектом оценки представлены в табл. 6.11.

Таблица 6.11

Данные о сопоставимых продажах складских помещений

Характеристика объекта	Объект оценки	Аналог № 1	Аналог № 2	Аналог № 3	Аналог № 4
Цена продажи, приведенная по времени, тью. руб.		755	600	728	551
Условия финансирования	Собственные средства	Собственные средства	Собственные средства	Собственные средства	Собственные средства

Характеристика объекта	Объект оценки	Аналог № 1	Аналог № 2	Аналог № 3	Аналог № 4
<i>Корректировка</i>	—	1,00	1,00	1,00	1,00
Скорректированная цена, тыс. руб.	—	755	600	728	551
Условия продажи (чистота сделки)	Продажа на открытом рынке	Продажа на открытом рынке	Продажа на открытом рынке	Продажа на открытом рынке	Продажа на открытом рынке
<i>Корректировка</i>	—	1,00	1,00	1,00	1,00
Скорректированная цена, тыс. руб.	—	755	600	728	551
Местоположение	Район «А»	Район «А»	Район «А»	Район «А»	Район «В»
<i>Корректировка</i>	—	1,00	1,00	1,00	1,10
Скорректированная цена, тыс. руб.	—	755	600	728	606
Состояние объекта	Хорошее	Хорошее	Хорошее	Отличное	Хорошее
<i>Корректировка</i>	—	1,00	1,00	0,90	1,00
Скорректированная цена, тыс. руб.	—	755	600	655	606
Наличие парковки	Нет	Есть	Нет	Нет	Нет
<i>Корректировка</i>	—	0,90	1,00	1,00	1,00
Скорректированная цена, тыс. руб.	—	680	600	655	606
Отклонение от целевого использования	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет
<i>Корректировка</i>	—	1,00	1,00	1,00	1,00
Скорректированная цена, тыс. руб.	—	680	600	655	606
Вес, %	—	20	40	20	20
Итого стоимость объекта оценки, тыс. руб.	628				

Стоимость объекта, рассчитанная сравнительным подходом, составила на дату оценки 628 тыс. руб.

Оценка объекта согласно доходному подходу. Данных о недогрузке площадей и неплатежах аренды по складским помещениям нет, однако следует учесть риск этих факторов в размере 3%.

К резервам относят суммы средств, зарезервированные для текущих и капитальных ремонтно-восстановительных работ. На все эти нужды ежегодно резервируется 1,85% от восстановительной стоимости имущества. Из них 1,05% резервируется на восстановительные ремонты и 0,8% — на текущие расходы (согласно бухгалтерской документации). Таким образом, резервная сумма для арендодателя составит 11 833 руб. Текущие расходы на ремонт берут на себя арендаторы.

Владение доходной недвижимостью требует квалифицированного управления. Обычно расходы на эти услуги составляют 5%.

Данные о чистом операционном доходе приведены в табл. 6.12.

Таблица 6.12

Расчет чистого операционного дохода за один год

Показатель	Сумма, руб.
Потенциальный валовой доход	177 768
Действительный валовой доход	172 435
Операционные расходы:	
налог на имущество	5 770
аренда земельного участка	17 145
управленческие расходы (5%)	8 622
резерв на восстановление имущества	11 833
Чистый операционный доход	129 065

По рыночным данным ставка капитализации по Н-ску принимается равной 23%. Применим метод прямой капитализации для определения стоимости объекта оценки.

Стоимость объекта оценки, рассчитанная на основе доходного подхода, составит:

$$129\ 065 : 0,23 = 561\ 152 \text{ (руб.)}$$

Согласование результатов и их объединение в итоговую оценку стоимости. При оценке использованы три подхода, которые позволяют наиболее корректно оценить величину рыночной стоимости объекта. Так как имеется три возможных величины стоимости объекта, то нужно каждому из подходов придать весовой коэффициент и определить искомую стоимость.

В данном случае наибольший «вес» (50%) присваивается доходному подходу, поскольку объектом оценки являются складские помещения, которые сдаются в аренду и, соответственно, приносят определенный доход.

Затратному подходу присвоен наименьший «вес» (10%) по той причине, что на строительство объекта требуется много времени, район местоположения объекта плотно застроен и низка вероятность приобретения подобного земельного участка и реализации на нем подобного инвестиционного проекта.

Рынок недвижимости Н-ска на сегодняшний день довольно хорошо развит и структурирован, имеется много информации о предложении и продажах складских помещений, аналогичных объекту оценки, достоверность используемой информации риэлтерских агентств достаточно высока. В связи с этим сравнительному подходу придается «вес» — 40%.

Результаты согласования приведены в табл. 6.13.

Таблица 6.13

Согласование результатов оценки

Подход к оценке	Стоимость, тыс. руб.	Вес, %	Значение, руб.
Затратный	1 128 000	10	112 800,0
Сравнительный	628 000	40	251 200,0
Доходный	561 152	50	280 576,0
Итого	—	100	644 578,9

В итоге при согласовании получается следующий результат: 644 578,9 руб. По мнению оценщика, этот результат можно округлить до 645 000 руб.

Таким образом, рыночная стоимость объекта оценки на дату оценки составляет 645 000 руб.

7. Сравнительный подход к оценке бизнеса

При реализации сравнительного подхода изучают соответствующий сегмент рынка и выбирают конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты, проводится соответствующая корректировка данных для последующего сравнения. В основу приведения поправок положен принцип вклада.

7.1. Особенности сравнительного подхода к оценке бизнеса

Преимущества сравнительного подхода:

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

Недостатки сравнительного подхода:

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

Сравнительный подход реализуется посредством трех методов.

1. *Метод рынка капитала* основан на реальных ценах акций открытых предприятий, сложившихся на фондовом рынке. Базой для сравнения служит цена на единичную акцию акционерного общества. Используется для оценки неконтрольного пакета акций.

2. *Метод сделок* — для сравнения берутся данные по продажам контрольных пакетов акций компаний либо о продажах предприятий целиком, например, при поглощениях или слияниях. Метод применяется при покупке контрольного пакета акций открытого предприятия, а также для оценки закрытых компаний, которые работают на том же сегменте рынка, что и открытые, и имеют аналогичные финансовые показатели. Включает анализ мультипликаторов.

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

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

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

- если различаются виды деятельности предприятий и некоторые из видов деятельности не привлекательны для покупателя, к цене применяется портфельная скидка;
- если предприятие владеет непроизводственными основными фондами, их надо оценивать отдельно от основных фондов производственного назначения с учетом налога на имущество и т.п.;
- если в результате финансового анализа выявлена недостаточность собственных оборотных средств или необходимость в затратах капитального характера, эти суммы вычитают из первоначально полученной стоимости предприятия;
- отсутствие ликвидности, свойственное компаниям закрытого типа, требует соответствующей скидки.

7.2. Методы рынка капитала и сделок

В России для оценки предприятий обычно используются два метода сравнительного подхода: рынка капитала и сделок. Метод рынка капитала основан на сравнении цен на единичную акцию акционерного общества. Метод сделок основан на прямом сравнении оцениваемого предприятия с аналогичными, в отношении которых известна цена контрольного пакета или предприятия целиком.

7.2.1. Сходство и различие методов рынка капитала и сделок

Этапы процесса оценки бизнеса методами рынка капитала и сделок совпадают:

1) изучение рынка и поиск аналогичных предприятий, в отношении которых имеется информация о ценах сделок или котировках акций;

2) финансовый анализ и повышение уровня сопоставимости информации;

3) расчет оценочных мультипликаторов;

4) применение мультипликаторов оцениваемого предприятия;

5) выбор величины стоимости оцениваемого предприятия;

6) внесение итоговых поправок на степень контроля.

Наряду с совпадением этапов оценки, методы рынка капитала и сделок имеют различия (табл. 7.1)

Таблица 7.1

Основные различия методов рынка капитала и сделок

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

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

Если нужно оценить контрольный пакет предприятия, а есть информация по аналогам только о фактически проданных неконтрольных пакетах, проводится соответствующая корректировка и предварительная стоимость увеличивается на величину премии за контроль.

Если нужно оценить неконтрольный пакет акций, то из результата, полученного методом сделок, вычитается величина скидки на неконтрольный характер.

Наиболее распространенным методом расчета премий за контроль является сравнение цены, по которой акции предприятия-аналога продавались на свободном рынке за некоторое время (обычно за два месяца) до совершения сделки слияния или поглощения. Разница в цене, выраженная в процентах к цене неконтрольного пакета акций, представляет величину премии за контроль и является базой для определения обоснованной премии за контроль, которую оценщик может скорректировать исходя из имеющейся информации по оцениваемому предприятию.

7.2.2. Подбор предприятий-аналогов

Важную роль играет подбор предприятий-аналогов для сравнения. Идеальные предприятия-аналоги — те, которые действуют в той же отрасли, что и оцениваемое предприятие, ведут подобные хозяйственные операции, имеют сравнимую номенклатуру продукции, подвержены влиянию идентичных экономических факторов, а также близки по размеру. Поиск аналогичных предприятий должен базироваться на достаточно жестких критериях отбора, важнейшие из которых:

- идентичность отрасли и продукции;
- сопоставимость по размерам, сети потребителей, степени диверсификации производства, зрелости бизнеса, стратегий развития;
- сопоставимость финансовых характеристик;
- географическая близость.

7.2.3. Применение оценочных мультипликаторов

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

Мультипликатор — соотношение между ценой и финансовыми показателями.

Для оценки рассчитывают несколько мультипликаторов по формуле

$$M = \frac{Ц}{ФБ_i},$$

где M — оценочный мультипликатор;

$Ц$ — цена продажи предприятия-аналога;

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

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

$$Ц = M \times ФБ.$$

Таким образом, цена предприятия может быть определена умножением финансового показателя на соответствующий мультипликатор.

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

Для расчета мультипликатора необходимо:

- определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога — это даст значение числителя в формуле;
- вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки; это даст величину знаменателя.

Цена акции берется на последнюю дату, предшествующую дате оценки, либо она представляет среднее значение между максимальной и минимальной величинами цены за последний месяц.

В качестве финансовой базы должен выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки.

В оценке бизнеса обычно используют четыре группы мультипликаторов:

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

В зависимости от конкретной ситуации суждение о стоимости предприятия может основываться на любом из мультипликаторов, или любом их сочетании. Для этого для каждого предприятия-аналога рассчитывается несколько мультипликаторов, анализируются риски и финансовые показатели, после чего выбирается мультипликатор, который максимально соответствует имеющейся финансовой информации об оцениваемом предприятии.

Мультипликатор цена/прибыль или цена/денежный поток используется при соблюдении следующих правил:

1) доходная база (прибыль или денежный поток) может определяться различными способами: до и после учета амортизации, выплаты процентов, налогов, дивидендов. Главным требованием является соответствие с выбранным мультипликатором предприятия-аналога;

2) выбор мультипликатора зависит не только от полученной финансовой информации, но и от структуры активов предприятий: мультипликатор цена/денежный поток целесообразнее использовать для оценки предприятий, владеющих недвижимостью, балансовая стоимость которой уменьшается, хотя рыночная цена может расти. Это объясняется тем, что при расчете денежного потока амортизационные отчисления прибавляются к чистой прибыли. Если же в активах предприятия преобладает быстро устаревающее оборудование, более подходящей базой является чистая прибыль;

3) поскольку оценка бизнеса производится на конкретную дату, мультипликаторы предприятий-аналогов должны рассчитываться по материалам отчетов, максимально приближенных к дате оценки;

4) доходная база определяется на основе ретроспективных данных за ряд лет методом простой средней, средневзвешенной или трендовой прямой;

5) мультипликатор цена/прибыль может рассчитываться как по предприятию в целом, так и в расчете на одну акцию;

6) использование большого числа аналогичных предприятий может дать разброс величины мультипликатора. В процессе согласования необходимо установить разумный диапазон разбро-

са, свидетельствующий о действительной сопоставимости, или объяснять причину возникновения существенных отклонений, которая должна учитываться при определении окончательной цены. Весовой коэффициент должен учитывать сопоставимость аналога и объекта оценки.

Мультипликатор цена/дивиденды может рассчитываться на базе фактически выплаченных дивидендов или на основе потенциальных дивидендных выплат. Потенциальные дивидендные выплаты представляют собой типичный для таких выплат процент от чистой прибыли по предприятиям-аналогам. Данный мультипликатор используется редко из-за возможности варьирования в порядке выплаты дивидендов у компаний. Использовать этот мультипликатор целесообразно, если дивиденды на предприятии (его аналогах) выплачиваются стабильно.

Мультипликатор цена/выручка от реализации (цена/физический объем производства) обычно используется в комплексе с другими мультипликаторами, однако наиболее целесообразно его применять при оценке в сфере услуг и при анализе предприятий, имеющих различные налоговые условия. Этот мультипликатор является модифицированным вариантом капитализации прибыли, так как предполагается, что в аналогичном бизнесе уровень рентабельности продукции практически одинаков. Оценщик должен проанализировать стабильность объемов выручки от реализации в будущем, последствия возможной смены ключевой фигуры в бизнесе, выявить различия в структуре капитала сравниваемых компаний. Мультипликатор цена/физический объем целесообразно использовать для оценки бизнеса с узкой номенклатурой производства и услуг.

Мультипликатор цена/выручка от реализации может быть рассчитан как отношение доли прибыли в выручке от реализации к коэффициенту капитализации прибыли. Например: прибыль компании составляет 30% от ее продаж, а требуемый доход на инвестиции в данной отрасли составляет 35%. В этом случае покупатели будут готовы заплатить за фирму $0,30/0,35$ или 85,7% годовой выручки от реализации продукции и услуг. Если за год фирма реализует продукцию на сумму 100 млн. руб., то цена компании составит $100 \times 0,857 = 85,7$ млн руб.

Мультипликатор цена/стоимость активов целесообразно применять при оценке холдинговых компаний, либо в тех случаях, когда необходимо за короткий срок продать значительную часть активов. Расчет мультипликатора цена/стоимость активов осуществляется в два этапа:

- 1) определение стоимости чистых активов (дорого и трудоемко);
- 2) определение соотношения между стоимостью акций и стоимостью активов. Для повышения объективности оценки аналитик может использовать, например, метод избыточной прибыли или метод бездолговой оценки. Метод избыточной прибыли — корректировка цены компании на сумму капитализированной прибыли, которая обеспечивается наличием у фирмы гудвилла и других нематериальных активов.

Метод бездолговой оценки используется при наличии существенных различий в структуре капитала оцениваемого бизнеса и сопоставимых предприятий, например, если предприятие-аналог привлекает заемные средства на долгосрочной основе, а оцениваемая компания использует только собственный капитал.

Метод бездолговой оценки основан на условном допущении, что предприятие-аналог, как и оцениваемое, не использует долгосрочных займов. Исходя из этого предположения производятся следующие расчеты:

- 1) прибыль (денежный поток) увеличивается на сумму выплачиваемых предприятием-аналогом процентов и корректируется на ставку налогообложения;
- 2) рыночная стоимость инвестированного капитала предприятия-аналога рассчитывается как сумма рыночной стоимости собственного капитала и рыночной стоимости долга;
- 3) рассчитывается мультипликатор «рыночная цена инвестированного капитала/прибыль (денежный поток)» на бездолговой основе;
- 4) определяется рыночная стоимость оцениваемого предприятия.

Пример. Выявлено три предприятия той же отраслевой принадлежности, что и объект оценки, по акциям которых недавно были совершены сделки. После анализа их финансовых результатов рассчитаны оценочные мультипликаторы.

Расчет оценочных мультипликаторов предприятий-аналогов

Наименование оценочного мультипликатора	Предприятие 1	Предприятие 2	Предприятие 3	Среднее значение
Цена/чистая прибыль	6,5470	5,3020	8,2640	6,7044
Цена/стоимость активов	3,2150	5,2370	4,2850	4,2455
Цена/выручка от реализации	1,6860	3,5840	2,4930	2,5877

Показатели бухгалтерской отчетности и результаты оценки стоимости предприятия — объекта оценки на основе оценочных мультипликаторов приведены в следующей таблице.

Расчет стоимости предприятия на основе оценочных мультипликаторов

Наименование показателя для объекта оценки	Величина показателя, тыс. руб.	Значение мультипликатора	Ориентировочная стоимость предприятия, тыс. руб.	Вес, %
Чистая прибыль	194	6,7044	1 300,65	30
Стоимость активов	499	4,2455	2 118,50	50
Выручка от реализации	620	2,5877	1 604,37	20
Итого стоимость предприятия	1 770 тыс. руб.			

Таким образом, стоимость собственного капитала оцениваемого предприятия по результатам применения сравнительного подхода составит 1770 тыс. руб. Однако узкоотраслевая направленность деятельности предприятия не позволяет провести его корректную сопоставимую оценку на основе оценочных мультипликаторов. Основная причина в том, что относительные показатели подобных российских предприятий значительно отличаются друг от друга, поэтому для определения стоимости предприятия должны применяться и другие подходы к оценке.

Заключительный этап оценки бизнеса сравнительным подходом — сведение воедино полученных результатов. Использование различных мультипликаторов (после всех необходимых корректировок) дает оценщику различные варианты стоимости предприятия. Выбор окончательного результата основан на придании процентного веса каждому подходу. Обычно, если активы предприятия незначительны по сравнению с получаемой прибылью, следует полагаться на мультипликатор цена/прибыль (денежный поток); если же прибыль практически отсутствует, то целесообразно основываться на мультипликаторе цена/стоимость активов.

7.3. Метод отраслевых соотношений

Метод отраслевых соотношений (синонимы: метод отраслевых коэффициентов, формульный метод) заключается в определении ориентировочной стоимости предприятия с использованием соотношений или показателей, основанных на данных о продажах компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику. Отраслевые коэффициенты или соотношения рассчитываются, как уже было сказано, на основе статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами.

Рынок купли-продажи готового бизнеса в России только развивается, поэтому метод отраслевых коэффициентов еще не получил достаточного распространения в отечественной практике. На Западе рынок бизнеса развит давно и в результате обобщения были разработаны достаточно простые соотношения для определения стоимости оцениваемого предприятия.

Метод целесообразно использовать только в случаях, когда подобные предприятия часто продаются, а оценщик имеет накопленный опыт оценки объектов данного вида. Причем отраслевые соотношения могут быть разработаны оценщиком самостоятельно на основе анализа отраслевых данных. Наиболее типичные соотношения, используемые при определении ориентировочной стоимости бизнеса в рыночных странах, приведены в табл. 7.2.

Таблица 7.2
Отраслевые соотношения для определения стоимости бизнеса

Вид бизнеса	Соотношения между ценой и финансовыми показателями, позволяющие оценить бизнес
Страховые компании	Цена в интервале 120-150% от годовых комиссионных
Бензозаправочные станции	Цена бензозаправочной станции колеблется в диапазоне 1,2-2,0 месячной выручки
Предприятия розничной торговли	Цена составляет 0,75-1,5 величины чистого годового дохода плюс стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие
Бары и кафе	Цена « Объем продаж за полгода + Стоимость лицензии

Вид бизнеса	Соотношения между ценой и финансовыми показателями, позволяющие оценить бизнес
Пиццерии, кофейни	Цена * Месячная прибыль x 4 + Стоимость запасов
Рекламные агентства	Цена = 75% годовой выручки
Хлебопекарни	Цена = 15% годового объема продаж + Стоимость оборудования + Стоимость запасов
Продажа новых автомобилей	Цена \approx 50% годовой выручки + Товарные запасы и оборудование
Аптеки	Цена \sim 75% годовой прибыли + Стоимость оборудования + Стоимость товарных запасов
Автомастерские	Цена = месячная прибыль x 2 + Рыночная стоимость оборудования

Метод отраслевых соотношений постепенно находит применение в российской практике, в частности в связи с введением единого налога на вмененный доход, когда можно узнать ориентировочный доход бизнеса и сопоставить его с ценами продаж.

Повторим, что сравнительный подход дает наиболее точные результаты, если существует активный рынок аналогичных объектов собственности.

8. Оценка стоимости контрольного и неконтрольного пакетов акций

В процессе оценки бизнеса часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% его акций, а лишь пакета (пая). Важнейший вопрос, который возникает при этом: является ли оцениваемый пакет акций контрольным? Уровень контроля над предприятием, получаемый собственником пакета, влияет на стоимость оцениваемой доли.

Степень влияния собственников на деятельность предприятия различна и тесно связана с объемом прав, соответствующим доле. В некоторых случаях собственник большего пакета акций способен влиять на направления деятельности предприятия, условия совершения сделок, а иногда и устанавливать для себя более выгодные условия.

8.1. Учет уровня контроля над предприятием в оценке стоимости пакетов акций

Уровень контроля, который получает новый собственник, может в среднем на 20—35% повлиять на итоговую стоимость пакета акций предприятия. Если предприятие покупается в индивидуальную частную собственность или если приобретается контрольный пакет акций, то новый собственник получает такие существенные права, как право назначать управляющих, определять величину оплаты их труда, влиять на стратегию развития предприятия, продавать или покупать его активы, реструктурировать и даже ликвидировать данное предприятие, принимать решение о поглощении других предприятий, изменять уставные документы и распределять прибыль по итогам деятельности предприятия, в том числе устанавливать размеры дивидендов.

Под *контрольным (мажоритарным)* пакетом подразумевается владение более 50% акций предприятия, дающих владельцу право полного контроля над компанией. Но на практике, если акции компании расплывены, этот процент может быть значительно меньшим.

Неконтрольный (миноритарный) пакет определяет владение менее 50% акций предприятия.

Большинство методов оценки позволяет учесть степень контроля (табл. 8.1).

Таблица 8.1

Учет уровня контроля на основе применения различных методов оценки

Учет элементов контроля	Подходы и методы оценки	Обоснование
Оценка стоимости с учетом элементов контроля (контрольного пакета)	Доходный подход: метод дисконтированных денежных потоков метод капитализации дохода	Методами доходного подхода рассчитывают стоимость контрольного пакета, так как в результате их применения получают цену, которую инвестор заплатил бы за владение предприятием, а расчет денежных потоков базируется на контроле за решениями администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия
	Затратный подход: метод стоимости чистых активов метод ликвидационной стоимости	При использовании методов затратного подхода получается стоимость контрольного пакета акций, поскольку только владелец контрольного пакета может определять политику в области активов: приобретать, использовать или продавать (ликвидировать) их
	Сравнительный подход: метод сделок	При расчетах методом сделок получают величину оценочной стоимости на уровне владения контрольным пакетом, так как этот метод основан на анализе цен акций с элементами контроля: контрольных пакетов акций сходных предприятий или предприятий целиком (100% пакета акций)
Оценка неконтрольного пакета	Сравнительный подход: метод рынка капитала	Определяется стоимость свободно реализуемой меньшей доли, потому что анализируется информация о котировках единичных акций на фондовых рынках

Если оценщику нужно получить стоимость на уровне контрольного пакета, то к стоимости, полученной методом рынка капитала, надо добавить премию за контроль. Для получения стоимости неконтрольного пакета нужно из стоимости контрольного пакета вычесть скидку за неконтрольный характер.

Премия за контроль — стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций, дающим дополнительные возможности контроля над предприятием по сравнению с владением миноритарным пакетом акций.

Скидка за неконтрольный характер — величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета, рассчитанной из общей стоимости пакета акций предприятия, за счет ее неконтрольного характера.

Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда выше стоимости владения неконтрольным пакетом, так как владение контрольным пакетом обуславливают следующие основные элементы контроля: выборы совета директоров и назначение менеджеров; определение вознаграждений и привилегий менеджеров; определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса; принятие решений о поглощениях или слияниях с другими компаниями; принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия; принятие решений об эмиссии; изменение уставных документов; распределение прибыли по итогам деятельности предприятия, в том числе установление размеров дивидендов и др.

В определении скидки за неконтрольный характер или премии за контроль играет роль тип акционерного общества. Традиционно в странах с рыночной экономикой функционируют акционерные общества двух типов: закрытые и открытые. Эти общества выпускают акции, за счет чего формируют собственный капитал. Основное различие закрытых и открытых акционерных обществ: закрытые имеют право распределять акции только среди учредителей и акции могут продаваться третьим лицам лишь с согласия большинства акционеров, а акции открытых акционерных обществ могут находиться в свободном обращении.

Если определяется стоимость меньшей доли закрытой компании с помощью методов расчета стоимости контрольного пакета, то нужно вычесть скидки:

- за неконтрольный характер;
- за недостаточную ликвидность.

8.2. Расчет премии и скидок с учетом степени контроля и ликвидности пакета акций

Держатели неконтрольных пакетов не могут определять дивидендную политику компании, а на избрание совета директо-

ров влияют лишь в ограниченных принципами голосования рамках. Соответственно, неконтрольные пакеты стоят меньше пропорциональной части стоимости предприятия.

При приобретении контрольного пакета акций инвестор должен заплатить за право решающего голоса в размере премии за владение контрольным пакетом. Однако на практике часто действуют факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и снижающие тем самым стоимость контроля*.

Рассмотрим основные факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов: режим голосования, контрактные ограничения, финансовые условия бизнеса, эффект распределения собственности, эффект регулирования, право голоса.

Режим голосования. В мировой практике используются кумулятивные и некумулятивные системы голосования при выборе совета директоров. При некумулятивной системе в выигрыше оказываются держатели контрольных пакетов. При кумулятивной системе мелкие акционеры могут распределять голоса по своему усмотрению в любой пропорции, что выгоднее держателям неконтрольных пакетов, и стоимость контроля, связанная со способностью избирать директоров, переходит неконтрольным акционерам. Например, акционер имеет 100 голосующих акций, избирается 5 директоров. Он обязан сначала использовать 100 голосов при голосовании за первого директора, потом 100 голосов за второго и т.д. Он не может использовать свои 500 голосов (5×100) в той пропорции, в какой считает нужным.

Контрактные ограничения. Если предприятие имеет существенные долговые обязательства, выплата дивидендов может быть ограничена и т.д. В этом случае часть стоимости премии за контроль теряется.

Финансовые условия бизнеса. Если финансовое положение компании неустойчиво, то многие связанные с контролем права становятся труднореализуемыми.

Эффект распределения собственности. При оценке небольших по размеру пакетов не следует вычитать скидки за неконтрольный характер, если в фирме мажоритарным интересом никто не владеет или скидка на неконтрольный характер будет ниже, чем для пакета, не дающего никакого контроля. Например, все акции распределены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными крупными пакетами по 40%,

* Подробно эти факторы описаны в книге: Грязнова А.Г., Федотова М.А., Ленская С.А. и др. Оценка бизнеса / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2001.

у третьего акционера пакет акций 20%. Один из владельцев пакета 40% может купить пакет акций 20%, чтобы получить больше контроля. Значит пакет 20% заслуживает премии за контроль.

Эффект регулирования. При оценке должны учитываться ограничения, связанные с государственным регулированием.

Таким образом, в каждом конкретном случае необходимо провести анализ элементов контроля, и если какой-либо из них отсутствует, то стоимость контрольного пакета должна будет уменьшиться.

Рассмотрим основные методы определения премий за контроль.

1. Наиболее распространенным методом расчета премий за контроль является сравнение цены, по которой акции компании-аналога продавались на свободном рынке за некоторое время (обычно за два месяца) до совершения сделки слияния или поглощения. Разница в цене, выраженная в процентах к цене неконтрольного пакета акций, представляет величину премии за контроль. Полученный результат является базой для определения обоснованной премии за контроль, которую оценщик может скорректировать исходя из имеющейся информации по оцениваемой компании.

2. «Горизонтальный» подход — сравнение результатов оценки предприятия, полученных методом рынка капитала и методами, учитывающими степень контроля (методом сделок, методами затратного и доходного подходов).

Пример 8.1. Значение стоимости свободно реализуемой меньшей доли, полученное с применением метода рынка капитала, составило 7 млн руб. Данный результат при достаточном уровне информации можно рассматривать как стоимость пакета, не включающего элементы контроля. Стоимость, определенная затратным подходом, составляет 10 млн руб. Значит, скидка за неконтрольный характер составит 30% (разница между 10 и 7 млн руб.).

В первом способе расчета премии за контроль сравниваются цены, по которым акции предприятия продавались на фондовом рынке в течение определенного периода. Разность цен, выраженная в процентах от цены неконтрольного пакета, является премией за контроль. При проведении такого анализа обычно исследуются ретроспективные данные по рынку за последние два-три месяца. В ходе анализа информации необходимо учитывать факторы:

- 1) компании должны относиться к одной отраслевой группе;
- 2) для определения степени сопоставимости компаний-аналогов и объекта оценки необходим анализ основных финансовых показателей этих компаний.

Контрольные пакеты более ликвидны, чем неконтрольные, а пакеты открытых компаний более ликвидны, чем закрытых. Первый постулат понятен: выше возможность контроля — выше ликвидность. Второй требует разъяснения:

- 1) акционер не контрольного пакета в случае продажи своих акций обязан в первую очередь предложить их компании;
- 2) владельцы неконтрольных пакетов не имеют права требовать раздела собственности (отсутствие права на разделение);
- 3) отсутствие права на участие в продаже.

Базовой величиной, из которой вычитается скидка за неконтрольный характер пакета, является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права контроля.

Основные методы определения скидки за недостаточную ликвидность представлены в табл. 8.2.

Таблица 8.2

Основные методы определения скидки за недостаточную ликвидность

Метод определения скидки за недостаточную ликвидность	Примечание
Метод сравнения показателей «стоимость предприятия/прибыль»	Сравниваются показатели «стоимость предприятия/прибыль» для аналогичных закрытых и открытых предприятий
Метод анализа затрат на продвижение акций на фондовый рынок	Оцениваются затраты на регистрацию акций, комиссионные брокерам за продвижение акций компании на фондовый рынок. Вычисляется процентное отношение этих затрат к стоимости выпускаемых акций. Это процентное отношение рассматривается как величина скидки за недостаточную ликвидность. Для закрытых компаний эти затраты гипотетические, т.е. учитывается, какими бы были затраты в случае эмиссии акций

Когда говорят об использовании премий и скидок в бездолговом анализе, то здесь частой ошибкой является использование

в качестве базы всего инвестированного капитала. Скидки и премии должны применяться уже после вычета долга.

8.3. Оценка пакета акций с учетом премий и скидок

Владелец пакета акций является собственником части предприятия. Поэтому стандартный подход к оценке пакетов акций заключается в определении сначала стоимости предприятия в целом, а затем — ее части, соответствующей оцениваемому пакету и связанным с ним характеристикам контрольноеTM и ликвидности.

Стоимость контрольного пакета акций компании закрытого типа обычно предполагается пропорциональной общей стоимости предприятия.

Пример 8.2. Стоимость предприятия в целом составляет 53 550 тыс. руб. Тогда стоимость пакета 60% акций составит:

$$53\ 550 \times 60\% = 32\ 130 \text{ (тыс. руб.)}$$

Стандартный подход к оценке неконтрольного пакета акций включает этапы:

- 1) определение стоимости предприятия в целом;
- 2) деление полученной величины стоимости предприятия в целом на общее число выпущенных и находящихся в обращении акций, в результате чего получается базовая стоимость акции;
- 3) определение стоимости акции вычитанием из базовой стоимости акции скидки за неконтрольный характер;
- 4) определение стоимости пакета умножением стоимости акции на количество акций в пакете.

Пример 8.3. Определена стоимость предприятия в целом, ее величина составила 10 млн руб., общее количество обыкновенных акций, выпущенных предприятием, — 10 тыс. штук.

Требуется определить стоимость пакета 20% акций этого предприятия. По мнению оценщика, скидка за неконтрольный характер пакета составляет 30%.

1. Найдем базовую стоимость одной акции:

$$10 : 10 = 1 \text{ (тыс. руб.)}$$

2. Определим стоимость одной акции с учетом скидки за неконтрольный характер, так как единичная акция, как и неконтрольный пакет, не дает их собственнику элементов контроля:

$$1000 - 30\% \times 1000 = 700 \text{ (руб.)}.$$

Таким образом, единичная акция или одна акция внутри неконтрольного пакета оценивается в 700 руб. за 1 шт.

3. Найдем количество акций, входящих в пакет 20%:

$$10 \times 20\% = 2 \text{ (тыс. шт.)}.$$

4. Рассчитаем стоимость оцениваемого неконтрольного пакета:

$$2 \times 700 = 1\,400\,000 \text{ (руб.)}.$$

Таким образом, стоимость пакета 20% акций предприятия составляет 1,4 млн руб.

Однако следует учесть эффект распределения собственности: при оценке небольших по размеру пакетов не следует вычитать скидки за неконтрольный характер, если в фирме мажоритарным интересом никто не владеет, но один из акционеров, стремясь получить контрольный пакет, готов заплатить премию за возможность приобрести один или несколько мелких пакетов. Тогда неконтрольные пакеты, приобретаемые для получения контрольного пакета, наоборот заслуживают премии.

Возможна следующая модификация стандартного подхода к оценке неконтрольных пакетов: оценивается сначала стоимость всего предприятия, затем рассчитывается пропорциональная неконтрольному пакету часть общей стоимости, после чего вычитается скидка на неконтрольный характер.

Пример 8.4. Стоимость предприятия 10 млн руб. Предположим, требуется определить стоимость пакета 20% акций этого предприятия, если скидка за неконтрольный характер пакета составляет 30%.

1. Найдем 20% стоимости предприятия (так как владелец оцениваемого пакета обладает пакетом 20% акций):

$$10 \times 20\% = 2 \text{ (млн руб.)}.$$

2. Определим стоимость оцениваемого пакета 20% с учетом скидки на неконтрольный характер:

$$2 - 2 \times 30\% = 1\,400\,000 \text{ (руб.)}.$$

Таким образом, стоимость пакета 20% акций предприятия составляет 1,4 млн руб.

Оценить неконтрольные пакеты можно и другими способами:

1) информация для оценки неконтрольного пакета берется из данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов открытых компаний, поэтому для определения стоимости неконтрольного пакета закрытых компаний вычитается скидка на недостаточную ликвидность;

2) на основе прогнозируемых по срокам и сумме дивидендов и выручки от продажи в будущем неконтрольного пакета определяется модель денежного потока, которая дисконтируется;

3) на основе прогноза неограниченного по времени потока дивидендов без учета остаточной стоимости продажи проводится капитализация дохода.

В целом, для получения итоговой величины стоимости в процессе оценки предприятия в зависимости от размера приобретаемого пакета акций и его ликвидности учитываются: премия за приобретение контрольного пакета, скидка за неконтрольный характер, скидка за недостаточную ликвидность и иные факторы, влияющие на стоимость пакетов в конкретной ситуации.

9. Составление отчета об оценке

Результаты оценки недвижимости должны оформляться письменно в виде отчета об оценке.

Отчет об оценке — документ, содержащий обоснование мнения оценщика о стоимости имущества. При составлении отчета об оценке оценщик обязан использовать информацию, обеспечивающую достоверность отчета об оценке как документа, содержащего сведения доказательственного значения.

Отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. Своевременное составление в письменной форме и передача заказчику отчета об оценке объекта является надлежащим исполнением оценщиком обязанностей, возложенных на него договором.

9.1. Требования к содержанию отчета об оценке

Общие требования к оформлению результатов оценки установлены Федеральным законом от 29.07.1998 № 153-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Согласно ст. 11 указанного Закона «отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. В отчете в обязательном порядке указываются дата проведения оценки объекта оценки, используемые стандарты оценки, цели и задачи проведения оценки объекта оценки, а также приводятся иные сведения, которые необходимы для полного и недвусмысленного толкования результатов проведения оценки объекта оценки, отраженных в отчете». Если при проведении оценки определяется не рыночная стоимость, а иные виды стоимости, в отчете должны быть указаны критерии их установления и причины отступления от возможности определения рыночной стоимости.

В отчете должны быть указаны (ст. 11 Закона об оценочной деятельности):

- дата составления и порядковый номер отчета;
- основание для проведения оценщиком оценки объекта оценки;
- юридический адрес оценщика и сведения о выданной ему лицензии на осуществление оценочной деятельности по данному виду имущества;

- точное описание объекта оценки, а в отношении объекта оценки, принадлежащего юридическому лицу, — реквизиты юридического лица и балансовая стоимость данного объекта оценки;
- стандарты оценки для определения соответствующего вида стоимости объекта оценки, обоснование их использования при проведении оценки данного объекта, перечень использованных при проведении оценки объекта данных с указанием источников их получения, а также принятые при проведении оценки объекта допущения;
- последовательность определения стоимости объекта оценки и ее итоговая величина, а также ограничения и пределы применения полученного результата;
- дата определения стоимости объекта оценки;
- перечень документов, используемых оценщиком и устанавливающих количественные и качественные характеристики объекта оценки.

Отчет может содержать и иные сведения, являющиеся, по мнению оценщика, существенно важными для полноты отражения примененного им метода расчета стоимости конкретного объекта оценки. Отчет собственноручно подписывается оценщиком и заверяется его печатью. Для проведения оценки отдельных видов объектов оценки законодательством Российской Федерации могут быть предусмотрены специальные формы отчетов.

В случае наличия спора о достоверности величины рыночной или иной стоимости объекта оценки, установленной в отчете, в том числе и в связи с имеющимся иным отчетом об оценке этого же объекта, указанный спор подлежит рассмотрению судом в порядке, установленном законодательством Российской Федерации.

Оценщик имеет право запрашивать в письменной или устной форме у третьих лиц информацию, необходимую для проведения оценки объекта оценки, за исключением информации, являющейся государственной или коммерческой тайной. Если отказ в предоставлении указанной информации существенным образом влияет на достоверность оценки объекта оценки, оценщик должен указывать это в отчете. Оценщик не должен разглашать конфиденциальную информацию, полученную от заказчика в ходе проведения оценки объекта оценки, за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации.

В соответствии с постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 № 519 «Об утверждении стандартов оценки» итоговая величина стоимости объекта оценки, указанная в отчете об оцен-

ке, составленном в порядке и на основании требований, установленных Законом об оценочной деятельности, стандартами оценки и нормативными актами по оценочной деятельности уполномоченного органа по контролю за осуществлением оценочной деятельности в Российской Федерации, может быть признана рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом оценки, если с даты составления отчета об оценке до даты совершения сделки с объектом оценки или даты представления публичной оферты прошло не более шести месяцев.

Недобросовестность оценщика может привести к значительным финансовым потерям со стороны его клиентов, банков-кредиторов. Оценщик должен составлять и передавать заказчику отчеты об оценке имущества в установленные договором сроки и хранить копии отчетов об оценке в течение трех лет.

Результаты оценки действительны только для указанной даты оценки и заявленной цели. Оценщик, подписавший отчет об оценке, несет ответственность за заявления, сделанные в отчете об оценке.

9.2. Характеристика основных разделов отчета

Характеристика основных разделов отчета представлена в табл. 9.1. Здесь представлены наиболее общие требования. Каждый оценщик в зависимости от особенностей ситуации может менять количество разделов, их содержание. Главное — придерживаться требований законодательства к содержанию отчета (см. раздел 9.1).

Таблица 9.1

**Характеристика основных разделов
отчета об оценке бизнеса**

Разделы отчета об оценке	Содержание разделов
Введение	Задание по оценке: цель оценки, исполнители работ по оценке Вид определяемой стоимости Описание оцениваемой доли предприятия Краткая характеристика предприятия Краткая характеристика применяемых методов оценки Величина стоимости Дата оценки Допущения и ограничивающие условия Отсутствие личной заинтересованности оценщика

Разделы отчета об оценке	Содержание разделов
Описание макроэкономических параметров	Основные макроэкономические факторы (на национальном и региональном уровнях), влияющие на результаты оценки Тенденции макроэкономических факторов и их воздействие на перспективы бизнеса
Описание отрасли, в которой функционирует исследуемое предприятие	Состояние отрасли Рынки сбыта и особенности сбыта продукции Условия конкуренции в отрасли, наличие основных конкурентов, производящих товары-заменители (цены, качество обслуживания, каналы сбыта, объемы продаж, реклама)
Описание оцениваемого бизнеса	Тип организации (организационно-правовая форма, партнерство, корпорация) Использованные источники информации Данные об истории предприятия Направления деятельности (основная производственная деятельность, продукция, услуги) Характеристика поставщиков и потребителей Чувствительность к сезонным и циклическим факторам Имущество, в том числе нематериальные активы и производственные мощности (собственные и арендуемые) Рабочий и управленческий персонал (качество управления, квалификация, текучесть) Перспективы развития бизнеса Прошлые сделки с аналогичными долями в бизнесе
Финансовый анализ	Анализ финансовых отчетов (за 3~5 лет) Пояснения внесенных в целях оценки корректировок финансовой отчетности (нормализующих и прочих) Анализ финансовых коэффициентов Принятые допущения, результаты сравнения с финансовыми показателями аналогов, прогнозы финансового состояния предприятия Влияние финансовых показателей на стоимость бизнеса
Выбор подходов к оценке	Основания для выбора методов оценки, применимых в конкретной ситуации Обязательное обоснование отказа от использования какого-либо подхода (в случае невозможности применить все три подхода к оценке)
Определение стоимости предприятия выбранными подходами к оценке	Расчеты и логика рассуждений по определению стоимости предприятия с применением выбранных подходов и методов оценки Способы получения переменных (ставки дисконтирования, ставки капитализации, мультипликаторы)
Определение итоговой стоимости объекта оценки	Согласование полученных результатов в итоговую оценку стоимости бизнеса Логические рассуждения, обосновывающие применение премий и скидок (скидок за неконтрольный характер и недостаточную ликвидность, премий за контроль)

Разделы отчета об оценке	Содержание разделов
Заключение	Основные выводы и величина стоимости бизнеса Рекомендации по результатам проведенной оценки
Список использованных источников	Информационные агентства, органы статистики и т.п. Периодическая экономическая печать (газеты, журналы) Методическая литература (книги, статьи, стандарты)
Приложения	Документы, на основе которых проводился финансовый анализ: данные баланса (форма № 1) и отчета о финансовых результатах (форма № 2) за анализируемый период Фотографии объекта оценки (в случае необходимости) Копии документов о квалификации оценщика Прочие сведения

В ряде случаев при оценке предприятия с учетом ограничений, налагаемых продажей при банкротстве, делается корректировка на вынужденность продажи, учитывающая следующие факторы:

- сроки продажи (могут быть ограничены);
- способы продажи (торги, аукционы);
- затраты на продажу (комиссионные посредникам, подготовка объекта к продаже) и др.

9.3. Согласование данных в итоговую оценку стоимости

Согласно российскому законодательству оценщик обязан использовать три подхода к оценке, а в случае невозможности применения какого-либо из них — обосновывать отказ от его использования.

Окончательное, итоговое суждение о стоимости имущества выносится оценщиком на основе анализа результатов примененных подходов к определению стоимости объекта оценки.

9.3.1. Сущность согласования результатов оценки

На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости, а на практике получаемые отличающимися способами величины могут существенно различаться (от 5 до 50% и даже более, особенно при оценке бизнеса). Например, при анализе финансово неустойчивого предприятия, прибыль которого незначительна (если вообще имеется), вели-

чина стоимости, получаемая на основе доходного подхода, очень мала, однако предприятие обладает значительными материальными активами и полученная с применением затратного подхода величина стоимости может превышать предыдущую величину в десятки и сотни раз.

В соответствии с законодательством, если в договоре об оценке не предусмотрено иное, то итоговое значение стоимости объекта оценки должно быть выражено в рублях в виде единой величины.

Итоговая величина стоимости объекта оценки — величина стоимости объекта оценки, полученная как итог обоснованного оценщиком обобщения результатов расчетов стоимости объекта оценки при использовании различных подходов к оценке и методов оценки.

Для сведения воедино разрозненных значений стоимости, полученных классическими подходами к оценке, проводят согласование результатов.

Согласование результатов оценки — это получение итоговой оценки имущества путем взвешивания и сравнения результатов, полученных с применением различных подходов к оценке.

Как правило, один из подходов считается базовым, два других необходимы для корректировки получаемых результатов. При этом учитывается значимость и применимость каждого подхода в конкретной ситуации. Из-за неразвитости рынка, специфичности объекта или недостаточности доступной информации бывает, что некоторые из подходов в конкретной ситуации невозможно применить.

Для согласования результатов необходимо определить «веса», в соответствии с которыми отдельные ранее полученные величины сформируют итоговую рыночную стоимость имущества с учетом всех значимых параметров на базе экспертного мнения оценщика.

Согласование результатов, полученных различными подходами оценки, проводится по формуле

$$C_{\text{ит}} = C_{\text{зп}} \times K_1 + C_{\text{дп}} \times K_2 + C_{\text{сп}} \times K_3,$$

- где $C_{\text{ит}}$ — итоговая стоимость объекта оценки;
 $C_{\text{зп}}, C_{\text{дп}}, C_{\text{сп}}$ — стоимости, определенные затратным, доходным и сравнительным подходами;
 K_1, K_2, K_3 — соответствующие весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке.

В отношении этих коэффициентов выполняется равенство:

$$K_1 + K_2 + K_3 = 1.$$

Весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке, округляются с точностью до 10% (реже до 5%) в целях использования данных весов для согласования. Округление необходимо в связи с тем, что неокругленные веса порождают у читателя отчета ошибочное представление о точности полученного результата. Итоговая величина стоимости — это лишь наиболее вероятная цена.

На основе округленных весов рассчитывается согласованная стоимость оцениваемого имущества путем умножения полученного с помощью каждого подхода результата на округленный вес подхода, рассчитанный в целях согласования стоимостей. Полученное значение округляется.

При согласовании учитываются:

- 1) полнота и достоверность информации;
- 2) соответствие цели;
- 3) преимущества и недостатки подходов в конкретной ситуации.

Например, преимущества метода дисконтирования денежных потоков — учет ожиданий администрации предприятия относительно будущих прибылей, расходов, капитальных вложений. Однако это всего лишь прогнозные оценки, которые могут измениться в реальности. Тем не менее данный метод показывает сумму, которую готов заплатить инвестор, ориентируясь на ожидания относительно результатов деятельности предприятия с учетом требуемой доходности вложений.

Сравнительный подход является единственным, учитывающим рыночную ситуацию, он представляет оценку, основанную на реальных данных о котировках акций и продажах аналогичных предприятий. Основным его недостатком является необходимость корректировки на закрытость компании (метод рынка капитала). К тому же все, даже небольшие предприятия, имеют существенные различия, что требует внесения сложных корректировок. Кроме того, данный подход опирается на ретроспективную информацию, не учитывающую перспективы развития предприятия.

9.3.2. Методы определения весовых коэффициентов при согласовании результатов оценки

Методы выбора весовых коэффициентов:
— метод логического анализа;

- метод анализа иерархий;
- метод расстановки приоритетов;
- метод согласования по критериям и др.

Методы различаются применением в итоговом согласовании данных неодинаковых способов выбора весовых коэффициентов, присваиваемых результатам оценки, полученным различными подходами к оценке. Если в первом методе используется только логический анализ, то в остальных — логико-математический, т.е. свои логические рассуждения оценщик накладывает на какую-либо оценочную шкалу, на основе выбранного способа расчета определяется предварительное значение весовых коэффициентов, полученные значения округляются (см. раздел 8.3.1).

Метод логического анализа заключается в выборе весовых коэффициентов при согласовании результатов оценки экспертно на основе логического анализа, проводимого оценщиком, с учетом всех значимых параметров. Этот метод наиболее распространен в оценочной практике. Далее мы приводим три примера, показывающих, каким образом в отчете может быть обоснован выбор метода определения весовых коэффициентов.

Пример 9.1. В настоящей работе по оценке использованы два из имеющихся в распоряжении оценщика подхода, которые позволяют наиболее корректно оценить величину рыночной стоимости объекта с точки зрения необходимых затрат и платежеспособного спроса.

Полученная в результате применения затратного подхода стоимость, на наш взгляд, дает неполную характеристику стоимости объекта. Мы считаем обоснованным присвоение данному подходу весового коэффициента 0,2.

Рынок недвижимости города, в котором расположен объект оценки, на сегодняшний день довольно хорошо развит и структурирован, в связи с этим достоверность используемой информации риэлтерских агентств достаточно высока. Правильная интерпретация рынка предложений позволяет получить качественные и надежные результаты. В связи с этим сравнительному подходу придается максимальный весовой коэффициент — 0,8.

Ввиду отсутствия данных об уровнях расходов на содержание подобного объекта доходный подход в расчетах не применялся (вес подхода равен нулю).

Пример 9.2. В данном случае наибольший «вес» (70%) присваивается доходному подходу, так как объектом оценки является производственное предприятие, приносящее стабильный доход. Затратному подходу присвоен меньший «вес» (30%) по следующим причинам:

затраты не всегда соответствуют рыночной стоимости; оборудование оцениваемого предприятия специализированное, что усложняет возможность его реализации на рынке.

Результаты согласования

№ п/п	Подход к оценке	Значение, тыс. руб.	Весовой коэффициент
1	Затратный	145 766	0,3
2	Доходный	92 655	0,7
3	Сравнительный	—	—
Итого		108 588,3	1,0

Полученный результат можно округлить. По мнению оценщика, рыночная стоимость предприятия на дату оценки составляет 110 000 тыс. руб.

Пример 9.3. Для определения итоговой величины рыночной стоимости предприятия необходимо проанализировать каждый из примененных методов с учетом характера деятельности предприятия, структуры его активов, количества и качества данных, подкрепляющих каждый метод.

Преимуществом метода чистых активов является то, что он предполагает оценку имеющихся у предприятия активов. В то же время большая часть основных фондов оцениваемого предприятия имеет специализированный характер и значительный физический износ. Кроме того, метод на основе активов не позволяет учесть доходность бизнеса. Производственные мощности предприятия в среднем загружены на 40%, что свидетельствует о том, что значительная часть активов предприятия не участвует в формировании прибыли.

В процессе оценки методом дисконтирования будущего денежного потока установлена стоимость предприятия с учетом существующих и планируемых объемов выручки от реализации продукции и затрат, а также рыночный аспект, так как ставка дисконтирования основывалась на рыночных данных. Доходный подход в наибольшей степени отражает интересы инвестора. В мировой практике он используется чаще других, точнее определяет рыночную стоимость предприятия, в наибольшей степени интересуется инвестора, так как с помощью этого подхода оценщик выходит на сумму, которую инвестор будет готов заплатить с учетом будущих ожиданий от бизнеса, а также с учетом требуемой инвестором ставки дохода на инве-

стиции в этот бизнес. Однако использование доходного подхода затруднено из-за сложности точного прогнозирования.

Метод сравнительного подхода, используемый в настоящей работе, показал стоимость владения неконтрольным пакетом, а именно стоимость свободно реализуемой меньшей доли к тому же с достаточно большой погрешностью из-за недостаточности информации.

При использовании метода чистых активов и метода дисконтирования денежных потоков получается стоимость контрольного пакета акций. В первом случае владелец контрольного пакета может определять политику в области активов: приобретать, использовать или продавать их. Во втором случае он может определять политику предприятия, изменять стратегию развития бизнеса.

Исходя из вышесказанного необходимо правильно выбрать окончательный результат стоимости 100%-ного контроля над предприятием. Логичнее всего за величину рыночной стоимости собственного капитала предприятия принять сумму, которую инвестор будет готов заплатить с учетом будущих ожиданий от бизнеса, т.е. полученную в доходном подходе. К тому же прогнозы основаны на достоверных данных, на анализе показательной доходности предприятия за длительный ретроспективный период. По мнению оценщика, «вес» доходного подхода в итоговом согласовании составляет 80%.

Результаты сравнительного подхода из-за низкой достоверности использованной для оценки информации не следует учитывать («вес» сравнительного подхода — 0%), а результаты затратного подхода из-за значительного износа большей части основных фондов по мнению оценщика нужно учесть, как незначительно влияющие на итоговую стоимость предприятия («вес» затратного подхода — 20%). Данные о согласовании результатов оценки представлены в таблице.

Согласование результатов, полученных различными подходами к оценке

Подход к оценке	Стоимость, тыс. руб.	Вес, %	Значение, тыс. руб.
Затратный	201 346	10	40 269,2
Сравнительный	82 113	0	0
Доходный	210 789	90	168 631,2
Итого	—	100	208 900,4

В итоге при согласовании получается следующий результат: 208 900 400 руб.

На основании приведенных данных и сделанных предположений, наиболее вероятное значение рыночной стоимости объекта оценки составляет на дату оценки с точностью до первой значащей цифры: 208 900 000 руб.

Метод анализа иерархий. Этот метод разработан в начале 70-х годов XX в. американским математиком Томасом Саати как процедура поддержки принятия решений, которую он назвал «Analytic hierarchy process». Авторы русского издания перевели это название как «Метод анализа иерархий»*.

Этот метод относится к классу критериальных и активно применяется по сей день, в том числе и в оценочной деятельности. В основе метода лежит иерархическая процедура оценки альтернатив. Представим ее следующим образом:

Уровень 0: цель — оценить вес подхода к оценке.

Уровень 1: Критерии:

- надежность получаемых результатов;
- соответствие целям оценки.

Количество уровней не ограничено. Например, критерий 1-го уровня «надежность получаемых результатов» можно раскрыть уровнем 2 как:

- 1) надежность, обусловленная достоверностью информации;
- 2) надежность, обусловленная обширностью информации.

Уровень 2 можно раскрыть уровнем 3 и т.д. На практике можно ограничиться и уровнем 1.

Затем нужно получить оценки каждой альтернативы по каждому критерию. Если существуют объективные оценки, то они просто выписываются и нормируются, чтобы их сумма была равна единице. Например, если бы при оценке здания нас интересовал критерий «эффективный возраст» и имелись бы соответствующие данные по каждому аналогу, то потребовалось бы составить следующую таблицу (табл. 9.2).

Таблица 9.2

Нормирование данных аналогов
с заданными параметрами

Аналоги объекта оценки (альтернативы)	Эффективный возраст, лет	Нормированное значение
Аналог 1	35	0,33
Аналог 2	40	0,38
Аналог 3	30	0,29
Сумма	105	1,00

* Саати Т. Принятие решений. Метод анализа иерархий. М.: Радио и связь, 1993.

Однако при итоговом согласовании нет готовых численных данных, например, по критерию «надежность информации» для разных подходов. Тогда используются парные сравнения. Для фиксации результата сравнения пары альтернатив может использоваться, например, шкала, представленная в табл. 9.3.

Таблица 9.3

Шкала оценки результатов сравнения альтернатив

Балльная оценка	Характеристика похожести альтернатив
1	Равноценность
3	Умеренное превосходство
5	Сильное превосходство
7	Очень сильное превосходство
9	Высшее (крайнее) превосходство
2, 4, 6, 8	Промежуточные значения

Результаты парных сравнений альтернатив записываются в виде табл. 9.4.

Таблица 9.4

Результат парных сравнений альтернатив

Подход к оценке	Доходный	Затратный	Сравнительный
Доходный	$\frac{1}{1}$	$\frac{1}{3}$	$\frac{5}{1}$
Затратный	$\frac{3}{1}$	$\frac{1}{1}$	$\frac{7}{1}$
Сравнительный	$\frac{1}{5}$	$\frac{1}{7}$	$\frac{1}{1}$

На пересечении строки «Затратный» и столбца «Доходный» записана дробь $\frac{3}{1}$. Это выражает мнение оценщика о том, что подход «Затратный» в данной ситуации имеет умеренное превосходство над доходным подходом, т.е. значимость затратного подхода в итоговом согласовании в три раза выше, чем доходного подхода.

Далее определяется сумма по строке, полученные значения нормируются и для целей согласования округляются (табл. 9.5).

Расчет весовых коэффициентов методом анализа иерархий

Подход к оценке	Доходный	Затратный	Сравнительный	Сумма по строке	Нормированное значение	«Вес», %
Доходный	$1/1$	$1/3$	$5/1$	6,33	0,3390	30
Затратный	$3/1$	$1/1$	$7/1$	11,00	0,5891	60
Сравнительный	$1/5$	$1/7$	$1/1$	1,34	0,0719	10
Сумма				18,67	1,0000	100

Достоинства метода анализа иерархий:

- использование парных сравнений, что упрощает выбор весовых коэффициентов при анализе трех и более альтернатив;
- численная оценка превосходства одной альтернативы над другой посредством шкалы;
- возможность оценивать альтернативы с учетом иерархичности уровней.

Однако выбор численной оценки (от одного до девяти) даже с применением шкалы — довольно сложный процесс с весьма условными результатами, зависящими все от того же детального логического анализа, представленного в первом методе (методе логического анализа), не требующего никаких математических расчетов. Иногда девятибалльная шкала с нечеткими характеристиками балльных оценок даже усложняет процесс принятия решений. Например, требуется выбрать: превосходство сильное, очень сильное или промежуточное между сильным и очень сильным, т.е. 5, 6 или 7 баллов.

Учсть указанные недостатки при оценке можно следующим образом: не придавая полученным численным значениям смысла абсолютной точности, еще раз логически оценить результаты расчетов для определения возможности использования весовых коэффициентов в согласовании.

Метод согласования по критериям. Для определения весов различных подходов используется четыре критерия, которыми описываются те или иные преимущества или недостатки примененного метода расчета с учетом особенностей оценки конкретного объекта*.

* Подробное обсуждение такого подхода к процедуре согласования опубликовано А. Шаскольским на секции по оценке недвижимости, работавшей в рамках VIII Международного ежегодного конгресса «СЕРЕАН» 15-19 октября 2002 г.

Расчет «весов» использованных методов проводится в несколько этапов:

- строится матрица факторов, в которой каждому подходу присваивается четыре вида баллов в соответствии с четырьмя критериями;
- определяется сумма баллов каждого подхода, затем — использованных подходов;
- по отношению суммы баллов данного подхода к сумме баллов всех использованных подходов определяется расчетный вес подхода в процентах;
- расчетные веса подходов округляются.

Пример 9.4. Определение итоговой величины стоимости методом согласования по критериям.

Результаты согласования результатов оценки

Подход	Доходный	Сравнительный	Затратный
Величина ориентира, руб.	3 574 984	Не применялся	4 215 672
Критерий	Баллы		
1. Достоверность и достаточность информации, на основе которой проводились анализ и расчеты	3	0	3
2. Способность подхода учитывать структуру ценообразующих факторов, специфичных для объекта	3	3	2
3. Способность подхода отразить мотивацию, действительные намерения типичного покупателя/продавца	4	3	2
4. Соответствие подхода виду рассчитываемой стоимости	4	4	2
Итого сумма баллов для данного подхода	14	—	9
Подход применялся	да	нет	да
Сумма баллов	23		
Вес. подхода, %	60,87	—	39,13
Вес подхода округленно, %	60	—	40
Согласованная величина стоимости, руб.	3 831 259		
Итого рыночная стоимость объекта оценки округленно, руб.	3 830 000		

На основании приведенных данных и сделанных предположений, наиболее вероятное значение рыночной стоимости объекта оценки составляет на дату оценки 3 830 000 тыс. руб.

9.3.3. Особенности выбора и согласования подходов к оценке при определении стоимости имущественного предприятия

В стоимости активов предприятия основную долю, как правило, составляет стоимость недвижимости, машин и оборудования.

При согласовании результатов оценки машин и оборудования учитывается наличие следующих затрудняющих оценку обстоятельств:

- сложно выделить доход, который приносит отдельно взятая машина или оборудование;
- стоимость приобретения нового объекта, идентичного или аналогичного объекту оценки, является элементом затратного подхода и, следовательно, для применения методов сравнительного подхода необходимы данные о продажах таких же изношенных, как и объект оценки, сопоставимых объектов;
- поиск достоверных обширных сведений о продажах похожего ранее использовавшегося оборудования часто затруднен.

Таким образом, при оценке машин и оборудования в большинстве случаев имеет максимальный вес при согласовании или даже является единственно возможным затратный подход.

При оценке недвижимости подобный вес затратному подходу можно придать лишь в некоторых случаях.

Если для применения сравнительного подхода есть достаточное количество достоверной информации, и рынок купли-продажи развит сильнее, чем рынок аренды (например, рынок квартир), то ему следует отдавать предпочтение перед другими методами.

Для тех типов объектов, где преобладает рынок аренды (например, склады) и имеется соответствующая информация об аренде, а по купле-продаже она ограничена, наибольший вес следует давать доходному подходу (независимо от примененного в подходе метода оценки). В этих двух случаях, при отсутствии развитого рынка земли и типичной для современной России несбалансированности спроса и предложения не-

движимости, затратному подходу целесообразно придавать небольшой вес.

Если же рынок данного типа объектов не развит ни по купле-продаже, ни по аренде, и соответствующая рыночная информация почти недоступна, то по необходимости большой вес получает затратный подход, а два других имеют меньшие веса. При оценке здания какой-нибудь фермы, расположенной вдалеке от крупных населенных пунктов, единственно возможным к применению скорее всего будет затратный подход. Но при этом следует понимать, что полученная величина стоимости может не соответствовать платежеспособному спросу, а цена сделки на рынке может существенно отличаться от полученной затратным подходом оценки, ведь затраты часто не соответствуют рыночной стоимости (принцип вклада).

В настоящее время в оценочных фирмах наблюдается существенное увеличение количества заказов на оценку объектов жилой недвижимости, во многом это связано с развитием системы ипотечного жилищного кредитования, а неотъемлемой частью договора об ипотеке являются результаты оценки стоимости предмета залога. Жилая недвижимость имеется также на балансе некоторых предприятий, и ее оценка может рассматриваться как элемент оценки бизнеса.

Ключевой особенностью жилой недвижимости является обстоятельство, что подобные объекты часто покупаются (продаются), поэтому наиболее приемлемым к определению рыночной стоимости считается сравнительный подход. Однако отказ от использования какого-либо подхода к оценке не должен негативно повлиять на точность получаемого результата. Практика показывает, что за редким исключением при оценке типового жилья, обращающегося на вторичном рынке, оценщиками обосновывается отказ от использования сразу двух подходов к оценке — затратного и доходного, а расчеты проводятся с использованием лишь сравнительных методик. При этом информация для использования каждого из трех подходов довольно доступна.

Проанализируем целесообразность применения оценочных подходов при определении стоимости жилья.

Традиционно при оценке недвижимости начинают с затратного подхода, основанного на определении стоимости строительства. Однако жилой фонд даже сравнительно молодых городов России в основном возводился в течение последних 50—70 лет. Он представляет собой набор разнообразных по вре-

мени, материалу исполнения, планировке и состоянию объектов. Применительно к рынку вторичного жилья укрупненные нормы затрат представляются не отражающими реальных затрат на воспроизводство объектов в сегодняшних условиях по следующим причинам:

- во-первых, укрупненные нормы дают очень приближенную оценку и их целесообразно применять в случаях, когда нет обширной и надежной информации по другим подходам (что неприменимо к жилью, особенно в крупных городах, так как имеется много достоверных данных о продажах аналогов);
- во-вторых, информация о себестоимости нового строительства строительными организациями не открывается, что делает практически невозможным достоверную оценку затрат на строительство в сегодняшних условиях, к тому же строительные нормативы за последние пять-шесть лет очень сильно изменились, вследствие чего сравнение старого и нового жилья по критерию стоимости нового строительства представляется некорректным.

Даже привлечение квалифицированных сметчиков не сможет исправить ситуацию, на наш взгляд, по ряду причин:

1) величина оплаты работы сметчиков довольно высока — от нескольких тысяч за небольшой объект до нескольких десятков и сотен тысяч для более крупных объектов, что несовместимо со сложившейся на рынке величиной оплаты работ по оценке жилых объектов (для типового жилья эта величина составляет, как правило, не более 2000 руб.);

2) даже при имеющейся детально просчитанной смете на объект элемент неопределенности вносит, во-первых, величина вероятной предпринимательской прибыли, которая должна быть учтена в расчетах, и, во-вторых, оценка накопленного износа, которая должна уменьшать величину стоимости, определенную затратным подходом;

3) при расчетах в целях оценки срок строительства считается пренебрежительно малым, что возможно приемлемо для ожидания постройки одной квартиры, но слишком условно для постройки целого многоквартирного дома, частью которого и является объект оценки;

4) риски инвестирования в строящееся жилье на сегодняшний день очень высоки, и далеко не каждый потенциальный покупатель квартиры на вторичном рынке в качестве альтернативного варианта будет рассматривать инвестирование в строящееся

жилье, которое, к тому же, дороже изношенных объектов вторичного рынка;

5) как бы точно не были просчитаны затраты, они далеко не всегда эквивалентны рыночной стоимости.

Учитывая вышесказанное, отказ от использования затратного подхода при оценке типового жилья на вторичном рынке представляется достаточно целесообразным.

Проанализируем преимущества и недостатки применения в этой ситуации доходного подхода, включающего совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на определении ожидаемых доходов от аренды и реверсии.

Прежде всего следует отметить, что цены на рынке аренды жилой недвижимости слабо соответствуют ценам на рынке продаж. На рынке аренды жилья главным ценообразующим параметром является отдельная единица — комната или одно-, двухкомнатная квартира, при этом качество постройки, материал стен, площадь и планировка жилья не оказывают такого же существенного влияния, как на рынке купли-продажи этих объектов.

Кроме того, в Российской Федерации на сегодняшний день отсутствует практика развитых западных стран, когда строительство жилого дома ведется с целью последующей сдачи его поквартирно в найм, а доходный подход предназначен для оценки объектов, приносящих доход.

Таким образом, *доходный подход наиболее важен для инвесторов и прочих участников рынка* при оценке объектов, непосредственно предназначенных для получения дохода: офисных и складских помещений, торговых площадей и др. Следовательно, отказ от использования доходного подхода при оценке типового жилья на вторичном рынке также нельзя назвать неприемлемым.

Рассмотрим особенности применения к оценке жилья сравнительного подхода. В крупных городах информации о ценах продаж и предложения жилья достаточно для того, чтобы считать объективными полученные на ее основе результаты оценки объектов жилой недвижимости.

Итак, на практике при определении рыночной стоимости жилья оценщик, с одной стороны, представляет некорректность данных, полученных затратным и доходным подходами в силу вышеуказанных причин, а с другой стороны, не может убедительно обосновать отказ от применения этих подходов. Однако в крупных городах рынок жилья довольно хорошо развит и отказ

от применения затратного или доходного подходов представляется целесообразным, что было бы невозможно при отсутствии или малом количестве аналогичных продаж на рынке.

9.4. Пример оценки стоимости предприятия

Цель оценки — консультирование заказчика относительно цены продажи ООО «Сладос».

Основным направлением деятельности анализируемого предприятия является производство и реализация кондитерской продукции.

Характеристика кондитерской отрасли. Состояние кондитерской отрасли оказывает влияние на условия функционирования предприятия, поэтому необходимо рассмотреть характеристику этой отрасли в России.

В кондитерской отрасли насчитывается около 1500 специализированных и прочих пищевых предприятий, выпускающих кондитерские изделия (бисквиты, продукцию из сахара, шоколад). Объем производства кондитерской промышленности России представлен в табл. 9.6.

Таблица 9.6

Объем производства кондитерских изделий в России по годам

Год	Объем производства кондитерских изделий, тыс. т
1996	1 530,3
1997	1 262,7
1998	1 369,9
1999	1 403,5
2000	1 508,5
2001	1 627,5
2002	1 792,8

Из таблицы видно, что объем производства кондитерских изделий в последние годы постоянно увеличивается.

Отрасль считается инвестиционно привлекательной, поэтому за последние годы организован целый ряд новых предприятий и цехов. Из имеющихся на сегодняшний день около 1500 специализированных предприятий по выпуску кондитерских изделий более половины — небольшие, мощностью

до 5 тыс. тонн в год. В то же время растет число предприятий, располагающих мощностью свыше 20 тыс. тонн и наблюдается тенденция объединения и укрупнения с целью консолидации усилий в конкурентной борьбе, имеет место и специализация отдельных предприятий по выпуску более узких товарных групп кондитерских изделий. В настоящее время в России созданы объединения «СладКо» (3 предприятия), «Объединенные кондитеры» («Рот-фронт» и группа предприятий ОАО «Красный Октябрь, АО «Бабаевское»), фирма «Нестле» (3 фабрики).

По информации российского подразделения швейцарской компании «Нестле» российский рынок кондитерских изделий к 2010 г. вырастет на 15%.

Большая проблема, с которой сталкиваются предприятия по производству кондитерских изделий, — рост мировых цен на сахар, какао-бобы, сою и др. Рост цен на сахар отрицательно сказывается на промышленности, так как на сахар приходится более 25% себестоимости всех кондитерских изделий.

Конкурентная борьба между существующими на рынке предприятиями достаточно интенсивна, рынок поделен между ними на сегменты и сферы влияния как по региональному, так и по потребительскому и дилерскому принципам. Нарастающая тенденция к слиянию и поглощению повышает барьеры вхождения на этот рынок. Так, формирование холдингов «Красный Октябрь» и концерна «Бабаевский» происходило за счет приобретения мощными московскими кондитерскими заводами профильных предприятий в регионах, что одновременно помогло расширить географию сбыта. Одно из последних событий — создание кондитерского объединения «СладКо», в состав которого вошли ульяновское АО «Волжанка», екатеринбургская кондитерская фабрика «Конфи» и казанское АО «Заря». При слиянии и поглощении предприятия продолжают ориентироваться на производство широкого спектра продуктов (конфеты, шоколад, торты, печенье, халва и т.д.). Это приводит к дальнейшему вытеснению или присоединению конкурентов.

В целом кондитерский рынок России характеризуется следующим:

- 1) тенденция роста объемов производства наблюдается с начала 1997 г.;
- 2) прирост объема выпуска кондитерских изделий в целом по России составил 8,8% по сравнению с приростом 2001 г., при-

рост в основном был обеспечен предприятиями, расположенными в Центральном, Северо-Западном и Сибирском округах;

3) среднегодовой рост производства в отрасли за шестилетний период составил 9,1%;

4) объем импорта кондитерских изделий за последний год составил более 16% от объема производства, объем экспорта — 5% от объема производства;

5) конкурентная борьба между существующими на рынке предприятиями достаточно интенсивна и все же отрасль инвестиционно привлекательна.

Характеристика оцениваемого предприятия. ООО «Сладос» зарегистрировано в 2001 г.

Основное направление деятельности — производство, оптовая и розничная торговля кондитерскими изделиями (конфеты, шоколад, карамель, печенье, вафли). В среднем около 60% ассортимента реализуемой продукции составляет продукция кондитерского объединения «Сладос», 40% — продукция других производителей. Сбыт кондитерской продукции производится в Н-ске, Н-ской области и ряде городов региона.

Анализ финансовой отчетности предприятия. Для целей анализа составлен сравнительный (сокращенный) аналитический баланс (табл. 9.7).

Таблица 9.7

Сокращенный аналитический баланс

№ п/п	Статья баланса	Сумма, тыс. руб.		Удельный вес в валюте баланса		Изменение		
		на начало года	на конец года	на начало года	на конец года	абсолютный прирост, тыс. руб.	темп прироста	темп роста
1	Имущество предприятия	147828	196 977	1	1	49149	0,3325	1,3325
1.1	Внеоборотные активы	118370	118 744	0,8007	0,6028	374	0,0032	1,0032
1.2	Оборотные средства	29458	78 233	0,1993	0,3972	48 775	1,6557	2,6557
1.2.1	Запасы и затраты	17846	25 278	0,1207	0,1283	7 432	0,4165	1,4165
1.2.2	Денежные средства	1144	698	0,0077	0,0035	^146	-0,3899	0,6101
1.2.3	Дебиторская задолженность	10468	52 257	0,0708	0,2653	41 789	3,9921	4,9921

№ п/п	Статья баланса	Сумма, тыс. руб.		Удельный вес в валюте баланса		Изменение		
		на начало года	на конец года	на начало года	на конец года	абсолютный прирост, тыс. руб.	темпы прироста	темпы роста
2	Источники средств	147828	196 977	1	1	49 149	0,3325	1,3325
2.1	Собственные средства	127468	131 920	0,8623	0,6697	4 452	0,0349	1,0349
2.2	Заемные средства	20360	65 057	0,1377	0,3303	44 697	2,1953	3,1953
2.2.1	Долгосрочные кредиты и займы	7000	29 431	0,0474	0,1494	22 431	3,2044	4,2044
2.2.2	Краткосрочные кредиты и займы	3 000	0	0,0203	0,0000	-3 000	-1,0000	0,0000
2.2.3	Кредиторская задолженность	10 360	35 626	0,0701	0,1809	25 266	2,4388	3,4388

По данным табл. 9.7 можно сделать следующие выводы.

1. В имуществе предприятия существенную роль составляют внеоборотные активы (80,07%), а в пассиве (источники средств) — собственные средства (86,23%). С одной стороны, это хорошо, так как внеоборотные активы и собственные средства являются соответственно постоянными активами и пассивами предприятия. С другой стороны, небольшая доля оборотных и заемных средств может свидетельствовать о замораживании деятельности предприятия, застое в его развитии.

2. На конец отчетного года краткосрочные кредиты и займы полностью погашены, частично — за счет собственных средств, о чем свидетельствует отрицательный абсолютный прирост денежных средств.

3. В отчетном периоде наиболее быстрыми темпами увеличивалось число именно оборотных и заемных средств. Темпы их роста составили соответственно 2,66 и 3,20. Существенное увеличение оборотных средств связано в основном с увеличением дебиторской задолженности (темпы роста — 4,99), а увеличение заемных средств — за счет роста долгосрочных кре-

дитов и займов (темп роста — 4,2) и кредиторской задолженности (темп роста — 3,44). На наш взгляд, это свидетельствует об оживлении производственной деятельности предприятия. Увеличение долгосрочных кредитов связано с расширением объемов оборота. А увеличение дебиторской задолженности объясняется интенсивным сбытом товаров с рассрочкой платежа.

4. Увеличение валюты баланса за год на 49 149 тыс. руб. главным образом связано с увеличением оборотных средств, в том числе за счет роста дебиторской задолженности, долгосрочных кредитов и займов.

Существует шесть признаков «хорошего» баланса:

- 1) валюта баланса увеличивается за период;
- 2) темпы роста оборотных активов выше темпа роста внеоборотных активов;
- 3) темпы роста дебиторской и кредиторской задолженности примерно одинаковы;
- 4) собственных средств больше, чем заемных;
- 5) темп роста собственных средств больше, чем заемных;
- 6) отсутствует статья «Убыток».

Баланс оцениваемого предприятия имеет пять из шести признаков «хорошего» баланса. Единственное несоответствие — п. 5. Поэтому в целом предприятие развивается достаточно стабильно, имеет хорошую структуру баланса и перспективы на будущее.

Также в анализ отчетности входит анализ финансовой устойчивости предприятия и ликвидности его баланса на основе абсолютных показателей.

Для оценки финансовой устойчивости рассчитывается трехкомпонентный показатель, включающий:

- 1) излишек (недостаток) основных средств;
- 2) излишек (недостаток) формирования функционального капитала;
- 3) излишек (недостаток) общей величины источников формирования.

Результаты расчета могут быть следующими:

- а) «+ + +» — абсолютная финансовая устойчивость;
- б) «- + +» — нормальная финансовая устойчивость;
- в) «- - +» — неустойчивая финансовая устойчивость;
- г) «- - -» — кризисная финансовая устойчивость.

Результаты расчета по предприятию «Сладос» представлены в табл. 9.8.

Таблица 9.8

Расчет трехкомпонентного показателя

(тыс. руб.)

№ п/п	Показатель	Источник информации	На начало года	На конец года
1	Источники собственных средств (СС)	Баланс	127 468	131 920
2	Основные средства и вложения	Баланс	118 370	118 744
3	Собственные оборотные средства (СОС)	Стр. 1 - - стр. 2	9 098	13 176
4	Долгосрочные заемные средства (ЗС)	Баланс	7 000	29 431
5	Наличие СОС и долгосрочных ЗС	Стр. 3+ + стр. 4	16 098	42 607
6	Краткосрочные ЗС	Баланс	13 360	35 626
7	Наличие СОС и ЗС	Стр. 5 + + стр. 6	29458	78 233
8	Запасы и затраты	Баланс	17 845	25 278
9	Излишек (+) или недостаток (-) СОС	Стр. 3 - - стр. 8	- 8 748	-12 102
10	Излишек (+) или недостаток (-) СОС и долгосрочных ЗС	Стр. 5 - - стр. 8	- 1 748	+17 329
11	Излишек (+) или недостаток (-) СОС и ЗС	Стр. 7 - - стр. 8	+11 612	+52 955
	Трехкомпонентный показатель	Стр. 9 Стр. 10 Стр. 11	- - +	- + +

Вывод по данным табл. 9.8: на начало отчетного периода у предприятия было неустойчивое финансовое положение («- - +»); на конец года оно значительно улучшилось, и появилась финансовая устойчивость.

Анализ финансовых коэффициентов. Анализ финансового состояния предприятия проведен на основе его бухгалтерской от-

четности. Финансовые коэффициенты, рассчитанные поданным финансовой отчетности предприятия, представлены в табл. 9.9, остальные необходимые показатели — в табл. 9.10—9.13.

Таблица 9.9

**Показатели оценки финансовой устойчивости
предприятия**

Коэффициент (<i>K</i>)	На начало года	На конец года	Рекомендуемое значение	Вывод
Л концентрации собственного капитала	0,86	0,67	Больше или равен 0,5	Выше 0,5, т.е. все обязательства предприятия могут быть покрыты собственными средствами
К мобилизованных и иммобилизованных средств	0,25	0,66	1	Означает нехватку оборотных средств, особенно в начале периода
К соотношения заемных и собственных средств	0,16	0,49	0,25—1	Коэффициент меньше 0,5. Значит, собственных средств на предприятии больше, чем заемных. Рост <i>K</i> к концу периода произошел за счет расширения деятельности предприятия
К маневренности	0,07	0,10	0,5	Коэффициент всегда меньше 0,5, т.е. лишь небольшая часть собственных средств находится в мобильной форме
К обеспечения запасов и затрат	0,51	0,52	Больше или равен 0,6—0,8	Запасы и затраты полностью обеспечиваются собственными источниками формирования

Вывод по данным табл. 9.9: в целом величина собственных средств предприятия в норме, однако лишь небольшая их часть находится в мобильной форме, что приводит к нехватке оборотных средств у предприятия, особенно в начале периода.

Таблица 9.10

Показатели ликвидности и платежеспособности

Коэффициент (<i>K</i>)	На начало года	На конец года	Рекомендуемое значение	Вывод
<i>K</i> абсолютной ликвидности	0,086	0,02	Больше или равен 0,25	Коэффициент всегда ниже 0,25. Следовательно, абсолютной ликвидности нет
<i>k</i> относительной ликвидности (общей платежеспособности)	0,82	1,49	Больше или равен 1	Коэффициент на конец периода больше 1, значит общая платежеспособность нормальная
<i>K</i> текущей ликвидности (покрытия)	2,15	2,2	Больше или равен 2	И на начало, и на конец периода $K > 2$, следовательно, текущая ликвидность на предприятии есть

Вывод по данным табл. 9.10: абсолютной ликвидности нет, но предприятие платежеспособно.

Таблица 9.11

Показатели оценки рентабельности

Показатель	Формула расчета	На начало года, %	На конец года, %	Вывод
Рентабельность оборота	Прибыль от продаж: Выручка	8	15	Рентабельность оборота, продукции, всего капитала и собственного на конец периода стала больше, чем на начало этого периода. Это свидетельствует об увеличении эффективности деятельности предприятия за анализируемый период
Рентабельность продукции	Прибыль от продаж: Себестоимость	9	20	
Рентабельность всего капитала	Чистая прибыль : Итог баланса	8	13	
Рентабельность собственного капитала	Чистая прибыль : Себестоимость	9	22	

Вывод по данным табл. 9.11: наблюдается рост показателей рентабельности, что свидетельствует об увеличении эффективности деятельности предприятия.

Таблица 9.12

Показатели эффективности управления

Показатель	Формула расчета	На начало года, %	На конец года, %	Вывод
Балансовая прибыль на 1 руб. оборота	Балансовая прибыль : Выручка	8	15	За период значения показателей увеличились, что свидетельствует об эффективности управления предприятием
Чистая прибыль на 1 руб. оборота	Чистая прибыль : Выручка	6	11	
Прибыль на 1 руб. оборота	Прибыль от реализации : Выручка	8	15	

Вывод по данным табл. 9.12: эффективность управления предприятием возросла.

Таблица 9.13

Показатели деловой активности

Показатель	На начало года	На конец года	Рекомендуемое значение	Вывод
" оборачиваемости капитала	1,45	1,83	Чем больше, тем лучше	Оборачиваемость капитала увеличилась, это хороший признак
Л оборачиваемости оборотных активов	6,27	3,08	Чем больше, тем лучше	Оборачиваемость оборотных активов уменьшилась, это негативно
Период оборота капитала	251,7	199	Чем меньше, тем лучше	Период оборота капитала уменьшился, что хорошо
Период оборота оборотных активов	58	118,5	Чем меньше, тем лучше	Период оборота оборотных активов увеличился, это негативный признак

Вывод по данным табл. 9.13: часть показателей деловой активности улучшились, другая часть указывает на наличие негативных тенденций в сфере деловой активности.

В целом почти все показатели, рассчитанные на основе финансовой отчетности ООО «Сладос», улучшили свои значения, что свидетельствует об улучшении работы предприятия, увеличении объемов продаж, улучшении результатов деятельности предприятия. Однако наблюдается недостаток оборотных средств, который желательно восполнить для расширения деятельности предприятия.

Выбор подходов к оценке. Методы сравнительного подхода нецелесообразно применять из-за отсутствия информации о ценах продаж аналогичных предприятий, котируются акции только очень крупных предприятий этой отрасли, а объект оценки несопоставим по размеру с этими предприятиями, к этому следует добавить невысокий уровень развития фондового рынка. Поэтому к оценке ООО «Сладос» применены два подхода: затратный и доходный.

Оценка стоимости предприятия согласно затратному подходу. Оценить предприятие с учетом издержек на его создание при условии, что предприятие останется действующим, позволяет метод стоимости чистых активов. Корректировка статей актива баланса предприятия проводилась по следующим основным направлениям: здания и сооружения, машины и оборудование, запасы, дебиторская задолженность.

Расчет стоимости чистых активов предприятия показан в табл. 9.14.

Таблица 9.14

Расчет стоимости чистых активов предприятия

№ п/п	Показатель	Величина показателя по балансу, тыс. руб.	Величина показателя по оценке, тыс. руб.
1. Активы			
1	Нематериальные активы	8 312	8 312
2	Основные средства	110 432	130 568
3	Незавершенное строительство	—	—
4	Доходные вложения в материальные ценности	—	—
5	Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения	—	—
6	Прочие внеоборотные активы	—	—
7	Запасы	23 235	23 208

№ п/п	Показатель	Величина показателя по балансу, тыс. руб.	Величина показателя по оценке, тыс. руб.
8	НДС по приобретенным ценностям	2 043	2 043
9	Дебиторская задолженность	52 257	52 257
10	Денежные средства	698	698
11	Прочие оборотные активы	—	—
12	Итого активы, принимаемые к расчету	196 977	217 086
II. Пассивы			
13	Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	29 431	29 431
14	Прочие долгосрочные обязательства	—	—
15	Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	—	—
16	Кредиторская задолженность	35 626	35 626
17	Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	—	—
18	Резервы предстоящих расходов	—	—
19	Прочие краткосрочные обязательства	—	—
20	Итого пассивы, принимаемые к расчету	65 057	65 057
21	Стоимость чистых активов	131 920	152 029

Представим рассуждения, которыми руководствовался оценщик при корректировке стоимости активов и пассивов предприятия.

Нематериальные активы. По мнению оценщика, рыночная и балансовая стоимость нематериальных активов совпадают, поэтому рыночная стоимость нематериальных активов на дату оценки принимается равной 8312 тыс. руб.

Основные средства. Эта статья подверглась существенной корректировке. В основном из-за того, что рыночная стоимость недвижимого имущества, принадлежащего предприятию, значительно выше его балансовой стоимости. По итогам проведенной оценки рыночная стоимость основных средств на дату оценки составила 130 568 тыс. руб.

Запасы. Выявлено устаревших запасов, подлежащих списанию, на сумму 27 тыс. руб. По результатам оценки остальных запасов установлено, что указанная в балансе и рыночная стоимость этих запасов совпадают. Таким образом, рыночная стоимость запасов на дату оценки составляет 23 208 тыс. руб.

НДС по приобретенным ценностям. Этот НДС принят равным балансу, поскольку соответствующие суммы НДС учтены в отчетности корректно. Таким образом, величина НДС по приобретенным ценностям на дату оценки составляет 2043 тыс. руб.

Дебиторская задолженность. При анализе дебиторской задолженности не выявлено ни сомнительных векселей, выпущенных другими предприятиями, ни нереальных для взыскания задолженностей. Отсутствует дебиторская задолженность с длительными сроками погашения, поэтому дисконтирования будущих основных сумм и выплат процентов к текущей стоимости не проводилось. Помимо авансов, выданных работникам оцениваемого предприятия, дебиторская задолженность состоит из сумм по продаже продукции надежным дебиторам в рассрочку на срок менее трех месяцев. Таким образом, по мнению оценщика балансовая и рыночная стоимость дебиторской задолженности совпадают и на дату оценки дебиторская задолженность составляет 52 257 тыс. руб.

Денежные средства. Статья «денежные средства» не подлежит переоценке. Величина денежных средств составляет на дату оценки 698 тыс. руб.

Пассивы. Стоимость пассивов, указанных в балансе, не корректировалась ввиду нецелесообразности и принята равной величине, указанной в балансе, и составляет 65 057 тыс. руб.

Таким образом, стоимость собственного капитала предприятия, определенная на основе стоимости его активов, составила 152 029 тыс. руб.

Оценка предприятия методом дисконтирования денежных потоков. Высокий уровень риска, характеризующий российский рынок инвестиций, делает неоправданным рассмотрение длительного периода в качестве прогнозного. В процессе расчета будущих денежных потоков был определен прогнозный период равный трем годам.

В результате проведенного анализа с использованием экспертных оценок величины премий за риск была определена ставка дисконтирования в размере 28,79%.

Расчет рыночной стоимости собственного капитала методом дисконтирования будущего денежного потока показан ниже. В прогнозе доходов учтены планы руководства анализируемого предприятия (табл. 9.15).

Таблица 9.15

Оценка собственного капитала предприятия методом дисконтирования денежных потоков

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	Постпрогнозный период
Выручка от реализации, тыс. руб.	395 514	415 290	427 748	436 303
Себестоимость продукции, тыс. руб.	316411	332 232	342 199	349 043
Валовая прибыль, тыс. руб.	79 103	83 058	85 550	87 261
Коммерческие расходы, тыс. руб.	9 215	9 814	10 216	10 625
Прибыль от продаж, тыс. руб.	69 888	73 244	75 333	76 636
Налог на имущество, тыс. руб.	3 261	3 982	4 735	4 730
Прибыль до налогообложения, тыс. руб.	66 627	69 262	70 598	71 906
Налог на прибыль, тыс. руб.	15 990,43	16 622,872	16 943,6	17 257,361
Чистая прибыль, тыс. руб.	50 636	52 639	53 655	54 648
Денежный поток				
Чистая прибыль, тыс. руб.	50 636	52 639	53 655	54 648
Начисление износа, тыс. руб.	14 100	15 120	15 780	15 600
Капитальные вложения, тыс. руб.	17 000	16 000	16 000	15 600
Денежный поток, тыс. руб.	47 736	51 759	53 435	54 648
Темп роста денежного потока в постпрогнозный период	—	—	—	3%
Стоимость реверсии, тыс. руб.	—	—	—	211 897,28
Коэффициент текущей стоимости	0,7765	0,6029	0,4681	0,4681
Текущая стоимость денежных потоков и реверсии, тыс. руб.	37 067,29	31 205,557	25 012,8	99 189,118
Всего текущая стоимость денежных потоков, тыс. руб.	192 474			
Здания и сооружения производственного характера, тыс. руб.	4 028			
Итого стоимость предприятия, 60 п. боа.	196 502			

Таким образом, рыночная стоимость собственного капитала предприятия, определенная методом дисконтирования денежных потоков, составила 196 502 тыс. руб.

Согласование полученных результатов. Применение двух подходов в процессе определения стоимости действующего предприятия дало результаты, значительно отличающиеся друг от друга. Для определения итоговой величины рыночной стоимости предприятия необходимо проанализировать каждый из примененных методов с учетом характера деятельности предприятия, структуры его активов, количества и качества данных, подкрепляющих каждый метод.

В процессе оценки методом дисконтирования будущего денежного потока установлена стоимость предприятия с учетом существующих и планируемых объемов выручки от реализации продукции и затрат, а также рыночный аспект, так как ставка дисконтирования основывалась на рыночных данных.

Методы сравнительного подхода невозможно применить из-за отсутствия информации о ценах продаж аналогичных предприятий ни целиком, ни по частям.

При использовании метода чистых активов и метода дисконтирования денежных потоков была получена стоимость контрольного пакета акций.

Исходя из вышесказанного, необходимо правильно выбрать окончательный результат стоимости полного контроля над предприятием. Логичнее всего за величину рыночной стоимости собственного капитала предприятия принять сумму, которую инвестор будет готов заплатить с учетом будущих ожиданий от бизнеса, т.е. полученную в доходном подходе, а результаты затратного подхода учесть, как менее существенно влияющие на итоговую стоимость предприятия. Поэтому более высокий вес (60%) присвоен доходному подходу, а результаты затратного подхода учтены как меньше влияющие на итоговую стоимость предприятия и предпочтения инвестора («вес» затратного подхода — 40%). Результаты согласования представлены в табл. 9.16.

Таблица 9.16

Согласование результатов, полученных различными подходами к оценке

Подход к оценке	Стоимость объекта оценки, тыс. руб.	«Вес», %	Взвешенное значение, тыс. руб.
Затратный	152 029	40	60 812
Доходный	196 502	60	117901
Сравнительный	Не применялся	—	—
Итого		100	178 713

В итоге при согласовании получается следующий результат: 178 713 тыс. руб. Рыночная стоимость предприятия составляет округленно 178 710 тыс. руб.

Рекомендации по результатам оценки стоимости предприятия. Анализ кондитерской отрасли показал, что отрасль развивается и считается инвестиционно привлекательной. ООО «Сладос», занимающееся реализацией продукции кондитерской отрасли, имеет достаточно устойчивое финансовое положение. Для расширения деятельности целесообразно привлекать заемные средства.

Важнейшая задача, стоящая перед ООО «Сладос», — обеспечение наличия товара в торговых точках. Отгрузка продукции кондитерских фабрик предприятию проводится только после оплаты.

Анализ баланса показал, что в имуществе предприятия существенную роль играют внеоборотные активы (80,07%), а в пассиве (источники средств) — собственные средства (86,23%). С одной стороны это хорошо, так как внеоборотные активы и собственные средства являются соответственно постоянными активами и пассивами предприятия. С другой стороны, небольшая доля оборотных и заемных средств может свидетельствовать о замораживании деятельности предприятия, застое в его развитии.

Коэффициент мобилизованных и иммобилизованных средств на начало года составил 0,25, на конец года — 0,66 при норме 1, что означает нехватку оборотных средств предприятия, особенно в начале периода. Коэффициент соотношения заемных и собственных средств на протяжении анализируемого ретроспективного периода всегда меньше 0,5. Значит, собственных средств на предприятии больше, чем заемных. Рост коэффициента к концу периода произошел за счет расширения деятельности предприятия.

Поскольку около 40% выручки от реализуемой продукции предприятие получает за счет реализации кондитерской продукции других производителей, важная задача, стоящая перед ООО «Сладос», — обеспечение денежных средств на закупку товара у других производителей. Возможна отсрочка оплаты, но не более чем на 14—21 день. При этом закупочная цена на приобретаемую без предоплаты продукцию увеличивается на 3%. Учитывая, что банковский процент составляет в среднем 2% в месяц, а без предоплаты в случае недостатка оборотных средств предприятие за 14—21 день теряет 3%, привлечение заемных

средств в случае недостатка собственных представляется целесообразным.

Для расширения деятельности ООО «Сладос» имеется возможность привлечь заемные средства под залог принадлежащего предприятию недвижимого имущества, однако этот вывод ориентировочный, в рамках оценки стоимости предприятия все активы оцениваются как часть функционирующего бизнеса, поэтому при использовании недвижимости в качестве залогового обеспечения кредита потребуются отчет об отдельной оценке подлежащего залого недвижимого имущества.

Для обеспечения роста стоимости бизнеса его функционирование должно базироваться на оптимальном сочетании объема продаж, получаемой прибыли и финансовых ресурсов.

10. Управление стоимостью предприятия

Для обеспечения роста стоимости бизнеса его функционирование должно базироваться на оптимальном сочетании объема продаж, получаемой прибыли и финансовых ресурсов, что в значительной степени определяется внешними условиями функционирования предприятия: макроэкономическими и отраслевыми факторами.

Результаты оценки бизнеса, получаемые на основе анализа внешней и внутренней информации, необходимы не только для проведения переговоров о купле-продаже, они играют существенную роль при выборе стратегии развития предприятия, принятии инвестиционных решений. Так, в процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы фирмы, степень ее устойчивости и ценность имиджа; для принятия обоснованных управленческих решений необходима инфляционная корректировка финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений; для обоснования инвестиционных проектов по приобретению и развитию бизнеса необходимо знать стоимость всего предприятия или части его активов.

10.1. Концепции управления стоимостью предприятия

Результативность важнейших факторов, меняющих стоимость, может быть оценена посредством применения метода дисконтирования денежных потоков. Основные факторы, способные повлиять на рост стоимости предприятия:

- 1) время получения доходов;
- 2) объемы реализации;
- 3) себестоимость реализованной продукции;
- 4) соотношение постоянных и переменных затрат;
- 6) собственные оборотные средства;
- 7) основные средства;
- 8) соотношение собственных и заемных средств в структуре капитала;
- 9) стоимость привлечения капитала;
- 10) эффективные управленческие решения (в частности, внедрение инновационного инструментария).

Воздействие на те или иные факторы в целях управления стоимостью осуществляется в соответствии с операционными, инвестиционными и финансовыми стратегиями развития предприятия.

Предприятие как структура позволяет людям достичь определенных целей, которые по своей природе могут быть экономическими, например получение дохода, и неэкономическими — самореализация личности. Инвестор вкладывает в предприятие средства с целью обеспечения возврата капитала и получения приемлемого дохода на капитал. Работники вкладывают свой труд, чтобы получить оплату за него. Покупатели делают возможной реализацию товара, но затраты на него должны быть сопоставимы с аналогами. Предприятие должно покупать материалы для производства продукции. Таким образом, основная цель и результат бизнеса — получение дохода, позволяющего покрыть необходимые для функционирования предприятия расходы. В условиях конкуренции эффективное функционирование предприятия достигается при стремлении к максимизации дисконтированного денежного потока, выражающего ценность капитала. Поэтому важнейшим при оценке бизнеса считается доходный подход, основанный на преобразовании в текущую стоимость ожидаемых денежных потоков, т.е. потоков дохода от предприятия за вычетом ряда обязательств, связанных с их получением. В основе формирования стоимости корпоративной структуры лежит увеличение ценности собственного капитала, т.е. за анализируемый период чистая текущая стоимость денежных потоков должна быть больше нуля:

$$NPV > 0,$$
$$NPV = -C_0 + \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+i_t)^t},$$

- где C_0 — начальные инвестиции;
 C_t — денежный поток периода t ;
 i_t — ставка дисконтирования для периода t .

Управление стоимостью предприятия направлено на обеспечение роста рыночной стоимости самого предприятия и его акций. Для этого используются приемы маркетинга, финансового менеджмента, оперативного управления, управления инновационными проектами. Применение технологии оценки бизнеса позволяет оценить текущую и будущую стоимость предприятия как с учетом внедрения инновационного инструментария, так и без него.

Концепция управления стоимостью предприятия предполагает, что менеджеры предприятия нацелены на действия и управленческие решения, которые увеличивают не столько текущие, либо надежно планируемые на ближайший период прибыли, сколько создают основу для получения гораздо больших и даже, возможно, четко не прогнозируемых прибылей в более отдаленном будущем, что, однако, способно резко повысить текущую стоимость предприятия [4, с. 39]. Менеджерам предприятий необходимо знать, какова будет стоимость предприятия в случае принятия того или иного управленческого решения, влекущего серьезные последствия (изменение организационной структуры управления, внедрение инвестиционных проектов, направленных на повышение эффективности работы предприятия комплексных мер). При рассмотрении стоимости предприятия как целевой функции управления менеджеры предприятия нацелены на долгосрочный рост стоимости.

Именно анализ изменения стоимости предприятия позволит оценить положительную либо отрицательную динамику, получаемую в ходе проведенных преобразований, касающихся не только отдельной структурной единицы, а всего предприятия в целом, с учетом и внешних, и внутренних взаимосвязей. Для прослеживания динамики изменения стоимости предприятия менеджерам нужно либо регулярно прибегать к услугам сторонних независимых оценщиков, либо, зная основы оценки бизнеса, самостоятельно применять оценочные методы. В ряде ситуаций (оценка пакета акций для решения вопроса о купле-продаже, эмиссия акций) требуется привлечение независимых профессиональных экспертов-оценщиков, но во многих ситуациях в целях разработки и принятия эффективных управленческих решений оценки приближенной стоимости предприятия самими менеджерами этого предприятия бывает достаточно. К тому же именно менеджеры оцениваемого предприятия являются наиболее информированными о ситуации на предприятии, проблемах и перспективах его развития. И именно менеджеры являются одним из ключевых источников информации для профессиональных оценщиков.

Оценка, приводящая к изменению стоимости основных фондов (ОФ), а следовательно, к изменению величины амортизационных отчислений, влияет на уровень рассмотренных выше показателей. Например, уменьшение прибыли за счет увеличения себестоимости вызовет снижение рентабельности предприятия, а увеличение внеоборотных активов ухудшит как показатели рентабельности, так и показатели оборачиваемости и фондоотдачи.

Оценка ОФ и налоговое планирование. Стоимость ОФ и уровень амортизационных отчислений напрямую влияют на формирование налогооблагаемой базы по налогам на имущество и прибыль, причем воздействие оценки ОФ на эти налоги разнонаправленное. С одной стороны, высокая стоимость ОФ приводит к увеличению налога на имущество, но с другой стороны, повышенные амортизационные отчисления включаются в состав затрат и, увеличивая себестоимость продукции, снижают налогооблагаемую прибыль. Чистая налоговая экономия от проведения оценки, т.е. разность между экономией платежей по налогу на имущество и приростом платежей по налогу на прибыль, должна быть максимальной.

Важным аспектом влияния оценки ОФ на налоговые платежи предприятия является их зависимость от степени износа ОФ и норм амортизации. Это следует учитывать при выборе подхода к оценке.

Увеличение амортизационных расходов и соответственно их доли в себестоимости приводит к повышению риска потери прибыли при снижении объема продаж (например, вследствие ограничения спроса). Поэтому особенно внимательно к увеличению стоимости ОФ следует относиться при оценке предприятий с большим удельным весом постоянных издержек, например предприятий нефтегазового комплекса и электроэнергетики, у которых доля амортизации в себестоимости составляет до 25%. Кроме того, завышение амортизации может вызвать проблемы со сбытом продукции.

Таким образом, результаты оценки сказываются практически на всех показателях деятельности предприятия.

Вложения в бизнес всегда являются инвестиционными, так как осуществляются с целью отдачи в будущем. Рост стоимости предприятия предполагает рост доходов, собственного капитала собственников, необходимость этого роста заложена в самой особенности бизнеса как товара, являющегося инвестиционным. Таким образом, стоимость корпоративной структуры можно считать целевой функцией управления. Рост стоимости предприятия возможен на основе повышения уровня управления, улучшения финансового состояния предприятия, увеличения рынков сбыта под влиянием ряда факторов внешней и внутренней среды, что указывает на необходимость исследования комплекса взаимосвязей и разработку механизмов управления формированием стоимостью предприятия.

Для достижения цели «рост стоимости предприятия» менеджер должен ориентироваться не на текущие показатели дохода от бизнеса, а на долговременные денежные потоки с точки зрения того, приносит ли бизнес доход, превышающий стоимость привлеченного капитала.

Смысл управления стоимостью предприятия заключается в создании новой стоимости. Для этого необходимо, во-первых, выявить влияющие на стоимость факторы и, во-вторых, разработать на их основе стратегию по увеличению стоимости. Основные направления деятельности: финансовый анализ для поиска внутренних резервов повышения эффективности работы предприятия; организационное и финансовое реструктурирование. Управление формированием стоимости — непрерывный процесс. Мероприятия, направленные на формирование вновь создаваемой стоимости, не являются окончательными, они трансформируются при выявлении изменений внешней и внутренней среды.

Стоимость корпоративной структуры — целевая функция управления, при создании системы целей нужно ориентироваться на максимальное увеличение этой стоимости.

Наиболее значимым механизмом управления формированием стоимости предприятия является реструктуризация. Процесс реструктуризации направлен на поиск источников развития предприятия на основе внутренних и внешних факторов с целью эффективного использования производственных ресурсов, приводящего к увеличению стоимости бизнеса. Основные направления — лидерство по затратам, заключающееся в контроле над затратами и повышении эффективности производства, и дифференциация, выпуск не имеющей конкурирующих аналогов продукции.

Управлять формированием стоимости предприятия можно на основе бизнес-планирования разработки и внедрения инновационного инструментария, позволяющего оптимизировать движущие стоимость факторы: соотношение постоянных и переменных затрат, объемы и рынки сбыта, себестоимость, время получения доходов, структуру капитала предприятия, наличие основных и собственных оборотных средств.

Например, определена стоимость ОАО «Завод». Прогнозирование денежных потоков осуществлялось на основе анализа ретроспективной динамики основных показателей производственно-хозяйственной деятельности предприятия. Ставка дисконтирования определена в размере 28,79%. Расчеты представлены в табл. 10.1.

**Оценка собственного капитала ОАО «Завод»
дисконтированием денежных потоков,
спрогнозированных на основе
ретроспективной динамики**

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	Постпрогнозный период
Денежный поток				
Чистая прибыль, тыс. руб.	50 636	52 639	53 655	54 648
Начисление износа, тыс. руб.	14 100	15 120	15 780	15 600
Капитальные вложения, тыс. руб.	17 000	16 000	16 000	15 600
Денежный поток, тыс. руб.	47 736	51 759	53 435	54 648
Коэффициент текущей стоимости	0,7765	0,6029	0,4681	0,4681
Темп роста денежного потока, %				3
Стоимость реверсии (по модели Гордона), тыс. руб.				211897
Текущая стоимость денежных потоков и реверсии, тыс. руб.	37 067	31 206	25 013	99 189
Обоснованная рыночная стоимость на дату оценки, тыс. руб.	192 475			
Здания и сооружения производственного характера, тыс. руб.	14 028			
Рыночная стоимость собственного капитала на дату оценки, тыс. руб.	206 503			

Таким образом, рыночная стоимость собственного капитала предприятия, определенная методом дисконтирования денежных потоков, составила 206 503 тыс. руб.

Определим величину будущих доходов и расходов ОАО «Завод» в прогнозный и постпрогнозный период с учетом внедрения инновационного инструментария в управлении, отраженного в бизнес-плане стратегического развития предприятия по направлениям его основной деятельности. Основные изменения: увеличилась величина амортизационных отчислений, возросла выручка предприятия. Расчетные показатели с учетом бизнес-плана приведены в табл. 10.2.

Таблица 10.2

**Оценка собственного капитала ОАО «Завод»
методом дисконтирования денежных потоков
с учетом бизнес-плана стратегического развития**

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	Постпрогнозный период
Денежный поток				
Чистая прибыль, тыс. руб.	52 684	65 710	67 681	69 712
Начисление износа, тыс. руб.	15 200	19 000	19 500	19 000
Капитальные вложения, тыс. руб.	23 000	20 000	19 600	19 000
Денежный поток, тыс. руб.	44 884	64 710	67 581	69 712
Коэффициент текущей стоимости	0,7765	0,6029	0,4681	0,4681
Темп роста денежного потока, %				3
Стоимость реверсии (по модели Гордона), тыс. руб.				270 305
Текущая стоимость денежных потоков и реверсии, тыс. руб.	34 852	39 014	31 635	126 530
Обоснованная рыночная стоимость на дату оценки, тыс. руб.	232 031			
Здания и сооружения непроизводственного характера, тыс. руб.	14 028			
Рыночная стоимость собственного капитала на дату оценки, тыс. руб.	246 059			

Таким образом, рыночная стоимость собственного капитала предприятия, определенная методом дисконтирования денежных потоков с учетом бизнес-плана стратегического развития предприятия, составила 246 059 тыс. руб. При оценке на основе ретроспективной динамики, стоимость получилась ниже почти на 40 000 тыс. руб.:

$$246\ 059 - 206\ 503 = 39\ 556 \text{ (тыс. руб.)}$$

При итоговом согласовании расхождение будет несколько изменено за счет учета результатов других подходов к оценке. Однако потенциального инвестора больше интересует доходность предприятия.

В целом процесс разработки стратегии по увеличению стоимости предприятия представляет собой последовательные эта-

пы от расчета текущей стоимости предприятия «как действующего без особых изменений» до изучения возможностей внутренних и внешних улучшений и выбора из альтернативных вариантов комплексных решений наиболее эффективного.

Сформулируем этапы процесса разработки стратегии по достижению цели «рост стоимости предприятия»:

1) анализ предприятия «как есть», без учета видимых изменений;

2) определение фактической стоимости предприятия;

3) выявление влияющих на стоимость факторов;

4) разработка стратегии по увеличению стоимости на основе внутренних факторов:

— поиск внутренних возможностей роста стоимости (улучшение финансового состояния на основе финансового анализа, поиск внутренних резервов повышения эффективности работы предприятия),

— определение потенциальной стоимости с учетом внутренних улучшений;

5) разработка направлений организационной и финансовой реструктуризации;

6) определение вариантов потенциальной стоимости с учетом внутренних и внешних улучшений;

7) разработка оптимальной стратегии по максимальному увеличению стоимости предприятия.

Основные направления реализации стратегии:

• — разработка действенной функционально-слаженной структуры управления;

— развитие особо важных направлений деятельности предприятия;

— поддержка действенности системы поощрения и стимулирования персонала для достижения поставленной цели;

— повышение корпоративной культуры;

— совершенствование кадровой политики;

— постоянное совершенствование направлений повышения стоимости в соответствии с изменяющимися условиями внешней и внутренней среды.

Как видно из перечисленных направлений, значительное внимание уделяется персоналу. Персонал — элемент оценки стоимости предприятия. Для достижения максимизации стоимости предприятия должна существовать слаженная команда, стремящаяся к созданию стоимости, для чего участникам команды необходимо обеспечить следующие условия: чувствовать себя уча-

стником создания стоимости, обладать информацией о главной и остальных целях предприятия, иметь свободу принятия управленческих решений в своей сфере в соответствии с изменяющимися факторами внешней и внутренней среды, иметь в распоряжении соответствующие ресурсы, иметь соответствующий уровень образования и квалификации для действенного участия в процессе создания стоимости.

Создание стоимостной технологии управления корпоративной структурой — это достижение максимально возможной ценности ее капитала.

Value Based Management (VBM) (наиболее приемлемый перевод данного термина — управление, нацеленное на создание стоимости) — концепция управления, направленная на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации усилий всех лиц, принимающих решения, на ключевых факторах стоимости.

Первый принцип концепции *VBM* может быть выражен следующим образом. С точки зрения акционеров (инвесторов) предприятия управление им нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости предприятия и его акций, так как такой рост позволяет акционерам (инвесторам) получать самый для них значимый по сравнению с другими формами доход от вложений в предприятие — курсовой денежный доход от перепродажи всех или части принадлежащих им акций либо курсовой неденежный доход, выражающийся в увеличении стоимости (ценности) принадлежащих акционерам чистых активов, а значит, и суммы их собственного капитала.

Стоимость предприятия, формирующаяся под влиянием принимаемых менеджерами решений, рассматривается как целевая функция управления, которая стремится к максимуму. Наличие стоимостной технологии управления становится условием эффективности работы, так как определяет четкий критерий оценки результатов деятельности — увеличение стоимости предприятия.

Второй принцип концепции *VBM* заключается в следующем. Стоимость предприятия определяется его дисконтированными будущими денежными потоками, и новая стоимость создается лишь тогда, когда предприятия получают такую отдачу от инвестированного капитала, которая превышает затраты на привлечение капитала.

Именно концепция *VBM* предполагает, что менеджеры предприятия нацелены на действия и управленческие решения, ко-

которые увеличивают не столько текущие, либо надежно планируемые на ближайший период прибыли, сколько создают основу для получения гораздо больших и даже, возможно, четко не прогнозируемых прибылей в более отдаленном будущем, что, однако, способно резко повысить текущую стоимость предприятия. Менеджерам предприятий необходимо знать, какова будет стоимость предприятия в случае принятия того или иного управленческого решения, влекущего серьезные последствия (изменение организационной структуры управления, внедрение инвестиционных проектов, направленных на повышение эффективности работы предприятия комплексных мер). При рассмотрении стоимости предприятия как целевой функции управления менеджеры предприятия нацелены на долгосрочный рост стоимости.

Но, как известно, для того чтобы управлять чем-либо, необходимо уметь это измерять. В приложении к *VBM* это означает, что необходим инструмент, позволяющий оценить отдачу от инвестированного в предприятие капитала. Таким образом, мы можем выделить основные факторы, влияющие на стоимость предприятия, которые обязательно должны учитываться в показателе, отражающем создание стоимости, — затраты на собственный и заемный капитал и доходы, генерируемые существующими активами (при этом доход может выражаться в различных формах: прибыль, денежный поток и т.д.). В 80—90-х годах XX в. появился целый ряд показателей (на основе некоторых из них в дальнейшем возникли даже системы управления, например *EVA™ Based Management*), отражающих процесс создания стоимости. Наиболее известные из них кроме *EVA™* — *MVA*, *SVA*, *CVA* и *CFROI*.

Несмотря на то, что неотъемлемой составной частью *VBM* является измерение стоимости предприятия, используемые в нем методы принципиально отличаются от традиционных методов оценки стоимости предприятия, смысл которых и условия применения приводятся на схеме на с. 275.

Традиционные методы в большинстве своем дают «точечный» во времени результат, изолированы, выхвачены из общего контекста управления и процесса достижения конечной цели, не предполагают его мониторинга. Ни одна из 25 целей традиционной оценки стоимости предприятия (приватизация, налог на имущество, кредит и т.п.) не предусматривает прямого и систематического применения стоящих за ней методов для оперативного или стратегического управления предприятием.



Сторонниками концепции *IBM* может применяться система управления стоимостью (далее *СУС*), основные этапы внедрения которой на предприятии представлены в табл. 10.3. Ее внедрение — достаточно продолжительный процесс, западные специалисты оценивают его продолжительность в два-три года.

Таблица 10.3

Первый этап	Второй этап	Третий этап	Четвертый этап	Пятый этап	Шестой этап		Седьмой этап	Восьмой этап
Определение целей и задач СУС	Описание объектов управления СУС	Проведение управленческой инвентаризации имущества предприятия и оценки бизнеса	Анализ вклада подразделений в стоимость компании	Формирование множества показателей деятельности и эффективности СУС	А. Разработка регламентов и процедур управления стоимостью	Б. Создание системы оценки оперативных и стратегических управленческих решений	Разработка системы регламентирующих документов	Периодическая оценка. Подготовка отчетов с позиции управления стоимостью
	Внедрение системы оперативного контроля над стоимостью активов							
	Подготовка кадров							

Рассмотрим каждый из представленных в табл. 10.3 этапов подробно.

1. В общем случае целью является получение достоверной информации о существующей на определенный момент времени стоимости предприятия и следующих объектов СУС: всего имущественного комплекса предприятия, его составных элементов (материальных, нематериальных и финансовых активов) и отдельных бизнесов предприятия. Эта информация нужна для принятия обоснованных управленческих решений в текущей деятельности, а также в стратегическом планировании и управлении.

2. Необходимо описать основные факторы, влияющие на стоимость предприятия, а также подготовить подробную классификацию активов. Факторы стоимости разделяют на две условные группы: внешние факторы (возникающие независимо от волеизъявления менеджмента предприятия; однако это не означает, что наступление тех или иных событий нельзя предвидеть и принять меры по минимизации негативных последствий) и внутренние факторы (связанные с действиями менеджмента, отраслевой спецификой самого предприятия).

3. Определяется рыночная стоимость предприятия в качестве точки отсчета, т.е. на ближайшую прошедшую отчетную дату, методами затратного, доходного и сравнительного подхода. Сопоставление результатов, полученных в ходе применения методов различных подходов, имеет существенно большую информативность для менеджмента предприятия, нежели результаты, полученные одним методом, или усредненная величина результатов.

В ходе инвентаризации помимо применения известных из бухгалтерского учета методов и целей следует выявить:

а) активы, которые не участвуют в генерации денежного потока предприятия (социальные и избыточные активы);

б) не отраженные на балансе активы, которые имеют стоимость и участвуют в создании денежного потока (контракты на поставку необходимых материалов с дисконтом, управленческие ноу-хау и т.д.).

Главное отличие управленческой инвентаризации от бухгалтерской состоит в том, что в ее рамках проводится оценка эффективности использования всех объектов имущества, по результатам которой принимают соответствующие решения.

В конечном итоге эффективность управления предприятием определяется не его ликвидностью или рентабельностью, не величиной прибыли, а увеличением цены бизнеса.

4. Процесс разделения предприятия на основе логического принципа на бизнес-единицы называется сегментацией. Выделяют два основных подхода к сегментации: сегментация, основанная на характеристиках потребителя товаров и услуг (сегментация по типу потребителя); бизнес-единицы, основанные на знаниях, опыте и технологиях, необходимых предприятию для производства той или иной продукции (сегментация по типу профессиональных навыков).

Основная цель данного этапа — выявить бизнес-единицы, «создающие» и «разрушающие» стоимость. Если бизнес-единица разрушает стоимость предприятия, необходимо принять решение либо о разработке системы мероприятий, позволяющих сделать подразделение доходным, либо о продаже подразделения другой компании, либо о закрытии подразделения и распродаже активов. Но даже если подразделение обеспечивает для предприятия прирост стоимости, важно определить, насколько существенна эта стоимость в рамках предприятия, насколько серьезен потенциал дальнейшего прироста стоимости. В ситуации, когда бизнес-единица, обеспечивая прирост стоимости компании, не является основной (профильной), и тем более если в составе другого предприятия она может обеспечивать существенно большую стоимость, — она подлежит продаже.

Суммарная стоимость бизнес-единиц — это стоимость предприятия в целом, поэтому управление стоимостью предприятия невозможно без эффективного контроля над стоимостью отдельных подразделений.

5. Анализ факторов стоимости позволяет построить множество показателей; закладывая определенные значения этих показателей в качестве целей управления, можно добиваться роста стоимости предприятия.

Все показатели целесообразно разбить на тактические (фондоотдача, оборачиваемость оборотных активов, оборачиваемость видов оборотных активов, рентабельность активов и т.п.) и стратегические (рыночная стоимость предприятия и ее динамика, отношение рыночной и балансовой стоимости предприятия и др.). Детализация показателей для каждого уровня управления позволяет определить эффективность управления стоимостью на всех уровнях управления и приводит к тому, что менеджеры высшего звена зачастую контролируют финансовые показатели, в то время как низшие звенья менеджмента отвечают за количественные и качественные результаты работы.

10.2. Амортизационная политика как инструмент управления стоимостью предприятия

В затратном и сравнительном подходе ориентируются в основном на рыночную стоимость имущества как используемого в производстве, так и не функционирующего. Однако изменения в амортизационной политике позволяют, например, быстрее амортизировать имущество и способствовать обновлению основных фондов, что отразится на значениях результатов оценки и сравнительным, и затратным подходом при оценке ожидаемой стоимости предприятия. Практика применения доходного подхода основана на анализе денежных потоков, в которых учитывается чистая прибыль, сформированная с учетом имущественных налогов и амортизационных отчислений, а сами амортизационные отчисления прибавляются к чистой прибыли.

Значит амортизационная политика — инструмент управления стоимостью предприятия. Заметна роль амортизационной политики, и как следствие, амортизационных отчислений, даже при оценке текущей, а не только прогнозируемой стоимости предприятия, на основе доходного подхода, включающего два основных метода: капитализации доходов и дисконтирования денежных потоков.

Рассмотрим, как влияет переоценка и амортизационная политика на величину налога на имущество и, соответственно, на величину чистой прибыли, на которой базируется расчет денежного потока любой из двух традиционных моделей (табл. 10.4).

Таблица 10.4

Влияние на налоговые платежи изменения стоимости складских помещений предприятия в результате переоценки

№п/п	Показатель	Значение показателей без переоценки, тыс. руб.	Значение показателей после переоценки, тыс. руб.
1	Восстановительная стоимость на 01.01.2005	18 696,491	14 390,093
2	Износ на 01.01.2005 (2,28%)	523,502	402,923

№п/п	Показатель	Значение показателей без переоценки, тыс. руб.	Значение показателей после переоценки, тыс. руб.
3	Остаточная стоимость на 01.01.2005	18 172,989	13 987,170
4	Линейная амортизация (% в год)	1,2	1,2
5	Налог на имущество за 2005 год	363,460	279,743
6	Амортизация за год	218,076	167,846
7	Снижение базы налога на прибыль за счет налога на имущество	581,536	447,589
8	Снижение налога на прибыль за счет налога на имущество	139,569	107,421
9	Влияние наличия недвижимого имущества на величину чистой прибыли за 2005 г.	-218,076 - 363,460 + 139,569 = -441,967	- 167,846 - 279,743 + 107,421 = -340,168
10	Влияние наличия недвижимого имущества на величину денежного потока	- 223,891	- 172,322
11	Снижение налога на имущество за счет переоценки за один год		83,716
12	Уменьшение экономии по налогу на прибыль		32,147
13	Общая экономия за счет переоценки: если предприятие платит налог на прибыль если бы предприятие не платило налог на прибыль (из-за убыточности)		51,569 83,716
14	Рост чистой прибыли за 2005 г. за счет переоценки недвижимого имущества		101,799
15	Рост денежного потока за 2005 г. за счет переоценки недвижимого имущества		51,569

Из таблицы 10.4 видно, что после переоценки стоимость имущества предприятия была снижена. Это привело к снижению налога на имущества за один 2005 г. на 83,7 тыс. руб., однако последовало увеличение налога на прибыль на 32,15 тыс. руб., но в целом экономия составила 51,57 тыс. руб. Рост денежного потока обусловлен полученной экономией по налоговым платежам, что увеличило чистую прибыль. Величина амортизационных отчислений сначала уменьшает чистую прибыль, затем эта же величина прибавляется при расчете денежного потока. То есть амортизационные отчисления влияют на стоимость предприятия через изменение налоговых платежей. Влияние на стоимость предприятия определяется в процессе дисконтирования.

Рассмотрим влияние изменения срока полезного использования недвижимого имущества предприятия и, следовательно, величины амортизационных отчислений на величину чистой прибыли предприятия без учета изменения состава недвижимого имущества в течение прогнозного периода и при прочих равных условиях (табл. 10.5).

Таблица 10.5

Влияние изменения срока полезного использования недвижимого имущества предприятия на величину чистой прибыли

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	Постпрогнозный период
Вариант 1. Срок полезного использования — 40 лет				
Остаточная стоимость недвижимого имущества на начало года, тыс. руб.	92 851,2	90 529,92	88 208,6	85 887,4
Линейная амортизация, % в год	2,5	2,5	2,5	2,5
Амортизационные отчисления, тыс. руб. в год	2 321,28	2 321,28	2 321,28	2 321,28
Налог на имущество, тыс. руб. в год	1 833,81	1 787,39	1 740,96	1 694,53
Снижение базы налога на прибыль за счет наличия недвижимого имущества, тыс. руб. в год	4 155,09	4 108,67	4 062,24	4 015,81
Снижение налога на прибыль за счет наличия недвижимого имущества, тыс. руб. в год	997,22	986,08	974,94	963,80

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	Постпрогнозный период
Вариант 2. Срок полезного использования — 30 лет				
Остаточная стоимость недвижимого имущества на начало года, тыс. руб.	92 851,20	89 787,11	86 723,00	83 658,90
Линейная амортизация, % в год	3,3	3,3	3,3	3,3
Амортизационные отчисления, тыс. руб. в год	3 064,09	3 064,09	3 064,09	3 064,09
Налог на имущество, тыс. руб. в год	1 826,38	1 765,10	1 703,82	1 642,54
Снижение базы налога на прибыль за счет наличия недвижимого имущества, тыс. руб. в год	4 890,47	4 829,19	4 767,91	4 706,63
Снижение налога на прибыль за счет наличия недвижимого имущества, тыс. руб. в год	1 173,71	1 159,01	1 144,30	1 129,59
Результаты изменения срока полезного использования (варианты 1 и 2)				
Снижение налога на имущество, тыс. руб. в год	7,43	22,28	37,14	52,00
Размер снижения налога на прибыль за счет роста амортизационных отчислений	176,49	172,93	169,36	165,80
Рост денежного потока	183,92	195,21	206,50	217,80

Из таблицы 10.5 видно, что сокращение срока полезного использования используемого в производственных целях недвижимого имущества повлекло увеличение нормы амортизационных отчислений на 0,8% в год. Это привело к росту денежного потока и, соответственно, увеличению стоимости предприятия, рассчитываемой методом дисконтирования денежных потоков.

Стоимость предприятия аккумулирует в себе результат управленческой деятельности, отражает финансовое состояние предприятия и накопленные активы. Знание основ оценки стоимости предприятия (бизнеса), умение применять на практике результаты такой оценки — залог принятия эффективных управленческих решений, достижения требуемой доходности предприятия.

Литература

- Х.Александров Д.С., Кошелев В.М.* Экономическая оценка инвестиций. М.: Колос-пресс, 2002.
2. Антикризисное управление : учебник / под ред. Э.М. Короткова. М.: ИНФРА-М, 2002.
3. *Бульчева Г.В., Демшин В.В.* Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий : учеб. пособие. М.: Финансовая академия, 1999.
4. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия : учеб. пособие. М.: ЮНИТИ—ДАНА, 2001.
5. *Грязнова А.Г., Федотова М.А., Ленская С.А. и др.* Оценка бизнеса : учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М. : Финансы и статистика, 2001.
6. *Десмонд Г.М., Келли Р.Э.* Руководство по оценке бизнеса. М.: РОО, 1996.
7. *Есинов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В.* Оценка бизнеса. СПб.: Питер, 2001.
8. Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».
9. *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 2000.
10. *Козырь Ю.В.* Стоимость компании: оценка и управленческие решения. М.: Альфа-пресс, 2004.
11. *Колайко Н.А., Севастьянов А.В., Артеменко Т.В., Абдулаев Н.А.* Стоимость предприятия: Теоретические подходы и практика оценки : учеб. пособие / Высш. шк. приватизации и предпринимательства. М., 1999.
12. *Коупленд Т.* Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. 2-е изд. / пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2000.(Сер. «Мастерство»).
13. *Микерин Г.И., Недужий М.И., Павлов Н.В., Яшина Н.Н.* Международные стандарты оценки / Гос. ун-т упр., нац. ф. подгот. кадров, Рос. о-во оценщиков. М.: Новости, 1995.
14. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса) : учебник/ под ред. В.И. Кошкина. М.: Экмос, 2002.
15. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учеб. пособие / под ред. Н.А. Абдулаева, Н.А.Колайко. М.: Экмос, 2000.
16. Постановление Правительства РФ от 06.07.2001 № 519 «Об утверждении стандартов оценки».
17. *Сергеенко М.К., Щербакова Н.А.* Анализ целесообразности применения традиционных подходов к оценке при определении

рыночной стоимости жилья / Наука, техника, инновации. Материалы 3-го Сибирского регионального семинара-совещания по программам комплексных исследований. Новосибирск : МАН, СГУПС, 2003.

18. *Симионова Н.Е.* Методы анализа рынка : учеб. пособие. М. : Экспертное бюро, 2000.

19. *Соколов В.Н.* Методы оценки предприятия / С.-Петерб. гос. инж.-экрн. акад. СПб., 1998.

20. *Таль Г.К., Григорьев В.В., Бадаев Н.Д. и др.* Оценка предприятий: доходный подход / Гильдия специалистов по антикризис, упр. М., 2000.

21. *Тарасевич Е.И.* Оценка недвижимости / С.-Петерб. гос. техн. ун-т. СПб. : СПбГТУ, 1997.

22. *Федотова М.А., Артеменков И.Л., Боброва Н.П., Карпова Н.Н.* Словарь терминов по профессиональной оценке / Фин. акад. при Правительстве РФ. М., 1999.

23. *Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К.* Руководство по оценке стоимости бизнеса / пер. с англ. Л.И. Лопатникова; под ред. В.М. Рутгайзера. М. : Квинто-Консалтинг, 2000.

24. *Фридман Д., Ордуэй Н.* Анализ и оценка приносящей доход недвижимости / пер. с англ. М.: Дело Лтд., 1997.

25. *Щербаков В.А.* Стоимость корпоративной структуры как целевая функция управления / Инновационное развитие инвестиционно-строительного комплекса. Труды региональной очно-заочной научно-практической конференции. Новосибирск : МАН-СГУПС, 2003.

26. *Щербаков В.А., Щербакова Н.А.* Оценка стоимости предприятий (бизнеса): учеб. пособие. Новосибирск: НГТУ, 2003.

27. *Щербакова Н.А.* Принятие эффективных управленческих решений на основе результатов оценки стоимости предприятия / Экономика и организация эффективного использования и устойчивого развития трудового потенциала предприятия. Новосибирск : НГТУ, 2001.

28. *Грязнова А.Г., Федотова М.А.* Оценка недвижимости : учебник. М. : Финансы и статистика, 2004.

29. *Щербакова Н.А.* Экономика недвижимости : учеб. пособие. Ростов н/Д : Феникс, 2002.

30. Экономика. Финансы. Менеджмент (вопросы теории, методологии, практики) / С.И. Алтухов, Г.К. Джурабаева, М.В. Костин, В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова и др.; отв. ред. К.Т. Джурабаев. Монография. Новосибирск : Изд-во НГТУ, 2004.

31. Chepko T.G., Scherbakova N.A. The Forming Of Effective Scientific Tools Of Investment In The Real Estate // REMINISCENCES AND PROSPECTS: Book of Papers About science at the End of the 20th Century. Vol. 2. — Praque-Novosibirsk : MAH, 2000.

32. The appraisal of Real Estate. Tenth edition. Appraisal Institut. Chicago, 1992.

33. *Егерев И.А.* Стоимость бизнеса: Искусство управления : учеб. пособие / И.А. Егерев. М.: Дело, 2003.

Щербаков Валерий Александрович

Щербакова Наталья Александровна

Специалисты в области оценки бизнеса. Авторы многочисленных публикаций на эту тему.

- В книге приведены основные принципы и методы оценки бизнеса.
- Даны способы сбора наиболее полной информации для определения стоимости предприятия.
- Показано, как правильно составлять и корректировать финансовую отчетность предприятия в целях оценки бизнеса.
- Объясняется, каким образом оформлять результаты анализа при оценке бизнеса.
- Подробно рассматривается процесс управления стоимостью предприятия.

ISBN 5-365-00213-X



издательство

ОМЕГА-А

123022, Москва, Столярный пер.

Тел./факс: (495) 258-08-38

[Http://www.omega-l.ru](http://www.omega-l.ru)