



ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Учебное пособие

Кемерово 2017

Министерство образования и науки Российской Федерации
Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«Кузбасский государственный технический университет
имени Т. Ф. Горбачева»

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Учебное пособие

Кемерово 2017

УДК 657.372.5(075.8)

Рецензенты:

Кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и кредита
ФГБОУ ВО «Кузбасский государственный технический университет имени
Т. Ф. Горбачева» О. Б. Шевелева

Ермолаева, Г. С. **Оценка бизнеса** : учеб. пособие / сост.
Г. С. Ермолаева ; КузГТУ. – Кемерово, 2017. – 171 с.

ISBN 978-5-906969-12-5

Подготовлено по дисциплине «Оценка бизнеса» и предназначено для
студентов всех форм обучения специальности 38.03.05 «Экономическая без-
опасность».

Содержатся и систематизированы материалы, необходимые для изуче-
ния дисциплины «Оценка бизнеса».

Печатается по решению редакционно-издательского совета КузГТУ.

УДК 657.372.5(075.8)

© КузГТУ, 2017

© Ермолаева Г. С.,
составление, 2017

ISBN 978-5-906969-12-5

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	5
Глава 1 Понятие, сущность и основные цели оценочной деятельности. Виды стоимости в оценке	6
1.1 Понятие, сущность и основные цели оценочной деятельности	6
1.2 Субъекты и объекты оценочной деятельности	14
1.3 Специальные применения оценки бизнеса	18
1.4 Виды стоимости в оценке	24
Глава 2 Этапы процесса оценки бизнеса	31
2.1 Общий порядок проведения процесса оценки	31
2.2 Этапы процесса оценки бизнеса	40
Глава 3 Регулирование оценочной деятельности	50
Глава 4 Затратный подход к оценке бизнеса	57
4.1 Общие положения затратного (имущественного) подхода при оценке стоимости бизнеса	57
4.2 Методы затратного подхода к оценке бизнеса	58
Глава 5 Сравнительный подход к оценке бизнеса	67
5.1 Общая характеристика сравнительного подхода	67
5.2 Основные методы сравнительного подхода к оценке бизнеса	70
5.3 Отбор предприятий-аналогов	72
5.4 Характеристика ценовых мультипликаторов	77
5.5 Формирование итоговой величины стоимости	82
Глава 6 Доходный подход к оценке бизнеса	85
6.1 Общая характеристика доходного подхода к оценке бизнеса	85
6.2 Методы доходного подхода к оценке бизнеса	87
Глава 7 Оценка стоимости земельного участка	100
7.1 Особенности земельного участка как объекта оценки	100
7.2 Доходный подход к оценке земельных участков	102
7.3 Сравнительный подход к оценке земельных участков	108
7.4 Затратный подход к оценке земельных участков	116
Глава 8 Оценка стоимости контрольных и неконтрольных пакетов акций	118
8.1 Особенности оценки долговых ценных бумаг	117
8.2 Особенности оценки долевых ценных бумаг	118

8.3 Оценка стоимости контрольных и неконтрольных пакетов акций	121
Глава 9 Отчет об оценке бизнеса	129
9.1 Общая характеристика отчета об оценке	129
9.2 Отчет об оценке бизнеса	131
Глава 10 Оценка бизнеса в специальных целях	140
10.1 Оценка стоимости бизнеса как действующего	140
10.2 Оценка ликвидационной стоимости бизнеса	146
10.3 Оценка стоимости бизнеса (компании) в целях реструктуризации	157
10.4 Оценка стоимости бизнеса в целях антикризисного управления	159
10.5 Оценка стоимости бизнеса в целях инвестирования	162
Заключение	166
Список литературы	167

ВВЕДЕНИЕ

Основными целями курса «Оценка бизнеса» является ознакомление студентов с основами оценочной деятельности и принципами оценки, освоение понятийного аппарата, обучение студентов методологическим основам, подходам и методам оценки компаний, формирование умения анализировать информацию, используемую при проведении оценки. Умение грамотно сочетать различные технологии оценки для определения стоимости бизнеса и его отдельных элементов.

Задачи курса сводятся к:

- изучению концептуальных основ оценки бизнеса;
- изучению правовой базы проведения оценки бизнеса;
- изучению основных подходов и методов оценки бизнеса;
- формированию финансовой грамотности в области оценки бизнеса.

По завершении изучения дисциплины студент должен знать: фундаментальные понятия оценки, цели и принципы оценки бизнеса; действующую систему регулирования оценочной деятельности в России и нормативно-правовые акты РФ в области оценочной деятельности; основные характеристики предприятий и организаций как объекта оценки; методы финансового анализа и технику его применения при оценке бизнеса; подходы и методы оценки бизнеса.

Данное учебное пособие составлено в соответствии с рабочей программой дисциплины, охватывает и раскрывает содержание всех предлагаемых к изучению студентами тем.

Материалы могут быть использованы студентами специальности 38.05.01 «Экономическая безопасность» для подготовки к лекционным, практическим занятиям, промежуточной аттестации по дисциплине.

Учебное пособие направлено на формирование и закрепление у студентов соответствующих компетенций; способствует освоению теоретического материала по дисциплине «Оценка бизнеса», понимание сущности, правовых основ и регулирования, механизма проведения оценки бизнеса; позволяет изучить основные подходы к оценке бизнеса, овладеть методами определения стоимости в рамках каждого из подходов к оценке; способствует успешному освоению дисциплины.

ГЛАВА 1 ПОНЯТИЕ, СУЩНОСТЬ И ОСНОВНЫЕ ЦЕЛИ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ. ВИДЫ СТОИМОСТИ В ОЦЕНКЕ

1.1 Понятие, сущность и основные цели оценочной деятельности

В условиях рыночной экономики при совершении сделок купли-продажи с имущественным комплексом или иными нематериальными ценностями участники этих сделок хотят заранее обладать информацией о возможной цене. Однако фактическая цена по этим сделкам становится известной только в итоге их совершения. Безусловно, в период принятия решения об отчуждении имущества первичная информация о стоимостных параметрах этого имущества известна. Например, в качестве такой первичной информации могут служить данные бухгалтерского учета, если речь об имуществе юридического лица. Для физических лиц такой информацией может быть цена приобретения этого имущества. Однако при этом возникает вопрос о достоверности и объективности этой информации.

Поскольку любая сделка купли-продажи затрагивает экономические интересы как минимум двух участников – продавца и покупателя, мнения которых о стоимости имущества, как правило, не совпадают, возникает необходимость об экспертной оценке имущества, с которым совершается сделка. Аналогичные вопросы могут возникать, если речь идет, например, о наследстве (налог на наследство), о разделе имущества при разводах супругов, о внесении взносов в уставные капиталы, о приватизации государственного имущества и т.д.

Именно по этим и ряду других причин возникает необходимость в оценке имущества, с которым совершается сделка купли-продажи. Говоря иными словами необходимо обоснованное мнение незаинтересованного эксперта.

Любой объект имеет как минимум два вида стоимости – бухгалтерскую (балансовую) и рыночную.

При балансовой или бухгалтерской оценке стоимость какого-либо вида имущества C_i может быть определена по следующей формуле:

$$C_i = Cб_i - И_i + Зд_i - Зк_i = Сост_i + Зд_i - Зк_i, \quad (1)$$

где $Cб_i$ – балансовая стоимость i -го вида имущества (недвижимости);

$И_i$ – износ i -го вида имущества (недвижимости);

$Сост_i$ – остаточная стоимость i -го вида имущества (недвижимости);

$Зд_i$ – дебиторская задолженность, связанная с i -м видом имущества (недвижимости);

$Зк_i$ – кредиторская задолженность, связанная с i -м видом имущества (недвижимости).

Бухгалтерская модель оценки стоимости объекта исходит из величины затрат, понесенных собственником на создание или приобретение объекта оценки, с учетом естественного износа. Кроме этого при расчете стоимости i -го вида имущества на основе данных бухгалтерского учета могут быть учтены дебиторская и кредиторская задолженности, имеющие отношения к этому виду имущества или недвижимости.

Износ, уменьшающий балансовую стоимость актива, исчисляется по методике, утвержденной государством. Соответственно износ, рассчитанный таким образом, не учитывает реальную степень физического износа актива и тем более не учитывает такой вид износа как моральный. Более того, по некоторым видам активов, имеющим относительно невысокую первоначальную стоимость, их списание, то есть отнесение своей стоимости на стоимость вновь создаваемого актива, производится в течение года. В результате актив по балансу может и не иметь стоимости в денежном выражении, но, тем не менее, может иметь потребительную стоимость и использоваться в производстве по своему прямому назначению.

Не редко на практике может сложиться и обратная ситуация. Актив в силу различного рода причин может быть физически полностью изношенным, но согласно действующим нормативным актам, определяющим порядок и сроки амортизации активов, этот актив может считаться еще физически пригодным для эксплуатации.

Это говорит лишь о том, что любой актив наряду с балансовой или бухгалтерской стоимостью обладает еще одной стоимостью – рыночной.

Также следует отметить, что при проведении оценки стоимости какого-либо вида имущества по заданию заказчика могут быть определены и обоснованы иные виды стоимости кроме рыночной, а именно: ликвидационная, инвестиционная и кадастровая.

В качестве допущения на этом этапе изучения курса мы будем оперировать термином «рыночная стоимость», предполагая, что под этим термином мы понимаем стоимость, которая определяется путем расчета и обоснования с применением соответствующих технологий, которая отличается и качественно, то есть по своему содержанию, и количественно от бухгалтерской стоимости.

Рыночная стоимость всегда будет отличаться от балансовой стоимости. Объяснение этому следующее.

Рыночная стоимость актива определяется не только учетом лишь одних затрат на его создание, а обязательно учитывает влияние таких факторов:

- время;
- риск;
- неосязаемые активы;
- внешняя конкурентная среда;
- внутренние особенности оцениваемого объекта и др.

Как видно, перечисленные факторы не имеют и не могут иметь балансовую (бухгалтерскую) стоимость, но именно их влияние формирует рыночную стоимость оцениваемого вида имущества. Следует иметь в виду, что эти факторы влияют и на качественное содержание обязательств, связанных с этим видом имущества.

С учетом влияния этих факторов принципиальная формула расчета рыночной стоимости оцениваемой недвижимости C_{p_i} будет выглядеть следующим образом:

$$C_{p_i} = C_{ост_i} \pm \sum \Phi_j, \quad (2)$$

где $\sum \Phi_j$ – совокупное влияние факторов рыночной среды на стоимость недвижимости.

Совокупное влияние факторов рыночной среды представляет собой по своему содержанию неосязаемую часть стоимости недвижимости, которая по этой причине не может быть отражена в бухгалтерском учете.

В случаях, когда остаточная стоимость равна нулю, а рыночная стоимость не равна нулю, оцениваемая недвижимость воспринимается рынком как нечто ценное, обладающее потребительной стоимостью и способностью приносить доход. Убежденность в том, что рыночная стоимость не равна нулю дает оценка стоимости недвижимости.

Исходя из всего выше сказанного, оценку стоимости любого объекта собственности можно определить как **целенаправленный упорядоченный процесс исчисления величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретной рыночной ситуации.**

Это определение оценки стоимости позволяет понять ее основные черты. Рассмотрим каждую из них.

Во-первых, оценка стоимости бизнеса (предприятия) – это упорядоченный процесс действий или операций, содержание которых зависят от цели оценки, параметров объекта оценки и выбранных методов. Как правило, последовательность действий оценщика следующая:

- определение цели оценки;
- определение вида стоимости, подлежащего обоснованию;
- сбор необходимой информации и ее обработка;
- применение подходов для обоснования величины рыночной стоимости объекта оценки;
- согласование результатов расчета величины стоимости объекта оценки, полученной различными подходами;
- составление отчета о результатах оценки рыночной стоимости объекта оценки.

Ни один из этапов нельзя пропустить или «переставить» на другое место. Это может привести к искажению результата. Отсюда следует, что оценочная деятельность – процесс упорядоченный: все действия совершаются в определенной последовательности.

Во-вторых, рыночная стоимость определяется обязательно в денежном выражении, например, в рублях. При этом необходимые для расчета стоимости вычисления целесообразно проводить сразу в выбранной валюте, так как это позволит провести более точные расчеты и избежать или существенно уменьшить погрешность, воз-

никающую при переводе итогового результата из одной валюты в другую.

В-третьих, определяя стоимость объекта оценки, оценщики используют информацию:

- предоставленную заказчиком;
- полученную из внешних источников и содержащую сведения о состоянии рынка в целом и того сегмента, на котором «торгуется» оцениваемый объект.

В-четвертых, важнейшим фактором, влияющим на оценку стоимости недвижимости, является время. Рыночная стоимость объекта оценки изменяется во времени под влиянием многочисленных факторов, поэтому она «привязана» только к конкретной дате, то есть к дате, на которую проводится оценка

В целом же оценка рыночной стоимости объекта оценки позволяет:

- продавцу и покупателю заключить сделку, ориентируясь на обоснованную стоимость товара, так как рыночная стоимость учитывает не только и не столько индивидуальные затраты и ожидания, сколько ситуацию на рынке в целом, ожидания рынка, общеэкономическое текущее развитие, реакцию рынка на объект сделки;
- собственнику объекта усовершенствовать процесс производства, разработать комплекс мероприятий, направленных на увеличение рыночной стоимости бизнеса;
- оценка помогает принять правильное инвестиционное решение, сократив традиционные издержки;
- оценка стоимости в макроэкономическом аспекте является одним из рычагов управления и регулирования экономики со стороны государства, особое значение оценка имеет при управлении государственной и муниципальной собственностью.

После того, как определены субъекты и объекты процесса оценки, неотъемлемым элементом их взаимоотношений является определение целей оценки.

Каждая группа субъектов процесса оценки со стороны заказчика преследует свои цели. Наиболее характерными являются следующие варианты.

Для физических лиц определение рыночной стоимости недвижимости интерес представляет при:

- получении наследства (налогообложение);

- разделении имущества при разводах супругов;
- при аресте имущества физических лиц для погашения их долгов.

Для юридических лиц основными целями оценки является определение ее величины при:

- при продаже имущества;
- при страховании имущества;
- при передаче имущества в качестве залога;
- для целей налогообложения;
- при внесении имущества в качестве вноса в уставный капитал;
- при ликвидации бизнеса или какой-то ее части и т.д.

Для государственных органов основными целями оценки являются определение ее величины при:

- при приватизации государственной собственности;
- при банкротстве юридических лиц по инициативе государства;
- при изъятии какого-либо имущества, особенно земельных участков, если это изъятие затрагивает интересы текущего собственника или пользователя этим имуществом и т.д.

Оценку объектов собственности проводят и в других целях, а именно:

- реструктуризации предприятия;
- Ликвидация предприятия, слияние, поглощение либо выделение самостоятельных предприятий из состава холдинга предполагает проведение его рыночной оценки, т.к. необходимо определить цен покупки или выкупа акций, величину премии, выплачиваемой акционерам поглощаемой фирмы и т.п.;
- определения стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятия на фондовом рынке;
 - повышения эффективности текущего управления предприятием, фирмой;
 - определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании. В данном случае оценка требуется в силу того, что величина стоимости активов по бухгалтерской отчетности может резко отличаться от их рыночной стоимости;
 - принятия обоснованных управленческих решений.

Целями оценки предприятия (бизнеса) могут быть:

- 1) повышение эффективности управления предприятием;
- 2) обоснование инвестиционного решения;
- 3) разработка плана развития (бизнес-план);
- 4) реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, поглощение, выделение);
- 5) определение текущей рыночной стоимости предприятия в случае его частичной (полной) покупки (продажи), при выходе одного или нескольких участников из обществ и т.д.;
- 6) определение стоимости ценных бумаг предприятия, паев, долей его капитала;
- 7) определение кредитоспособности предприятия и величины стоимости залога при кредитовании;
- 8) определение рыночной стоимости имущества при страховании;
- 9) определение налогооблагаемой базы предприятия;
- 10) переоценка активов предприятия для целей бухгалтерского учета;
- 11) внесение в уставной капитал имущественных вкладов учредителей;
- 12) выкуп акций у акционеров;
- 13) для обоснования иска или обжалования судебного решения;
- 14) определение величины арендной платы при сдаче бизнеса в аренду;
- 15) эмиссии ценных бумаг.

Таблица 1

Классификация целей оценки бизнеса со стороны различных субъектов

Субъект оценки	Цели оценки
Предприятие как юридическое лицо	1. Обеспечение экономической безопасности. 2. Разработка планов развития предприятия. 3. Выпуск акций. 4. Оценка эффективности менеджмента
Собственник	Выбор варианта распоряжения собственностью. Составление объединительных и разделительных балансов при реструктуризации.

Субъект оценки	Цели оценки
	Обоснование цены купли-продажи предприятия или его доли. Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия
Кредитные учреждения	Проверка финансовой дееспособности заемщика. Определение размера ссуды, выдаваемой под залог
Страховые компании	Установление размера страхового взноса. Определение суммы страховых выплат
Фондовые биржи	Расчет конъюнктурных характеристик. Проверка обоснованности котировок ценных бумаг
Инвесторы	Проверка целесообразности инвестиционных вложений. Определение допустимой цены покупки предприятия с целью включения его в проект
Государственные органы	Подготовка предприятия к приватизации. Определение облагаемой базы для различных видов налогов. Установление выручки от принудительной ликвидации через процедуру банкротства. Оценка для судебных целей

Оценка стоимости имеет большое значение для потенциального покупателя и/или продавца при определении обоснованной цены сделки, для кредитора – при принятии решения о предоставлении ипотечного кредита, для страховой компании – при возмещении ущерба в преддверии потерь, для инвесторов – при определении исходной и будущей стоимости проекта развития бизнеса. Если правительство отчуждает собственность, собственнику недвижимости может потребоваться ее оценка, чтобы оспорить предложение органов исполнительной власти о «справедливой компенсации» при переуступке долговых обязательств, связанных с объектами оценки, принадлежащими государству.

Если одна компания стремится приобрести другую, то ей может потребоваться оценка текущей стоимости бизнеса, принадлежащего последней. Оценка может проводиться в целях оптимизации налогообложения, вывода хозяйствующих субъектов из состояния банкротства, формирования и проведения антикризисной политики по предотвращению банкротства. При этом процедура

оценки позволяет сбалансировать структуру активов предприятия, навести порядок в начислениях амортизации и оптимизировать структуру себестоимости продукции. В итоге проведение оценки стоимости предприятия способствует оптимизации системы его управления и успеху применения современных методов финансового менеджмента для управления кризисными хозяйственными ситуациями и при реструктуризации производства.

1.2 Субъекты и объекты оценочной деятельности

Процесс оценки предполагает наличие оцениваемого объекта и субъектов оценки.

Субъектами оценочной деятельности являются физические и юридические лица, а также органы государственной власти и саморегулируемые организации оценщиков, то есть все те, кто заказывает оценку, проводит ее, регулирует и контролирует, а также является потребителем оценочных услуг.

1.2.1 Субъекты оценочной деятельности

К субъектам оценочной деятельности можно отнести:

- органы исполнительной власти Российской Федерации, субъектов Российской Федерации, муниципальных образований;
- оценщиков, являющихся индивидуальными предпринимателями или юридическими лицами;
- профессиональные объединения оценщиков;
- заказчиков оценки – юридических и физических лиц, по инициативе которых на основании заключенного между ними и оценщиком в письменной форме договора проводится оценка того или иного объекта;
- потребителей оценочных услуг – юридических или физических лиц, а также органов исполнительной власти, использующих информацию, содержащуюся в отчете об оценке.

Всю совокупность субъектов оценочной деятельности можно разделить на две больших группы.

К первой группе следует отнести потребителей оценочных услуг – заказчиков, по инициативе которых на основании заклю-

ченного между ними и оценщиком в письменной форме договора проводится оценка того или иного объекта.

В свою очередь, состав этой группы правомерно разделить на следующие подгруппы:

- юридические лица независимо от формы собственности;
- физические лица;
- органы исполнительной власти Российской Федерации, субъектов Российской Федерации, муниципальных образований.

Ко второй группе относятся оценщики, то есть исполнители, проводящие оценку каких-либо объектов по заказу потребителей оценочных услуг.

Состав этой группы можно также разделить на следующие подгруппы:

- индивидуальные специалисты оценщики, имеющие соответствующую подготовку и соответственно имеющие аттестаты, сертификаты, являющиеся членами профессионального объединения оценщиков;
- юридические лица, имеющие право заниматься оценочной деятельностью.

Изменения законодательства 2017 года предусматривают, помимо обязательного участия оценщика в СРОО (саморегулируемая организация оценщиков), обязательное наличие стажа в отрасли не менее трех лет, 1 год из них в качестве помощника оценщика, подтверждение квалификации оценщика в начале осуществления им деятельности и каждые последующие три года. Специализация оценщиков сузится группами оцениваемого имущества. Оценщик должен осуществлять оценку строго определенной группы имущества, указанной в его сертификате, либо сдавать несколько квалификационных экзаменов, чтобы иметь право оценивать разные группы имущества.

Деятельность оценщиков не является лицензируемой.

Оценивать объекты могут физические лица – оценщики, которые являются либо индивидуальными предпринимателями, либо работниками оценочных компаний.

В последнем случае, именно оценочная компания заключает с заказчиком договор на оценку объекта оценки.

В Федеральном законе от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» в ст. 4 субъектами оценоч-

ной деятельности признаются с одной стороны, юридические лица и физические лица (индивидуальные предприниматели), деятельность которых регулируется настоящим Федеральным законом (оценщики), а с другой – потребители их услуг (заказчики).

Таким образом, оценщики и заказчики – это субъекты оценки «первого уровня», всех остальных можно отнести к субъектам «второго уровня».

Органы власти участвуют в формировании порядка и определении требований и условий для осуществления оценочной деятельности посредством разработки, принятия нормативных правовых актов и их реализации исполнительными органами власти, осуществляющими также и контроль за деятельностью оценщиков. Что касается потребителей оценки, то ими не обязательно являются заказчики. Потребителем оценки может быть любой участник оценочной деятельности, в том числе и органы власти (выступающие в роли собственника государственного или муниципального имущества, например, при приватизации последнего).

Интересы заказчика оценки и потребителя результатов оценки могут в таком случае не совпадать. Например, если независимым оценщиком проводится оценка объекта для определения стоимости для целей налогообложения, то в данном случае потребителем услуг независимого оценщика будут являться налоговые органы, использующие информацию, содержащуюся в отчете об оценке, для контроля правильности исчисления налогооблагаемой базы и амортизационных отчислений на этот вид имущества. Заказчиком будет выступать налогоплательщик, но интересы этих двух сторон будут противоположны.

Ответственность за точность полученных в процессе оценки результатов (стоимости) полностью лежит на оценщике. Заказчик в свою очередь должен предоставить оценщику достоверные и полные сведения об объекте оценки, а если возможно, то обеспечить прямой доступ к объекту.

Заказчиком, равно как оценщиком, могут являться физические и юридические лица, причем заказчиком в отличие от оценщика может быть физическое лицо, не имеющее статуса индивидуального предпринимателя.

Отношения между этими двумя сторонами оформляются договором об оценке конкретного объекта оценки, ряда объектов оценки либо долговременное обслуживание заказчика по его заявлениям.

Таким образом, осуществлять оценочную деятельность могут индивидуальные предприниматели, юридические лица, обладающие общей правоспособностью, и юридические лица, обладающие специальной правоспособностью, при условии соответствия этой деятельности их уставным целям и получения лицензии на осуществление оценочной деятельности с учетом соблюдения условий осуществления оценочной деятельности.

1.2.2 Объекты оценки

Отношения между субъектами оценочной деятельности должны быть оформлены надлежащим образом. Это предполагает наличие как минимум четырех документов, а именно:

- техническое задание на проведение оценки;
- информация об оцениваемом имуществе
- договор на оказание услуг по оценке;
- отчет оценщика.

В первых двух документах излагаются характеристики оцениваемого объекта, цель оценки и иная информация, необходимая для проведения оценки. Ответственность за полноту и достоверность информации об объекте оценки в полном объеме лежит на заказчике услуг по оценке.

По результатам своей работы оценщик представляет заказчику отчет об оценке объекта. В этом случае ответственность за результаты оценки лежит на оценщике.

Говоря иными словами, в перечисленных документах излагается описание объекта оценки, результаты его оценки, а также отношения между заказчиком и исполнителем.

В соответствии со ст. 5 Закона РФ «Об оценочной деятельности» к объектам оценки относятся:

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество заказчика, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое и т.д.);

право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
права, требования, обязательства (долги);
работа, услуги, информация;
иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством РФ установлена возможность их участия в гражданском обороте.

1.3 Специальные применения оценки бизнеса

Специальные применения оценки бизнеса предусматриваются законодательством и касаются достаточно необычных, но все же встречающихся в рыночной экономике время от времени хозяйственных ситуаций. Некоторые из этих ситуаций типичны для любой страны с рыночной экономикой, некоторые – только для стран с переходной экономикой.

Специальные применения относятся к следующим шести основным случаям:

1) выкуп паев (акций) в закрытых компаниях типа обществ с ограниченной ответственностью и закрытых акционерных обществ или пая в товариществах при выходе из их состава одного из акционеров (учредителей, пайщиков);

2) эмиссия новых акций открытыми акционерными обществами;

3) подготовка к продаже предприятий-банкротов, выставляемых на конкурс;

4) подготовка к продаже приватизируемых предприятий (включая продажу пакетов их акций, еще остающихся в собственности государства);

5) обоснование вариантов санации предприятий-банкротов;

6) проверка цены предложения по акциям закрытых акционерных обществ крупными профессиональными (венчурными) инвесторами.

Рассмотрим подробнее каждую из ситуаций.

1) Выкуп паев (акций)

В обществах с ограниченной ответственностью законодательство не предусматривает какого-либо особого порядка оценки под-

лежащего выкупу пая того члена общества, который решил выйти из общества. Этот вопрос относится к компетенции устава общества, т.е. должен быть урегулирован в нем.

Альтернативными способами регулирования указанного вопроса являются:

1) выходящий из общества член получает от общества компенсацию, равную номинальной стоимости ранее внесенного им взноса;

2) выкуп обществом (либо любым другим его членом) пая выходящего из него члена осуществляется по номинальной стоимости этого пая, индексированной на накопившуюся за время нахождения в обществе выходящего из него пайщика инфляцию;

3) при выходе из общества его член получает компенсацию, равную номинальной стоимости соответствующего пая плюс приходящиеся на этот пай капитализированные (не распределенные ранее) прибыли;

4) выкупная стоимость рассматриваемого пая равняется его рыночной стоимости, выводимой из рыночной стоимости данной компании, которая пропорционально распределяется между паями членов общества.

Наиболее обоснованным и в максимальной мере привлекательным для инвесторов общества с ограниченной ответственностью (гарантирующим их права) представляется последний способ.

И именно для его реализации необходимо согласованное (предусмотренное в уставе) определение рыночной стоимости компании и ее паев. При этом оценка компании может быть поручена аудиторской либо специализированной оценочной фирме.

Примерно та же ситуация создается в непубличных акционерных обществах, когда речь идет об определении в их уставе принципов оценки стоимости акций, которые желающими выйти из общества акционерами должны сначала предлагаться другим акционерам общества.

2) Эмиссия новых акций

Выпуск новых акций является важнейшим способом привлечения дополнительного капитала акционерными обществами. Однако выпуск новых акций в состоянии оказаться и инструментом разрушения фондового рынка, если компании-эмитенты будут, по

разным причинам, не в состоянии реинвестировать получаемые с фондового рынка средства в проекты, способные принести дополнительные прибыли и обеспечить доходность выпущенных акций.

Наиболее вероятной и часто встречающейся причиной указанной неспособности перспективно реинвестировать фонды, полученные от размещения на рынке новых акций, является то, что компания заведомо не в состоянии это сделать, так как нуждается по крайней мере в части этих средств для покрытия своих текущих убытков, простого поддержания имеющихся мощностей, пополнения собственных оборотных средств, осуществления плановых выплат по ранее взятым кредитам, уплаты по просроченным долгам и т.п.

В финансовой теории применительно к неэкстремальным случаям это объясняется так называемым «разводнением» акций, когда не приносящие дополнительных прибылей средства от размещения новых акций, тем не менее, увеличивают обязательства фирмы-эмитента по выплате дивидендов возросшему числу акционеров, что приводит к сокращению дивидендных доходов акционеров.

Причем из публикуемых финансовых отчетов компании-эмитента при поверхностном и даже более глубоком анализе практически невозможно или очень затруднительно установить, какова вероятность описанного сценария. Здесь сказываются и вероятность завышения объявляемых прибылей и недоамортизация основных фондов вследствие неприменения методов ускоренной амортизации, невозможность провести корректный сравнительный анализ финансовых коэффициентов фирмы в сопоставлении с аналогичными коэффициентами других компаний отрасли, некачественность аудита отчетности и другие факторы.

В этой ситуации и находит специальное применение оценки бизнеса. Принцип этот прост:

- перед тем, как разрешить эмиссию новых акций проверяют: в каком соотношении находятся балансовая и оценочная стоимости собственного капитала компании-эмитента;
- если оценочная стоимость собственного капитала данного предприятия больше, чем балансовая стоимость, то эмиссия новых акций разрешается – причем как раз на величину выявленного превышения;
- если оценочная стоимость собственного капитала фирмы-

эмитента меньше, чем балансовая стоимость этого капитала, то эмиссия акций не разрешается;

- в последнем случае акционерное общество, желавшее выпустить новые акции, обязано уменьшить величину стоимости своего собственного (уставного) капитала в бухгалтерском балансе общества как раз на разницу между оценочной стоимостью предприятия и объявлявшейся балансовой стоимостью его собственного (уставного) капитала.

Эмиссия новых акций может быть произведена ровно на ту сумму, на которую оценочная величина стоимости собственного (уставного) капитала общества-эмитента превышает величину балансовой стоимости этого капитала.

Если же эта разница отрицательна, то на нее в балансе предприятия-эмитента стоимость его собственного (уставного) капитала должна быть уменьшена – с приведением в соответствие остаточной балансовой стоимости материальных и, в особенности, нематериальных активов.

3) Подготовка к продаже предприятий-банкротов

Оценка бизнеса составляет одну из важнейших задач внешних управляющих, назначаемых по решению суда на признанные судом предприятия банкротами.

Важнейшей составной частью подготовки предприятия-банкрота к продаже является правильная оценка и рыночная стоимость предприятия.

При этом здесь важны следующие аспекты:

1. Цена, по которой предприятие или доли в нем будут предлагаться к продаже, не должна быть, с одной стороны, занижена, так как этим был бы нанесен прямой имущественный ущерб кредиторам банкрота. Он заключается в том, что выручка от продажи покроет тогда меньшую часть долгов несостоятельного предприятия и его кредиторам будет, соответственно, недовыплачена компенсация по долгам.

2. Указанная цена, с другой стороны, не должна быть завышена, потому что и в этом случае кредиторам банкрота был бы нанесен ущерб, который состоит в задержке получения ими компенсации по долгам из-за того, что при завышенной цене предложения на продаваемое предприятие не удастся найти

инвесторов и все равно эту цену придется впоследствии снижать.

3. Если известны потенциальные покупатели (инвесторы), оценка готовящегося к продаже несостоятельного предприятия должна проводиться применительно к предполагаемым планам, деловым возможностям и информированности конкретных инвесторов. Для разных инвесторов она может быть тоже разной.

4. Оценка выставляемых на продажу предприятий может быть многовариантной еще и потому, что до этой продажи внешними управляющими может быть, с согласия и по поручению кредиторов банкрота, проведен большой или меньший комплекс мероприятий по предварительной санации данного предприятия, что, естественно, повлияет на итоговую (после завершения санации) оценку предприятия и запрашиваемую за него цену.

4) Подготовка к продаже приватизируемых предприятий (или пакетов их акций, еще остающихся в собственности государства)

Применение оценки бизнеса в данном случае в принципе имеет те же особенности, которые отмечались в связи с подготовкой к продаже предприятий-банкротов.

Отличия с предыдущим случаем заключаются лишь в том, что:

- приватизируемые предприятия совсем не обязательно являются банкротами (хотя в ряде случаев они действительно фактически приближаются к несостоятельности или могут уже фактически являться несостоятельными) – чаще они являются нормально работающими либо способными нормально работать;

- выручка от продажи приватизируемых предприятий или приватизируемых государственных пакетов акций направляется не кредиторам предприятия, а бывшему собственнику, т.е. государству (в федеральный либо местный бюджета).

С учетом этих отличий все четыре аспекта остаются справедливыми.

5) Обоснование вариантов санации предприятий-банкротов

Санация предприятий-банкротов (официально объявленных таковыми либо фактически несостоятельных, но, тем не менее, выставляемых на приватизацию) предполагает их финансовое оздо-

рование, направленное на повышение цены, по которой эти предприятия могут быть проданы.

Задача оценки бизнеса применительно к процессу санации финансово кризисных предприятий видоизменяется. Она заключается в прогнозировании оценочной стоимости предприятия после того, как будет выполнен запланированный комплекс санационных мероприятий, т.е. в прогнозировании будущей – по истечении периода, отведенного на санацию – обоснованной рыночной и инвестиционной стоимости предприятия.

При этом стоимость будет многовариантной – в зависимости от того, какие конкретные санационные мероприятия будут одобрены. На предприятиях, официально объявленных банкротами, сформулированная выше задача становится одной из важнейших функций профессионально подготовленных внешних управляющих. В своем отчете об оценке предприятия-банкрота, который ими должен быть представлен собранию кредиторов после назначения этих управляющих должно быть определено, сколько предприятие-банкрот стоит на данный момент. Они должны также представить на решение кредиторов как минимум две альтернативы:

- продавать предприятие по его текущей и, как правило, весьма низкой определенной ими цене;
- согласиться на более продолжительную санацию предприятия-банкрота, которая позволит повысить продажную цену предприятия и увеличить выручаемые для кредиторов от его продажи средства.

Санационные мероприятия, влияющие на оценку бизнеса, могут быть трех родов.

- санация в режиме экономии;
- санация на основе вновь начинаемых инвестиционных проектов (краткосрочных или с коротким сроком окупаемости, с небольшими стартовыми инвестициями):
- санация на основе продолжения ранее начатых на предприятии перспективных инвестиционных проектов, на которые ему не хватило времени и средств, но которые обещают в скором времени значительную отдачу.

Особенно интересными и многообещающими способны оказаться санационные мероприятия второго рода – на основе удачно подобранных вновь начинаемых инвестиционных проектов с корот-

ким сроком окупаемости. Эти проекты чаще всего базируются на инновациях.

б) Проверка цены предложения по акциям закрытых акционерных обществ

Достаточно частыми являются ситуации, когда акционеры закрытых акционерных обществ пытаются по завышенной стоимости продать свои акции внешним инвесторам. Или же, наоборот, акции такой компаний предлагаются на внебиржевом фондовом рынке по заниженной цене.

Профессиональные инвесторы (особенно зарубежные), имея в виду вероятность указанных вариантов, могут сами – либо за весьма серьезные средства, нанимая специализированных оценщиков – предпринять проверку произвольно назначаемых цен на предлагаемые им пакеты акций.

1.4 Виды стоимости в оценке

Стоимость недвижимости, как и любого иного товара, имеет две формы проявления – *потребительную* и *меновую стоимости*.

Потребительная стоимость объекта оценки обусловлена совокупностью естественных свойств, присущих данному объекту недвижимости, и способных удовлетворять потребности текущего или потенциального пользователя.

Меновая стоимость объекта недвижимости – это стоимость объекта, возникающая в процессе обмена объектов недвижимости на деньги или другие товары. Формой проявления меновой стоимости является цена, по которой объект недвижимости отчуждается. При этом цена в денежном выражении отображает суммарное действие всех рыночных факторов.

В зависимости от целей оценки, полноты оцениваемых прав на недвижимость различные виды стоимости могут быть разделены на две основные группы:

- 1) стоимость в обмене как выражение меновой стоимости;
- 2) стоимость в пользовании как выражение потребительной стоимости.

1.4.1 Потребительная стоимость недвижимости

Согласно Федеральному стандарту оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)», утвержденному приказом Министерства экономического развития Российской Федерации № 298 от 20 мая 2015 г. при осуществлении оценочной деятельности используются следующие виды стоимости объекта оценки:

- рыночная стоимость;
- ликвидационная стоимость;
- инвестиционная стоимость;
- кадастровая стоимость.

Рыночная и ликвидационная стоимости относятся к стоимости в обмене, так как в конечном итоге позволяют заказчику оценки понять по какой цене он сможет продать объект оценки.

Соответственно *инвестиционная и кадастровая* стоимости относятся к стоимостям в пользовании, так как имеют своей целью дать информацию заказчику об оценке доходов, возможных к получению от инвестиций или об инвентаризационной (кадастровой) стоимости какого-либо объекта.

В зависимости от пожеланий заказчика, а также более конкретных ситуаций и целей использования оцениваемой недвижимости в рамках расчета и обоснования рыночной стоимости могут быть определены следующие ее разновидности:

- стоимость объекта оценки с ограниченным рынком;
- специальная стоимость (залоговая, стоимость аренды, страховая и т.д.);
- стоимость замещения объекта оценки;
- стоимость воспроизводства объекта оценки;
- стоимость объекта оценки при существующем использовании.

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

Отсутствие чрезвычайных обстоятельств означает, что у каждой из сторон сделки имеются мотивы для совершения сделки, при этом у каждой из сторон нет принуждения к её совершению.

Отсутствие чрезвычайных обстоятельств означает, что:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана покупать объект оценки;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

Возможность отчуждения на открытом рынке означает, что объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов, при этом срок экспозиции объекта на рынке должен быть достаточным для привлечения внимания достаточного числа потенциальных покупателей.

Разумность действий сторон сделки означает, что цена сделки – наибольшая из достижимых по разумным соображениям цен для продавца и наименьшая из достижимых по разумным соображениям цен для покупателя.

Полнота располагаемой информации означает, что стороны сделки в достаточной степени информированы о предмете сделки, действуют, стремясь достичь условий сделки, наилучших с точки зрения каждой из сторон, в соответствии с полным объемом информации о состоянии рынка и объекте оценки, доступным на дату оценки.

Рыночная стоимость определяется оценщиком, в частности, в следующих случаях:

- при изъятии имущества для государственных нужд;
- при определении стоимости размещенных акций общества, приобретаемых обществом по решению общего собрания акционеров или по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества;

- при определении стоимости объекта залога, в том числе при ипотеке;
- при определении стоимости неденежных вкладов в уставный (складочный) капитал;
- при определении стоимости имущества должника в ходе процедур банкротства;
- при определении стоимости безвозмездно полученного имущества.

Вместе с тем на практике по желанию заказчика могут быть рассчитаны следующие разновидности рыночной стоимости:

- 1) стоимость объекта оценки с ограниченным рынком;
- 2) специальная стоимость (залоговая, стоимость аренды, страховая и т.д.);
- 3) стоимость замещения объекта оценки;
- 4) стоимость воспроизводства объекта оценки;
- 5) стоимость объекта оценки при существующем использовании.

Стоимость объекта оценки с ограниченным рынком – это стоимость объекта оценки, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров. Это относится, как правило, к специализированным объектам, не имеющим обращения на рынке и которые могут быть проданы ограниченному кругу покупателей (электрические сети, военная техника для утилизации и т.д.).

Под *специальной стоимостью* понимается стоимость объекта оценки, для определения которой оговариваются условия ее определения, не включенные в понятие рыночной стоимости.

Разновидностями специальной стоимости являются:

- залоговая стоимость;
- рыночная стоимость аренды;
- страховая стоимость.

Залоговая стоимость – это стоимость объекта недвижимости, которую кредитор надеется получить при вынужденной продаже данного объекта в случае неплатежеспособности заемщика. По сложившейся практике в РФ залоговая стоимость, как правило, на 30%, ниже рыночной стоимости.

Рыночная стоимость аренды (арендная стоимость) – это величина арендной платы, за которую может быть сдан в аренду объект недвижимости на дату оценки при типичных рыночных условиях. При этом типичными условиями считаются:

- на дату объект оценки не занят и готов к сдаче в аренду на условиях конкурентного рынка и соответственно арендодатель и арендатор достаточно осведомлены о характеристиках объекта и действуют разумно и без принуждения;
- период экспозиции объекта аренды достаточен для того, чтобы информация стала известной потенциальным арендаторам;
- предлагаемая арендная стоимость соответствует типичным рыночным условиям, величине и динамике арендных ставок.

Страховая стоимость – денежная сумма, на которую могут быть застрахованы разрушаемые элементы недвижимости или сама недвижимость в целом, рассчитанная в соответствии с методиками, применяемыми в сфере государственного и частного страхования.

Специфическим моментом расчета страховой стоимости является то, что в основе ее расчета лежит принцип замещения или воспроизводства объекта оценки с учетом накопленного износа. Этот принцип означает, что оценке подлежат затраты, необходимые для приведения объекта недвижимости в состояние, имевшееся до наступления страхового случая.

По этой причине, а также по ряду иных причин такие виды стоимости как *стоимость замещения* и *стоимость воспроизводства* объекта оценки имеют особое значение.

Стоимость замещения – это величина затрат на создание объекта, функционально аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату оценки с учетом износа объекта оценки, но из современных материалов.

Стоимость воспроизводства – это величина затрат в действующих рыночных ценах, необходимых для создания объекта, идентичного объекту оценки с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта.

Следующей разновидностью *рыночной стоимости* является *стоимость при существующем использовании*.

Стоимость при существующем использовании – это стоимость, определяемая исходя из существующих условий и целей использования объекта оценки. При этом предполагается, что объект

оценки останется действующим и будет функционировать в неизменной среде.

Наиболее типичной ситуацией, при которой определяется этот вид стоимости – передача объекта недвижимости (оценки) в качестве вклада в уставный капитал юридического лица.

Второй разновидностью стоимости в обмене является *ликвидационная стоимость*, представляющая собой денежную сумму в виде разницы между доходами от продажи объекта оценки и расходами, связанными с проведением продажи этого объекта, в том числе предпродажная подготовка, предпродажные мероприятия, предусмотренные законом, и непосредственно расходы, связанные с продажей (оплата помещений, объявлений, услуг посредников и т.д.).

С этой точки зрения ликвидационную стоимость можно рассматривать как разновидность рыночной.

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

Это означает, что ликвидационная стоимость в отличие от рыночной учитывает влияние чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным.

1.4.2 Меновая стоимость недвижимости

Второй вид стоимостей, которые могут быть определены при проведении оценки, стоимости, относящиеся к стоимостям в пользовании. Это те виды стоимостей, которые не предполагают обмена, то есть продажи.

Таковыми стоимостями являются:

- инвестиционная;
- кадастровая.

Под *инвестиционной стоимостью* понимается *стоимость для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки.*

При определении инвестиционной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учет возможности отчуждения по инвестиционной стоимости на открытом рынке не обязателен.

Под *кадастровой стоимостью* объекта оценки определяется методами массовой оценки рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки.

Специфика кадастровой стоимости заключается в том, что ее величина устанавливается на основании методик и нормативов, утвержденных соответствующими государственными органами. Поэтому в отдельных источниках кадастровая стоимость именуется *нормативной стоимостью*. Причина применения такой оценки – массовость объектов оценки. Разновидностями кадастровой стоимости являются *инвентаризационная и балансовая стоимости*. Как правило, кадастровая стоимость и ее разновидности используются для целей учета и налогообложения.

Контрольные вопросы к главе 1:

1. Какими видами стоимости может обладать объект недвижимости?
2. Чем обусловлена необходимость проведения оценки?
3. Что представляет собой оценка стоимости любого объекта собственности?
4. Какова последовательность действий оценщика?
5. Перечислите субъектов оценочной деятельности.
6. Каким документом регламентируются взаимоотношения оценщика и заказчика?
7. Могут ли быть одним и тем же лицом заказчик и потребитель результатов оценки?
8. Какие объекты гражданских прав не могут быть объектами оценки?

ГЛАВА 2 ЭТАПЫ ПРОЦЕССА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

2.1 Общий порядок проведения процесса оценки

Поскольку оценка стоимости недвижимости является упорядоченным и целенаправленным процессом, то его реализация проводится в определенной последовательности. Согласно Федеральному стандарту №1 «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)», утвержденному Приказом Министерства экономического развития РФ № 297 от 20 мая 2015 г., проведение оценки включает следующие этапы:

1 этап. Заключение договора на проведение оценки, включающего задание на оценку.

2 этап. Сбор и анализ информации, необходимой для проведения оценки.

3 этап. Применение подходов к оценке, включая выбор методов оценки и осуществление необходимых расчетов.

4 этап. Согласование (обобщение) результатов применения подходов к оценке и определение итоговой величины стоимости объекта оценки.

5 этап. Составление отчета об оценке.

Все этапы процесса оценки должны быть реализованы последовательно. Менять местами их нельзя, как и пропустить один или несколько этапов.

Рассмотрим подробнее каждый этап процесса оценки недвижимости.

1 этап. *Заключение договора на проведение оценки, включающего задание на оценку.*

Основными задачами этого этапа являются:

- определение цели оценки объекта;
- определение вида стоимости объекта оценки

Определение цели оценки и вида стоимости объекта оценки является основой для выбора методик оценки и, соответственно, оказывает значительное влияние на результат оценки.

Далее устанавливается дата проведения оценки – календарная дата, по состоянию на которую определяется стоимость объекта оценки.

Формулируются ограничивающие условия, описывающие препятствия или обстоятельства, которые влияют на оценку стоимости имущества.

Перечисленные действия этапа должны найти свое отражение в техническом задании на проведение оценки, которое подписывается заказчиком и согласовывается с оценщиком.

В дальнейшей работе по оценке объекта недвижимости оценщик руководствуется этим техническим заданием, так как в случае расхождения во мнениях между заказчиком и оценщиком в отношении результатов оценки техническое задание будет являться документом, на основании которого будет определена правота той или иной стороны.

На этом этапе определяются источники информации, методы оценки недвижимости и составляется план работы. Суммируются затраты на проведение оценки недвижимости и оговаривается денежное вознаграждение за проведение оценки недвижимости. Составляется договор на оценку недвижимости.

2 этап. *Сбор и анализ информации, необходимой для проведения оценки.*

На этом этапе проводится сбор и обработка следующей информации и документации:

- правоустанавливающих документов, сведений об обременении объекта оценки правами иных лиц;
- данных бухгалтерского учета и отчетности, относящихся к объекту оценки;
- информации о технических и эксплуатационных характеристиках объекта оценки;
- информации, необходимой для установления количественных и качественных характеристик объекта оценки с целью определения его стоимости, а также другой информации, связанной с объектом оценки;
- собирается информация о сегменте рынка, к которому относится объект оценки, текущей конъюнктуры и тенденций, а также выбор аналогов объекта оценки и его обоснование.
- осмотр объекта оценки и прилегающей территории, описание юридического статуса объекта недвижимости, физических и экономических характеристик, месторасположение.

На этом же этапе решается еще одна важнейшая задача – *установление имущественных прав, связанных с объектом оценки.* Факт государственной регистрации возникновения и перехода прав на недвижимое или недвижимое имущество удостоверяется выдачей соответствующих свидетельств.

3 этап. *Применение подходов к оценке, включая выбор методов оценки и осуществление необходимых расчетов.*

Данный этап можно разделить на две большие части:

- *Анализ текущего использования объекта оценки и соответственно анализ иных возможных вариантов использования объекта оценки;*

- *Непосредственно оценка объекта с применением методов, предусмотренных стандартами оценки.*

Вначале проводится анализ наилучшего и наиболее эффективного использования объекта оценки с точки зрения его текущего использования, а также с точки зрения альтернативных вариантов его использования.

Если объектом оценки является недвижимость, то, как правило, анализу наилучшего и наиболее эффективного использования подвергается и земельный участок, на котором расположена оцениваемая недвижимость. При этом земельный участок рассматривается как с точки зрения уже застроенного, так и предположительного вакантного земельного участка.

При проведении этого анализа оценщик должен проверить:

- *правовую обоснованность выбранного варианта использования объекта оценки, в том числе и земельного участка на котором он расположен;*

- *физическую осуществимость как текущего использования объекта оценки, так и альтернативного;*

- *финансовую целесообразность как текущего использования объекта оценки, так и альтернативного.*

Далее делается вывод о наиболее выгодном варианте использования объекта оценки.

После выявления наиболее выгодного варианта использования объекта оценки проводится непосредственно оценка объекта.

В соответствии с российскими и международными стандартами при оценке рыночной стоимости различных объектов, и, в частности, предприятия (компании, фирмы), рекомендуется использо-

вать три основных подхода (концепции), исходя из области применения оценки: *затратный, сравнительный и доходный подходы*.

Суть затратного (имущественного) подхода состоит в оценке стоимости предприятия с точки зрения издержек на его создание при условии, что предприятие останется действующим.

Согласно Федеральному стандарту оценки № 1 «*Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки*» *затратный подход – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний*.

При этом под *затратами на воспроизводство объекта оценки* подразумеваются затраты, необходимые для создания точной копии объекта оценки с использованием применявшихся при создании объекта оценки материалов и технологий.

Затратами на замещение объекта оценки – это затраты, необходимые для создания аналогичного объекта с использованием материалов и технологий, применяющихся на дату оценки.

При использовании затратного стоимость объекта оценки определяется по формуле

$$C_{\text{оц.}} = C_{\text{нс}} - I_{\text{н}}, \quad (3)$$

где $C_{\text{оц}}$ – стоимость объекта оценки, руб.;

$C_{\text{нв}}$ – стоимость нового строительства объекта оценки, в том числе прибыль инвестора (застройщика), руб.;

$I_{\text{н}}$ – накопленный износ, руб.

Стоимость нового строительства (восстановительная стоимость) – это стоимость строительства оцениваемого объекта в текущих ценах и соотнесенная к дате оценки.

Стоимость нового строительства или восстановительная стоимость объекта может быть определена на базе *стоимости воспроизводства или стоимости замещения*.

Стоимость воспроизводства – затраты на строительство объекта оценки в текущих ценах на дату оценки точной копии оцениваемой недвижимости, с использованием таких же строительных материалов, стандартов и проектов.

Стоимость замещения – это стоимость строительства в текущих ценах на дату оценки объекта одинаковой полезности по сравнению с объектом оценки, но с использованием современных материалов, стандартов, проектов и архитектурных решений.

Более предпочтительным является расчет оценки по *стоимости воспроизводства*, так как в этом случае возможные отклонения от качественных характеристик объекта оценки минимальны. Расчет стоимости объекта оценки по стоимости замещения менее точен, так как в этом случае возможны отклонения по многим качественным характеристикам. При этом оценка разницы в полезности сравниваемых объектов носит весьма субъективный характер.

Таким образом, идея затратного подхода заключается в том, что заказчик проведения оценки в результате использования или применения затратного подхода получает информацию о *величине затрат на создание объекта оценки в том виде, в котором он находится на момент проведения оценки*.

Следующий подход, возможный к применению при оценке какого-либо объекта недвижимости, – *сравнительный*.

Сравнительный подход – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах. Объектом-аналогом объекта оценки для целей оценки признается объект, сходный объекту оценки по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам, определяющим его стоимость.

Исходной предпосылкой возможности применения сравнительного подхода при оценке является наличие развитого рынка купли-продажи аналогов оцениваемого объекта. Незрелость соответствующего рынка, а также то, что оцениваемый объект является специализированным, либо обладает исключительными выгодами или обременениями, не отражающими общее состояние рынка, делают применение сравнительного подхода *нецелесообразным*, а в отдельных случаях – *невозможным*.

Технология сравнительного подхода при оценке какого-либо объекта предполагает совершение следующих основных действий:

1) *подбор аналогичных объектов, по которым проводились сделки купли-продажи, и имеются данные о ценах сделок;*

2) выявление у объектов-аналогов отличий или отклонений от оцениваемого объекта по определяющим цену факторам;

3) обоснование величин этих отклонений и внесение корректировок в цены продаж объектов-аналогов;

4) выведение итоговой стоимости объекта оценки.

Третьим подходом, используемым при оценке какого-либо объекта, является *доходный подход*.

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

Доходный подход оценивает стоимость недвижимости в данный момент как текущую стоимость будущих денежных потоков, т.е. отражает:

- качество и количество дохода, который объект недвижимости может принести в течение своего срока службы;

- риски, характерные как для оцениваемого объекта, так и для региона, в котором располагается оцениваемый объект

Доходный подход используется при определении *инвестиционной* и *рыночной* стоимости.

При определении иных видов стоимости, например, ликвидационной применение доходного подхода неприемлемо.

4 этап. *Согласование (в случае необходимости) результатов и определение итоговой величины стоимости объекта оценки*

В результате расчета стоимости объекта оценки, как правило, получают три варианта стоимости, которые соответственно различаются между собой. Поэтому основной задачей этого этапа является реализация *процедуры согласования результатов расчета стоимости объекта оценки, полученных с использованием трех подходов*.

При согласовании результатов расчета стоимости объекта оценки должны учитываться вид стоимости, установленный в задании на оценку, а также суждения оценщика о качестве результатов, полученных в рамках примененных подходов.

Выбранный оценщиком способ согласования, а также все сделанные оценщиком при осуществлении согласования результатов суждения, допущения и использованная информация должны быть обоснованы. В случае применения для согласования процедуры

взвешивания оценщик должен обосновать выбор использованных весов.

С математической точки зрения суть этой процедуры заключается в расчете средней стоимости объекта оценки. Соответственно это может быть простая средняя, если оценщик убежден, что примененные подходы и полученные результаты равнозначны, либо средневзвешенная величина, если оценщик считает, что какой-либо из методов расчета стоимости имеет некое преимущество перед другими методами.

5 этап. Составление отчета об оценке.

На этом оценщиком составляется отчет о проделанной работе. Требования к составлению отчета и его содержанию изложены в Федеральном стандарте оценки № 3 «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)», утвержденному приказом Министерства экономического развития Российской Федерации № 299 от 20 мая 2015 г.

Названный стандарт предусматривает следующие требования к составлению отчета об оценке стоимости объекта оценки:

- *требования к составлению отчета об оценке;*
- *требования к содержанию отчета об оценке;*
- *требования к описанию в отчете об оценке информации, используемой при проведении оценки.*

Требования к составлению отчета об оценке предусматривают, что при составлении отчета об оценке оценщик должен придерживаться следующих принципов:

➤ *принцип существенности*, означающий, что в отчете должна быть изложена вся информация, существенная с точки зрения стоимости объекта оценки;

➤ *принцип обоснованности*, означающий, что информация, приведенная в отчете об оценке, использованная или полученная в результате расчетов при проведении оценки, должна быть подтвержденной;

➤ *принцип однозначности*, означающий, что содержание отчета об оценке не должно вводить в заблуждение пользователей отчета об оценке и допускать неоднозначного толкования;

➤ *принцип проверяемости*, означающий, что состав и последовательность представленных в отчете об оценке материалов и описание процесса оценки должны позволить полностью воспроизвести расчет стоимости и привести его к аналогичным результатам;

Требования к содержанию отчета об оценке предусматривают, что вне зависимости от вида объекта оценки в отчете об оценке должны содержаться следующие разделы:

а) задание на оценку в соответствии с требованиями федеральных стандартов оценки;

б) применяемые стандарты оценки;

в) принятые при проведении оценки объекта оценки допущения;

г) сведения о заказчике оценки и об оценщике (оценщиках), подписавшем (подписавших) отчет об оценке (в том числе фамилия, имя и (при наличии) отчество, место нахождения оценщика и сведения о членстве оценщика в саморегулируемой организации оценщиков), а также о юридическом лице, с которым оценщик (оценщики) заключил (заключили) трудовой договор;

д) информация обо всех привлеченных к проведению оценки и подготовке отчета об оценке организациях и специалистах с указанием их квалификации и степени их участия в проведении оценки объекта оценки;

е) основные факты и выводы. В разделе основных фактов и выводов должны содержаться:

- основание для проведения оценщиком оценки объекта оценки;

- общая информация, идентифицирующая объект оценки;

- результаты оценки, полученные при применении различных подходов к оценке;

- итоговая величина стоимости объекта оценки;

- ограничения и пределы применения полученной итоговой стоимости;

ж) описание объекта оценки с указанием перечня документов, используемых оценщиком и устанавливающих количественные и качественные характеристики объекта оценки, а в отношении объекта оценки, принадлежащего юридическому лицу, – также реквизиты юридического лица (в том числе полное и (в случае, если имеется) сокращенное наименование, дата государственной регистрации, основной государственный регистрационный номер) и балансовая стоимость данного объекта оценки (при наличии);

з) анализ рынка объекта оценки, ценообразующих факторов, а также внешних факторов, влияющих на его стоимость;

и) описание процесса оценки объекта оценки в части применения подхода (подходов) к оценке. В отчете должно быть описано обоснование выбора используемых подходов к оценке и методов в рамках каждого из применяемых подходов, приведена последовательность определения стоимости объекта используемых подходов к оценке и методов в рамках каждого из применяемых подходов, приведена последовательность определения стоимости объекта оценки, а также приведены соответствующие расчеты. При этом такое описание должно позволять пользователю отчета об оценке понять логику процесса определения стоимости и соответствие выбранного оценщиком метода (методов) объекту оценки, определяемому виду стоимости и предполагаемому использованию результатов оценки;

к) описание процедуры согласования результатов оценки и выводы, полученные на основании проведенных расчетов по различным подходам, а также при использовании разных методов в рамках применения каждого подхода, с целью определения итоговой величины стоимости, либо признание в качестве итоговой величины стоимости результата одного из подходов.

Кроме того в отчете об оценке должны быть указаны дата составления отчета и его номер.

Требования к описанию в отчете об оценке информации, используемой при проведении оценки предусматривают, что

- в тексте отчета об оценке должны присутствовать ссылки на источники информации, используемой в отчете, позволяющие делать выводы об авторстве соответствующей информации и дате ее подготовки, либо приложены копии материалов и распечаток, в том числе должны присутствовать и ссылки на сайты сети «Интернет»;

- информация, предоставленная заказчиком (в том числе справки, таблицы, бухгалтерские балансы), должна быть подписана уполномоченным на то лицом и заверена в установленном порядке, и в таком случае она считается достоверной, если у оценщика нет оснований считать иначе;

- при использовании в качестве информации, существенной для величины определяемой стоимости, используется экспертное мнение, в отчете об оценке должен быть проведен анализ данного значения на соответствие рыночным условиям, описанным в разделе анализа рынка.

2.2 Этапы процесса оценки бизнеса

В процессе оценки стоимости бизнеса можно выделить три основных этапа (и семь подэтапов):

1. Подготовительный этап.
2. Оценочный этап.
3. Заключительный этап.

Рассмотрим подробнее каждый из этапов.

1 этап. Подготовительный этап

Подготовительный этап включает ряд подэтапов:

1.1. Выбор стандарта стоимости и методов оценки

Первым этапом проведения оценки бизнеса является определение искомой стоимости в соответствии с существующими стандартами стоимости бизнеса. Затем, когда определен необходимый стандарт стоимости бизнеса, определяются необходимые для оценки компании методы, наиболее подходящие в данном конкретном случае.

1.2. Подготовка информации для проведения оценки

В соответствии с определенными методами оценки определяется набор и объем необходимой информации. Информация может черпаться из нескольких источников, как то: оцениваемая компания, фондовый рынок, различная статистическая информация, маркетинговые исследования и т.д., и должна охватывать:

- характеристики предприятия, доли акционеров в капитале предприятия или ценных бумаг, подлежащих оценке, включая права, привилегии и условия, количественные характеристики, факторы, влияющие на контроль и соглашения, ограничивающие продажу или передачу;
- общую характеристику предприятия, его историю и перспективы развития;
- финансовую информацию о предприятии за предыдущие годы;
- активы и обязательства предприятия;
- общую характеристику отраслей, которые оказывают влияние на данное предприятие; их текущее состояние;
- экономические факторы, оказывающие влияние на данное предприятие;

– состояние рынка капиталов как источника необходимой информации, например, о возможных ставках дохода по альтернативным капитале вложениям, об операциях со свободно обращающимися акциями, о слияниях и поглощениях компаний;

– данные о предыдущих сделках с участием оцениваемого предприятия, доли акционеров в капитале предприятия или его акций;

– другую информацию, которую оценщик сочтет имеющей отношение к проведению оценки.

При проведении оценки бизнеса необходимо использовать ретроспективную учетную информацию (бухгалтерскую отчетность) и текущие финансово-экономические показатели компании. Время учета используемых данных и момент оценки между собой не согласованы. Расхождение данных во времени создает условия для появления в них различного рода искажений. Среди них можно назвать: изменение стандартов учета исходных данных, деноминация денежных единиц, колебания курса валют, структурные изменения цен и др. Эти несоответствия порождают проблему корректировки всей используемой финансовой и бухгалтерской отчетности с целью приведения их к общему временному эталону, в роли которого выступает момент оценки.

В соответствии с мировой общепризнанной практикой оценки процесс приведения и корректировки финансовой отчетности может включать в себя:

- Приведение финансовой информации об оцениваемой компании и компаниях-аналогах к единой основе.
- Пересчет отчетных стоимостей в текущие.
- Корректировка статей доходов и расходов таким образом, чтобы они достаточно полно характеризовали результаты деятельности компании за продолжительный период времени.
- Учет нефункционирующих активов и обязательств, и связанных с ними доходов и расходов.

Приведение финансовой отчетности к единой основе.

В пределах государственной системы бухгалтерского учета компания всегда имеет свободу выбора методов ведения бухгалтерского учета. Этот выбор закрепляется в приказе «Об учетной политике предприятия», в дальнейшем может изменяться в течение ряда лет. Принцип составления бухгалтерской отчетности не требует от-

ражения реальной рыночной стоимости тех или иных активов предприятия. В такой ситуации компании предпочитают использовать те методы ведения бухгалтерского учета, которые позволят минимизировать налоги.

Оценка бизнеса требует получения стандартизированных данных, отражающих реальное рыночное и экономическое положение фирмы. Вследствие этого используемую бухгалтерскую отчетность компании необходимо привести к единому стандарту учета.

Корректировка используемой информации на инфляцию.

Оценка предприятия должна базироваться на реальных (очищенных от влияния инфляции) значениях используемых показателей. В условиях значительного изменения цен учетные значения стоимостных показателей существенно отличаются от их реальных значений. Таким образом, использование учетных данных требует их корректировки с учетом динамики цен, т.е. инфляции (или дефляции) и структурного изменения цен. Однако в современных условиях экономики РФ основным является искажающее влияние инфляции.

В теории финансового менеджмента существуют два альтернативных пути корректировки (очищения) показателей на влияние инфляции:

- прямая корректировка активов и денежных сумм на значения инфляционных показателей;
- учет влияния инфляции на активы и денежные суммы посредством включения в процедуру дисконтирования инфляционных показателей.

Различия в значении итоговых показателей при использовании указанных подходов являются незначительно мелкими в промышленно развитых странах с устоявшимся рынком и нормальным темпом инфляции. В странах с большими темпами инфляции или гиперинфляцией появляются различия в значениях итоговых показателей в зависимости от выбора того или иного подхода корректировки на инфляцию. В Российской Федерации предпочтительно использование методов, основанных на прямой корректировке денежных сумм на значения инфляционных показателей.

В качестве значений инфляционных показателей в зависимости от области действия компании могут использоваться: индекс цен предприятий производителей, индекс потребительских цен,

значения девальвации основной валюты, или индекс цен может быть рассчитан для конкретной компании.

1.3. Оценка финансового положения компании

В процессе оценки бизнеса возникает необходимость предварительной проверки его финансового положения. Такая проверка позволяет получить важные справочные сведения об оцениваемой компании и выполнить расчет значений корректировочных показателей, необходимых для нахождения конечной стоимости бизнеса.

Для оценки финансового положения компании необходимо выбрать модель, позволяющую:

- учитывать выбранную модель корректировки показателей на влияние инфляции;
- отражать финансовое положение компании на момент оценки;
- установить соответствие финансового состояния требованиям экономической безопасности компании;
- определить излишек (дефицит) оборотного капитала компании.

Методика оценка финансового положения компании для целей оценки бизнеса может быть основана на одном из трех основных подходов.

1. Первый подход предполагает организацию дифференцированного учета всех долговых обязательств по срокам их погашения. Параллельно устанавливается интенсивность будущих денежных поступлений и проверяется их достаточность на отдельные моменты времени. Такой подход основан на использовании первичной информации по финансовым потокам. Систематизация этих сведений весьма трудоемка и реально осуществима только в компаниях, ведущих управление финансовыми потоками.

2. Второй подход основан на использовании специального баланса ликвидности, который позволяет устанавливать финансовое положение компании. При составлении баланса ликвидности все статьи бухгалтерского баланса перегруппировываются в зависимости от скорости их оборота. Сопоставляя части активов, реализуемых к определенному сроку, с частями пассивов, которые к этому же сроку должны быть оплачены (погашены), устанавливается величина платежного излишка или платежного дефицита на определенный момент.

3. Третий подход основан на использовании показателей, вычисляемых на основе сравнения объема отдельных средств и источников, сложившихся по состоянию на конкретный момент времени. Это могут быть показатели ликвидности, показатели финансовой зависимости или автономии, показатели финансовой устойчивости и т.д. Практическое использование любого варианта показателей связано с установлением критического уровня, позволяющего классифицировать финансовое положение предприятия с точки зрения платежеспособности. Поскольку показатели служат лишь индикаторами и не позволяют прямо устанавливать степень платежеспособности, то этот метод не гарантирован от отсутствия ошибок. Однако в большинстве случаев он позволяет получить правильный диагноз истинного финансового положения предприятия, имеющий достаточную точность для его включения в последующую процедуру оценки предприятия. Также к достоинствам этого метода следует отнести высокую степень формализованности.

1.4. Оценка рисков компании

Для целей оценки бизнеса риск следует определить как степень неопределенности, связанной с получением ожидаемых в будущем доходов, иными словами, это опасность недостижения (отклонения) планируемого объема ожидаемых будущих доходов или риск нереализации прогноза.

При определенном уровне ожидаемых будущих доходов рынок заплатит за бизнес больше в том случае, если вероятность этих доходов выше. Другими словами, при определенном уровне ожидаемой будущей прибыли (или денежного потока, дивидендов и т.п.) чем ниже риск, тем выше текущая стоимость бизнеса.

Существует два подхода к трактовке элементов риска при проведении оценки:

- проведение понижающей корректировки ожидаемого будущего потока (прибыли, денежного потока, дивидендов и т.п.) с тем, чтобы отразить эту неопределенность;
- учет риска путем использования более высокой ставки дисконта при оценке ожидаемого потока с тем, чтобы отразить требуемую доходность как вознаграждение за риск.

На практике подход к учету риска путем использования более высокой ставки дисконтирования является наиболее часто применяемым. Экономический смысл используемого увеличения ставки

дисконтирования заключается в поиске некоторого дополнительного дохода, превышающего безрисковую ставку, как компенсацию за риск владения этими активами.

2 этап. Оценочный этап.

Проводится выполнение необходимых расчетных процедур, предусмотренных избранными методами оценки бизнеса.

3 этап. Заключительный этап.

Заключительный этап процесса оценки бизнеса также состоит из нескольких подэтапов.

3.1. Корректировка стоимости

В любом случае, вне зависимости от того, предпринимается ли попытка составить прогноз на будущее, или же за основу берутся ретроспективные данные, оценка бизнеса опирается на ряд ключевых переменных. Их относительная важность может быть различной в зависимости от конкретной ситуации, но во многих случаях на заключение о стоимости влияет такие внутренние переменные как:

- размер оцениваемой доли (мажоритарная или миноритарная);
- наличие голосующих прав;
- ликвидность компании (пакета);
- положения, ограничивающие права собственности;
- специальные привилегии;
- финансовое положение оцениваемого объекта и др.

Следует учесть, что сумма стоимостей всех отдельных пакетов акций может отличаться от стоимости предприятия, взятого как целое.

Возможно проведение следующих корректировок стоимости:

1) Корректировка стоимости компании на финансовое положение

2) Корректировка стоимости компании на оцениваемую долю.
Степень контроля

3) Корректировка стоимости компании на оцениваемую долю.
Корректировка на ликвидность.

4) Основной управленческий персонал.

5) Низкая диверсифицированность производства.

6) Прочие факторы

Поясним условия проведения каждой из корректировок.

1) Корректировка стоимости компании на финансовое положение

Ключевой внутренней переменной является финансовое положение оцениваемого объекта. Это наиболее важный качественный показатель состояния предприятия (бизнеса), поскольку очевидно, что убыточный бизнес, находящийся на пороге банкротства, не может иметь схожую стоимостную оценку с прибыльным и платежеспособным.

Для целей учета финансового состояния при проведении оценки предприятия используется такой количественный показатель, как излишек (дефицит) оборотного капитала. Величина излишка (дефицита) оборотного капитала рассчитывается методом сопоставления требуемого оборотного капитала и имеющихся в наличии оборотных средств.

Если проведенный анализ финансового положения предприятия выявляет наличие излишка оборотного капитала, то его необходимо прибавить к полученной цене предприятия, поскольку та величина выражает имеющиеся в наличии не востребовавшие высоколиквидные активы.

В случае выявления дефицита оборотного капитала, его необходимо вычесть из полученной цены предприятия, поскольку эта величина представляет собой денежные средства, которые владелец (инвестор) предприятия должен вложить в предприятие с целью обеспечения его бесперебойного функционирования в будущем.

2) Корректировка стоимости компании на оцениваемую долю. Степень контроля

Одной из наиболее важных переменных, влияющих на стоимость бизнеса, является степень контроля.

Стоимость контроля зависит от возможности осуществлять любое право или весь набор прав, обычно связанных с контролем над предприятием. При оценке влияния контроля следует определить наличие или отсутствие в данном конкретном случае различных элементов контроля и принять во внимание влияние каждого элемента на стоимость контроля. Ниже приводится список некоторых из наиболее общих прерогатив контроля:

- избирать директоров и назначать менеджмент;
- определять вознаграждение и привилегии менеджмента;

- принимать политику и вносить изменения в направление работы предприятия;
- приобретать или ликвидировать активы;
- отбирать людей, с которыми должен вестись бизнес и будут заключаться контракты;
- принимать решения о поглощении других предприятий;
- ликвидировать, расформировывать, распродавать или рекапитализировать компанию;
- продавать или приобретать собственные акции компании;
- регистрировать акции компании для публичного выпуска;
- объявлять и выплачивать дивиденды;
- вносить изменения в уставные документы или правила внутреннего распорядка.

Исходя из вышеприведенного списка, очевидно, что лицо, владеющее контрольным пакетом предприятия, обладает некоторыми очень ценными правами, отсутствующими у акционера, не находящегося в подобном положении. Каждый конкретный случай должен рассматриваться отдельно, с учетом степени контроля или же его полного отсутствия. В том случае, когда отсутствует любой из элементов контроля, оценочная стоимость контрольного пакета должна быть уменьшена. Если же в миноритарном пакете присутствует какой-либо значительный элемент контроля, то он также должен быть учтен при его оценке.

Существуют три подхода к учету стоимости неконтрольного пакета бизнеса:

- Пропорциональная часть стоимости всего предприятия минус соответствующие скидки.
- Прямое сравнение с продажами других неконтрольных пакетов.
- Подход «снизу-вверх». Начиная с нулевой отметки, последовательно суммируются все имеющиеся элементы стоимости неконтрольного пакета.

3) Корректировка стоимости компании на оцениваемую долю. Корректировка на ликвидность

Пригодность к быстрой реализации (ликвидность) определенно повышает стоимость бизнеса и, напротив, отсутствие ликвидности снижает ее стоимость по сравнению с сопоставимым, однако,

высоколиквидным бизнесом. Другими словами, рынок выплачивает премию за ликвидность и снижает цену при ее отсутствии.

Поскольку пакеты закрытых компаний не обращаются на высоколиквидном рынке открытых компаний, то доля в закрытой компании стоит обычно меньше, чем сопоставимые с ними по другим параметрам пакеты открытых компаний. На относительную ликвидность различных пакетов влияет множество факторов. Значение может иметь также и величина доли. В некоторых случаях легче продать более мелкую долю, в других – наоборот. С течением времени важность фактора ликвидности в оценке бизнеса получает все большее признание. Многочисленные рекомендации и факты свидетельствуют, что непригодность к продаже снижает стоимость акций (или доли) закрытых компаний по сравнению с акциями публичных компаний в среднем на 35–50%.

Отсутствие ликвидности у пакета может быть учтено одним из трех способов:

- увеличением ставки дисконта с тем, чтобы она учитывала недостатки, связанные с неликвидностью;
- скидка на неликвидность может быть сделана отдельно;
- скидка на ликвидность может быть учтена в процессе корректировки на риск.

4) Основной управленческий персонал

Возможно, наиболее высокой качественной характеристикой многих закрытых компаний является их зависимость от одной или нескольких ключевых фигур управленческого персонала. В некоторых случаях этот фактор может оказаться настолько важным, что при оценке стоимости на него следует сделать отдельную специальную корректировку.

5) Низкая диверсифицированность производства

Для многих закрытых компаний характерен очень узкий набор выпускаемой продукции, что может увеличить их риски и/или ограничить их возможности в сопоставлении с другими фирмами. Узость производственного ассортимента может стать ограничителем как категорий потенциальных потребителей, так и числа потенциальных потребителей в каждой категории. Она способна также увеличить риски, связанные с дефицитом некоторых основных видов сырья и материалов или с началом выпуска новых конкурентоспособных продуктов.

б) Прочие факторы

Прочие факторы, которые следует принимать во внимание в различных случаях, включают интенсивность и характер усилий компании в области НИОКР, ее положение в отрасли, масштабы и качество активов в сопоставлении с другими компаниями, образовательные и учебные программы.

3.2. Составление отчета об оценке бизнеса

Заключительным этапом оценки бизнеса является составление отчета. Информация в отчете об оценке должна быть представлена в доступной форме, чтобы прослеживалась логика проведения расчетов.

Отчет об оценке призван выполнить следующие задачи:

- изложить анализ и заключение в ясной и убедительной форме;
- задокументировать детали оценки в качестве справочного материала.

Типовая структура отчета об оценке включает следующие разделы:

- Введение. (Общая информация)
- Макроэкономическая информация.
- Отраслевая информация.
- Описание компании.
- Описание источников информации.
- Анализ финансово-экономического положения компании.
- Подходы к оценке, расчеты, согласно выбранным методам оценки, согласование стоимости и заключение.

Контрольные вопросы к главе 2:

1. Охарактеризуйте процесс оценки.
2. Перечислите основные этапы процесса оценки бизнеса.
3. Возможно ли пропустить один из этапов?
4. Что включает в себя типовая структура отчета об оценке?

ГЛАВА 3 РЕГУЛИРОВАНИЕ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Правовые основы оценки строятся на системе государственного регулирования, основные элементы которой сформулированы в Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 № 135-ФЗ (ред. 03.07.2016, с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2017). Основной целью системы государственного регулирования оценки является формирование базовых условий для функционирования данного сегмента рынка услуг, а именно:

- 1) юридическое закрепление факта появления независимой оценки как самостоятельного вида деятельности;
- 2) установления прав и обязанностей участников оценки;
- 3) обеспечение процедуры включения этого вида деятельности в общую систему законодательной, исполнительной и судебной властей;
- 4) гарантирование выполнений общеобязательных требований, заложенных в основные системы обеспечения оценки, включающих в себя, в частности, стандарты, оценки и т.д.

Порядок регулирования оценочной деятельности определен Федеральным законом от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» дополняют Федеральные стандарты оценки (ФСО), в которых конкретизируются отдельные понятия и процедуры оценочной деятельности. В настоящее время действуют следующие Федеральные стандарты оценки:

- ФСО № 1 «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки», утвержденный Приказ Минэкономразвития РФ от 20.05.2015 № 297;
- ФСО № 2 «Цель оценки и виды стоимости», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 20.05.2015 № 298;
- ФСО № 3 «Требования к отчету об оценке», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 20.05.2015 № 299;
- ФСО № 4 «Определение кадастровой стоимости», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 22.10.2010 № 508;

– ФСО № 5 «Порядок проведения экспертизы, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 04.07.2011 № 328;

– ФСО № 6 «Требования к уровню знаний эксперта саморегулируемой организации оценщиков», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 07.11.2011 № 628;

– ФСО № 7 «Оценка недвижимости», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 25.09.2014 № 611;

– ФСО № 8 «Оценка бизнеса», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 01.06.2015 № 326;

– ФСО № 9 «Оценка для целей залога», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 01.06.2015 № 327;

– ФСО № 10 «Оценка стоимости машин и оборудования», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 01.06.2015 № 328;

– ФСО № 11 «Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 22.06.2015 № 385;

– ФСО № 12 «Определение ликвидационной стоимости», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 17.11.2016 № 721;

– ФСО № 13 «Определение инвестиционной стоимости», утвержденный Приказом Минэкономразвития РФ от 17.11.2016 № 722.

Система организации оценочной деятельности строится на саморегулировании и обеспечении ответственности оценщиков.

Определены правовые основы регулирования оценочной деятельности в отношении объектов оценки, принадлежащих Российской Федерации, субъектам Российской Федерации или муниципальным образованиям, физическим лицам и юридическим лицам, для целей совершения сделок с объектами оценки, а также для иных целей.

В Федеральном законе «Об оценочной деятельности» четко определены понятия оценочной деятельности, рыночной стоимости объекта недвижимости; перечислены субъекты оценочной деятельности. Кроме того, предусмотрена ответственность оценщика за убытки, причиненные заказчику, заключившему договор на проведение оценки, или имущественный вред, причиненный третьим ли-

цам вследствие использования итоговой величины рыночной или иной стоимости объекта оценки, указанной в отчете оценщика. Вышеуказанные убытки подлежат возмещению оценщиком в полном объеме, в том числе и за счет его личного имущества.

Поэтому предусмотрен ряд дополнительных гарантий для лиц, заключающих договоры на проведение оценки, а именно:

1) юридическое лицо, с которым оценщик заключил трудовой договор, может принять на себя обязательства по дополнительному обеспечению обязанности оценщика возместить убытки, причиненные заказчику, или имущественный вред, причиненный третьим лицам, указав на это в договоре на проведение оценки;

2) дополнительной гарантией служит также обязательное страхование ответственности оценщика при осуществлении оценочной деятельности.

Принципиально новым видом обеспечения ответственности оценщиков является обязательное формирование каждой саморегулируемой организацией оценщиков (СРОО) компенсационного фонда, используемого для компенсации ущерба, причиненного оценщиками – членами СРОО.

Кроме того, предусмотрен ряд случаев проведения *обязательной оценки*. В настоящее время на долю обязательной оценки приходится не более 15% всех проведенных оценок. Большую долю составляют случаи добровольной оценки.

Проведение оценки объектов оценки является обязательным в случае вовлечения в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям, в том числе:

- при определении стоимости объектов оценки, принадлежащих Российской Федерации, субъектам Российской Федерации или муниципальным образованиям, в целях их приватизации, передачи в доверительное управление либо передачи в аренду;

- при использовании объектов оценки, принадлежащих Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям, в качестве предмета залога;

- при продаже или ином отчуждении объектов оценки, принадлежащих Российской Федерации, субъектам Российской Федерации или муниципальным образованиям;

- при переуступке долговых обязательств, связанных с объек-

тами оценки, принадлежащими Российской Федерации, субъектам Российской Федерации или муниципальным образованиям;

- при передаче объектов оценки, принадлежащих Российской Федерации, субъектам Российской Федерации или муниципальным образованиям, в качестве вклада в уставные капиталы, фонды юридических лиц, а также при возникновении спора о стоимости объекта оценки, в том числе:

- при национализации имущества;
- при ипотечном кредитовании физических лиц и юридических лиц в случаях возникновения споров о величине стоимости предмета ипотеки;

- при составлении брачных контрактов и разделе имущества разводящихся супругов по требованию одной из сторон или обеих сторон в случае возникновения спора о стоимости этого имущества;

- при изъятии имущества для государственных или муниципальных нужд;

- при проведении оценки объектов оценки в целях контроля за правильностью уплаты налогов в случае возникновения спора об исчислении налогооблагаемой базы.

Остальные случаи проведения оценки являются *добровольными*, т.е. не носят безусловного обязательного характера.

Добровольная оценка нужна для того, чтобы вы имели возможность принимать во всех этих случаях обоснованные управленческие решения. Проведя независимую оценку, вы можете рассчитывать на максимальную отдачу от любой операции с вашим имуществом.

Добровольную оценку необязательно, но желательно проводить в следующих случаях:

- Оценка инвестиционного проекта нового бизнеса, или инвестиционного проекта как одного из новых направлений существующего бизнеса. Оценка инвестиционного проекта требуется для детального изучения перспектив развития бизнеса, структуры будущих денежных потоков и рисков осуществления проекта. Оценка покажет возможности достижения запланированных проектом показателей и пути оптимизации его параметров. Отчет об оценке инвестиционного проекта, сделанный независимым оценщиком, может руководителю принять решение об осуществлении проекта

или его отклонении и в случае необходимости привлечь в проект дополнительные инвестиции либо получить кредит в банке.

➤ Оценка для повышения эффективности текущего управления компанией (для внутреннего использования). Оценка проводится, во-первых, для выявления избыточных активов, которые отягчают производства и от которых следует избавляться; во-вторых, для выявления недооцененных активов, которые способны принести в будущем значительные доходы. Например, в процессе оценки может обнаружиться, что использование арендованных складских помещений обойдется дешевле, чем поддержание в рабочем состоянии и обслуживание собственных, стоящих на балансе.

➤ Оценка для целей покупки, продажи бизнеса или его части. Оценка бизнеса в случаях купли-продажи необходима как для продавца, так и для покупателя. Обычно оценивается рыночная стоимость бизнеса (акций долей, паев). Отчет об оценке дает ответы на следующие вопросы: какова стоимость 100-процентного участия в уставном капитале, какова стоимость контрольного пакета, блокирующего пакета, какова стоимость меньшей доли, каковы перспективы развития бизнеса и т. д.

➤ Оценка для целей дополнительной эмиссии, залога ценных бумаг. Оценка требуется для повышения привлекательности ценных бумаг в глазах потенциальных инвесторов, определения справедливого объема кредитных средств, получаемых под залог ценных бумаг. В случае если речь идет об акциях – оценка проводится также для учета интересов существующих собственников акций. Кроме акций, можно оценить облигации, векселя и любые другие ценные бумаги.

➤ Оценка для целей реструктуризации бизнеса. Реструктуризация может подразумевать слияние, присоединение, разделение, выделение из состава действующего бизнеса одного или нескольких элементов. Чаше всего целью реструктуризации является оптимизация или увеличение совокупной стоимости нового бизнеса. Чтобы определить оптимальный способ реструктуризации, желательно провести независимую оценку. Можно провести оценку уже готового проекта реструктуризации, а можно заказать разработку такого проекта оценщику.

➤ Оценка для получения кредита под залог имущества. Кредитная организация может потребовать отчет об оценке, в котором

определена рыночная стоимость имущества. Как правило, в случае проведения независимой оценки кредит можно получить на более выгодных для компании условиях.

➤ Оценка для целей страхования. Отчет об оценке необходим для представления страховой организации полных данных о стоимости объектов страхования. Конечно, страховая организация может провести оценку вашего имущества своими силами, но в большинстве случаев, являясь заинтересованной стороной, она склонна к заниженной стоимости объекта страховки. Независимая оценка позволяет заказчику снизить расходы на страхование.

➤ Оценка для целей налогообложения. Предприятие самостоятельно определяет налогооблагаемую базу, руководствуясь соответствующими нормативно-правовыми актами. Грамотно проведенная оценка может значительно уменьшить налогооблагаемую базу, не выходя при этом за рамки действующего законодательства.

➤ Оценка долговых обязательств. Оценка понадобится для целей переуступки прав требования, а также при определении стоимости задолженности для подачи иска к должнику в суд. Испытывая потребность в оборотных средствах, имея при этом дебиторскую задолженность, вы могли бы оценить дебиторскую задолженность и продать права требования третьему лицу.

➤ Оценка при добровольной ликвидации бизнеса или его части. В этом случае потребуются определить ликвидационную стоимость активов ликвидируемого бизнеса. Оценка позволит определить резервы стоимости ликвидируемых активов и увеличить совокупную выручку.

➤ Оценка отдельных видов или отдельных объектов имущества предприятия. Объекты недвижимости, машины, транспорт и оборудование необходимо оценивать при их внесении в качестве вклада в уставный капитал; при передаче прав собственности на имущество (покупка, продажа, безвозмездное получение/передача, аренда, лизинг и др.); для целей кредитования под залог оцениваемого имущества; для целей страхования имущества, а также в рамках оценки бизнеса. Объекты интеллектуальной собственности (ОИС) следует оценивать при внесении стоимости ОИС в уставный капитал; при постановке на бухгалтерский учет в качестве нематериальных активов; при уступке прав на ОИС; при передаче прав на использование ОИС на лицензионной основе; при залоге ОИС; для

определения ущерба от несанкционированного использования ОИС, а также в рамках оценки бизнеса.

➤ Оценка с целью переоценки основных фондов. Согласно действующему законодательству, организации имеет право не чаще одного раза в год, на 1 января отчетного года, переоценивать полностью или частично стоимость основных средств по восстановительной стоимости. Частичная или полная оценка с целью переоценки основных фондов – это на сегодняшний день самый простой и эффективный способ налоговой оптимизации.

Контрольные вопросы к главе 3:

1. Какими нормативно-правовыми актами регулируется процесс оценочной деятельности в Российской Федерации?
2. В каких случаях проведение оценки является обязательным?
3. Приведите примеры ситуаций, когда оценка носит добровольный характер.

ГЛАВА 4 ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

4.1 Общие положения затратного (имущественного) подхода при оценке стоимости бизнеса

Затратный подход (Assets Approach) – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых создания, воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устаревания.

При проведении оценки бизнеса затратный подход правильнее называть имущественным, так как в данном случае оценке подлежит имущественный комплекс, который формирует бизнес.

Затратный подход при оценке бизнеса реализуется через следующие основные методы:

- метод чистых активов;
- метод ликвидационной стоимости.

Имущественный подход позволяет определить:

1. *Стоимость бизнеса как стоимость вложенного капитала (market value of invested capital)*. В данном случае имущественный подход позволяет определить стоимость затрат капитального характера на дату оценки, осуществленных при создании бизнеса.

2. *Стоимость собственного капитала (market value of equity)*.

Основная идея имущественного подхода заключается в его поэлементной оценке.

Главный признак имущественного подхода – это поэлементная оценка, т. е. оцениваемый бизнеса (имущественный комплекс) расчленяется на составные части, которые подлежат оценке. В результате оценки составных частей бизнеса путем их суммирования получают стоимость бизнеса (имущественного комплекса).

Имущественный подход целесообразен к применению в следующих случаях:

- при оценке государственных имущественно-производственных комплексов;
- при оценке бизнеса, имеющего одного владельца;
- при расчете стоимости имущества, предназначенного для специального использования (то есть объектов, которые не приносят доход или не генерируют денежный поток), а именно: школы, больницы, здания почты, культурные сооружения, вокзалы и т. д.;

- при оценке в целях налогообложения и страхования;
- при судебном разделе имущества;
- при распродаже имущества на открытых торгах.

Основной недостаток затратного подхода в оценке бизнеса заключается в том, что он не учитывает будущие доходы от функционирования бизнеса (имущественного комплекса, предприятия).

4.2 Методы затратного подхода к оценке бизнеса

4.2.1 Метод чистых активов (NAV Net Asset Value (NAV))

Чистые активы (ЧА) – это величина, определяемая путем вычитания из сумм активов, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к вычету.

Это наиболее часто применяемый метод. Согласно идее этого метода оценки стоимости бизнеса его рыночная стоимость будет определяться как стоимость активов, формирующих бизнес, за вычетом стоимости обязательств.

Базовой формулой в имущественном (затратном) подходе является:

$$K_{\text{соб}} = A - O, \quad (4)$$

где $K_{\text{соб}}$ – собственный капитал оцениваемого бизнеса;

A – активы оцениваемого бизнеса;

O – обязательства оцениваемого бизнеса.

В таблице 2 приведена структура активов бизнеса.

Таблица 2

Структура активов бизнеса

Активы бизнеса	
1. Внеоборотные активы	1.1. Основные средства, в т. ч.: 1.1.1 здания 1.1.2 сооружения 1.1.3 земельный участок (если есть) 1.2. Нематериальные активы 1.3. Долгосрочные финансовые вложения

Активы бизнеса	
2. Оборотные средства	2.1. Запасы, в т. ч.: 2.1.1 запасы сырья и материалов 2.1.2 незавершенное производство 2.1.3 готовая продукция 2.1.4 прочие запасы 2.2. Дебиторская задолженность 2.3. Денежные средства

В таблице 3 приведена структура источников формирования активов бизнеса.

Таблица 3

Структура пассивов бизнеса (источников финансирования)

Источники финансирования бизнеса (пассив баланса)	
1. Собственный капитал	1.1 Уставный капитал 1.2. Добавочный капитал (результаты переоценки) 1.3. Резервный капитал 1.4. Нераспределенная прибыль
2. Долгосрочные обязательства	2.1. Кредиты банков продолжительность более 12 мес. 2.2. Займы прочих организаций и физических лиц продолжительность более 12 мес.
3. Краткосрочные обязательства	3.1. Кредиты и займы продолжительность менее 12 мес. 3.2. Кредиторская задолженность, в т.ч.: 3.2.1 перед поставщиками 3.2.2 перед персоналом по заработной плате 3.2.3 перед бюджетом 3.3 прочие обязательства

Метод стоимости чистых активов наиболее приемлем к применению в следующих случаях:

- бизнес обладает значительными материальными активами, т.е. этот метод наиболее приемлем для крупных и средних предприятий;
- ожидается, что бизнес по-прежнему будет действующим предприятием.

Ограничения по применению метода чистых активов:

1. При оценке нематериальных активов, особенно гудвилла;

2. При оценке компаний, бизнес которых основан на использовании «интеллекта», знаний и умений персонала, то есть при отсутствии или минимальном количестве имущества, а именно:

- 2.1 консалтинговые компании;
 - 2.2 компании по созданию интеллектуальных продуктов;
 - 2.3 розничные и дистрибьюторские компании;
 - 2.4 туристические агентства;
 - 2.5 научно-исследовательские, внедренческие фирмы;
 - 2.6 посреднические фирмы (если отсутствуют активы)
3. При оценке миноритарных долей участия.

Широкое распространение метод чистых активов получил потому, что он основан на использовании показателя чистых активов, который введен первой частью Гражданского кодекса РФ в качестве важнейшего показателя, характеризующего имущественно положение организации и для оценки степени ее ликвидности.

Проведение оценки с помощью методики чистых активов основывается на анализе финансовой отчетности. Она является индикатором финансового состояния предприятия на дату оценки, действительной величины чистой прибыли, финансового риска и рыночной стоимости материальных и нематериальных активов.

Основные документы финансовой отчетности, анализируемые в процессе оценки:

- бухгалтерский баланс;
- отчет о финансовых результатах;
- отчет о движении денежных средств;
- приложения и расшифровки к ним.

Кроме перечисленных источников информации могут использоваться и другие официальные формы бухгалтерской отчетности, а также иная информация из внутренней отчетности предприятия. Далее проводится корректировка бухгалтерского баланса оцениваемого предприятия, т. е. проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности.

Метод чистых активов позволяет применить несколько техник по расчету рыночной стоимости бизнеса, а именно:

- 1) бухгалтерский метод;
- 2) рыночный метод.

Бухгалтерский метод предусматривает применение исключительно данных бухгалтерского учета об активах и пассивах бизнеса.

Однако этот метод допускает достаточно серьезную погрешность. Её появление обусловлено тем, балансовая стоимость активов не всегда соответствует рыночной, то есть требуется их корректировка (оценка). Эта корректировка преследует одну цель – установить рыночную цену активов и пассивов бизнеса.

Расчет стоимости бизнеса методом чистых активов включает в себя несколько этапов, а именно:

- 1) определяется рыночная стоимость недвижимого имущества;
- 2) определяется рыночная стоимость машин и оборудования;
- 3) выявляются и оцениваются нематериальные активы;
- 4) определяется рыночная стоимость финансовых вложений, как долгосрочных, так и краткосрочных;
- 5) товарно-материальные запасы оцениваются по текущей рыночной стоимости;
- 6) оценивается дебиторская задолженность;
- 7) оцениваются расходы будущих периодов;
- 8) обязательства переводятся в текущую стоимость
- 9) определяется стоимость собственного капитала путем вычитания из обоснованной рыночной стоимости сумм активов текущей стоимости всех обязательств.

Все активы организации делятся на внеоборотные и оборотные. Такая классификация предусмотрена и в бухгалтерском балансе.

К внеоборотным активам относятся:

- нематериальные активы;
- основные средства;
- незавершенное строительство;
- долгосрочные финансовые вложения.

К оборотным активам относятся:

- запасы (сырье, материалы и т.д.);
- затраты (затраты в незавершенном производстве, расходы будущих периодов);
- готовая продукция;
- отгруженные товары;
- дебиторская задолженность;
- краткосрочные финансовые вложения;

➤ денежные активы (в том числе на расчетном счете и в кассе).

Методика расчёта стоимости чистых активов в общем виде может быть представлена формулой

$$\text{ЧА} = (\text{ВА} + \text{ОС}) - (\text{ДО} + \text{КО}), \quad (5)$$

где ЧА – стоимость чистых активов;

ВА – внеоборотные активы;

ОС – оборотные средства;

ДО – долгосрочные обязательства;

КО – краткосрочные обязательства.

На практике чаще всего используется рыночный вариант расчета чистых активов. Рыночная техника имущественного (затратного) подхода предполагает внесение корректив в элементы формулы расчета чистых активов.

В частности, внеоборотные активы – здания, сооружения, машины, оборудование, земельный участок и т.д. – принимаются в расчет по рыночной стоимости, для чего проводится их оценка.

Оборотные средства – запасы, дебиторская задолженность и прочие оборотные активы – также подвергаются переоценке с точки зрения потери ими стоимости во времени.

Аналогичные переоценочные процедуры проводятся в отношении пассива баланса за исключением раздела III баланса «Капитал и резервы».

Необходимость внесения корректив в статьи баланса и соответственно в формулу расчета чистых активов обусловлена тем, что любой бизнес как явление подвержен воздействию всех видов износа, а именно физическому, функциональному и внешнему (экономическому). Выделяют следующие виды износа:

- *Физический (технологический) износ* бизнеса или какого-то его актива длительного пользования (оборудования, оснастки, недвижимости) определяется степенью исчерпания «паспортного» фонда рабочего времени (срока службы), на который было рассчитано соответствующее имущество.

- *Функциональный износ* (также относится преимущественно к оборудованию) отражает обесценение актива длительного пользо-

вания в том случае, если он оказался конструктивно или функционально недоработанным при том же уровне параметров, определяющих качество изделия в процессе его текущего использования, – по сравнению с аналогичными активами, позднее появившимися на рынке.

- *Экономическое устаревание* связано с внешними причинами: законодательные ограничения, доступность сырья, наличие рабочей силы, сокращение спроса на изготавливаемую продукцию, выполняемые работы и оказываемые услуги.

Порядок проведения оценки по методу чистых активов (Net Assets Value, NAV) с точки зрения рыночной модели в отношении позиций баланса, подвергаемых оценке следующий:

1. Денежные средства и их эквиваленты

Как правило, принимаются равными балансовым данным и корректировке не подлежат. Однако если бизнес связан с валютными операциями – экспорт и/или импорт, то может возникнуть необходимость учета влияния курса валют.

2. Рыночные ценные бумаги, финансовые инвестиции

Принимаются по текущей рыночной цене ценной бумаги. Однако при необходимости проводится их переоценка с учетом их биржевой стоимости. Как правило, такая операция проводится в отношении ценных бумаг, имеющих биржевые котировки, и в отношении финансовых инвестиций, имеющих продолжительный срок обращения.

В первом случае используются данные бирж, во втором случае проводится процедура дисконтирования.

3. Дебиторская задолженность

Принимается равной текущей стоимости будущих поступлений. Однако при этом из состава дебиторской задолженности исключается сомнительная дебиторка.

4. Запасы

В качестве рыночной стоимости принимается стоимость замещения, то есть стоимость аналогов на дату оценки. Из состава запасов исключаются «испорченные» и неликвидные запасы

5. Земля

Принимается по текущей рыночной стоимости по результатам ее оценки.

6. Здания

Принимаются по стоимости оценки.

7. Оборудование

Обычно для оценки оборудования используется рыночная стоимость аналогов за вычетом совокупного износа. Кроме этого к стоимости оборудования добавляется стоимость оборудования, которое работает, будучи полностью «амортизированным».

8. Нематериальные активы

Принимаются в размере притока экономических выгод (с привлечением специалистов) за период использования

9. Кредиторская задолженность

Принимается равной текущей стоимости будущих выплат по каждому кредитору в соответствии с условиями договоров. Для оценки стоимости кредиторской задолженности, как правило, применяется процедура дисконтирования. Сомнительная кредиторская задолженность из состава оцениваемой исключается и расценивается как доход.

10. Финансовые обязательства

Принимаются по рыночной стоимости

11. Отложенные налоги

Воспринимаются как «беспроцентное обязательство», дисконтируются предстоящие платежи по ставке дисконтирования, равной стоимости заемного капитала

4.2.2 Метод ликвидационной стоимости

Метод ликвидационной стоимости является основным и единственно возможным к применению при ликвидации бизнеса.

Ликвидационная стоимость – это стоимость активов, по которой они могут быть проданы (вместе или по частям), за вычетом расходов, связанных с процедурой ликвидации и погашением обязательств.

Как следует из названия метода, он ориентирован на применение при ликвидации бизнеса. Кроме этого случая метод ликвидационной стоимости может быть использован кредиторами для прогнозирования последствий возможного банкротства.

Методика расчета величины стоимости бизнеса с применением ликвидационной стоимости аналогична методике чистых активи-

вов. Однако при применении метода ликвидационной стоимости бизнеса стоимость чистых активов уменьшается на расходы, связанные и с процедурой ликвидации бизнеса и погашением его обязательств.

В результате ликвидационная стоимость бизнеса может быть рассчитана как разница между стоимостью чистых активов, рассчитанных соответствующим методом в рамках имущественного подхода и расходами, связанными с процедурой ликвидации бизнеса и погашением обязательств, а именно:

$$C_{\text{лик}} = \text{ЧА} - P_{\text{лик}} - O_{\text{биз}}, \quad (6)$$

где $C_{\text{лик}}$ – ликвидационная стоимость бизнеса;

ЧА – стоимость чистых активов;

$P_{\text{лик}}$ – расходы, связанные с ликвидацией бизнеса;

$O_{\text{биз}}$ – обязательства бизнеса к погашению.

Основными причинами и условиями применения ликвидационной стоимости являются следующие:

1) экономические выгоды от продолжения бизнеса меньше суммы, получаемой от реализации активов бизнеса;

2) по решению судебных органов о прекращении деятельности бизнеса;

3) конфликты с миноритариями, настаивающими на прекращении бизнеса, должны быть урегулированы.

Различают два способа ликвидации:

1) упорядоченная ликвидация (Orderly Liquidation);

2) принудительная ликвидация (Forced Liquidation).

Проведение упорядоченной ликвидации (Orderly Liquidation) возможно при соблюдении следующих условий:

- наличие достаточного времени для проведения ликвидации бизнеса;

- наличие покупателей, готовых купить активы, являющихся составной частью бизнеса;

- активы бизнеса не находятся под арестом или в залоге;

- потенциальный покупатель учитывает затраты, связанные с перемещением активов.

Принудительная ликвидация проводится, как правило, по решению судебных органов. Поэтому принудительная ликвидация проводится при следующих условиях:

- время на проведение ликвидации бизнеса ограничено;
- продажа активов бизнеса осуществляется через аукцион;
- цена, которая может быть получена «немедленно» в существующих экономических условиях, меньше рыночной с учетом срока экспозиции.

Контрольные вопросы к главе 4:

1. В чем заключается общий смысл затратного подхода к оценке бизнеса?
2. Какие выделяются методы в рамках затратного подхода к оценке бизнеса?
3. Назовите виды износа.
4. Как определить, к какому виду относится износ: устранимому или неустранимому?

ГЛАВА 5 СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

5.1 Общая характеристика сравнительного подхода

Сравнительный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами – аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах. Объектом – аналогом объекта оценки для целей оценки признается объект, сходный объекту оценки по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам, определяющим его стоимость.

В рамках сравнительного подхода к оценке бизнеса существуют три основных метода расчета:

- метод компании-аналога (метод рынка капитала);
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Первые два метода основаны на ценах, реально выплаченных за акции или контрольные пакеты акций сходных компаний.

В соответствии с данными методами, алгоритм определения стоимости компании состоит из следующих этапов:

- определение круга компаний-аналогов,
- расчет оценочных мультипликаторов по компаниям-аналогам,
- применение мультипликаторов к соответствующим финансовым или производственным показателям оцениваемой компании,
- взвешивание полученных результатов,
- внесение заключительных поправок.

Метод отраслевых коэффициентов основан на использовании рекомендуемых (средних по отрасли) соотношений между ценой и определенными финансовыми показателями.

Сравнительный (рыночный) подход к оценке бизнеса предполагает, что ценность активов определяется тем, за сколько они могут быть проданы при наличии достаточно сформированного финансового рынка. Другими словами, наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком.

Теоретической основой сравнительного подхода, доказывающей возможность его применения, а также объективность резуль­тативной величины, являются следующие базовые положения:

- *Во-первых*, оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на аналогичные предприятия (акции). При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее инте­грально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия. К таким фак­торам можно отнести соотношение спроса и предложения на дан­ный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности предприятия и т.д. Это, в конечном счете, облегчает работу оценщика, доверяющего рынку.

- *Во-вторых*, сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает прежде всего будущий доход. Производственные, техно­логические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный доход на размещенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечи­вает выравнивание рыночных цен.

- *В-третьих*, цена предприятия отражает его производствен­ные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в аналогичных предприятиях должно сов­падать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми па­раметрами, такими как прибыль, дивидендные выплаты, объем ре­ализации, балансовая стоимость собственного капитала. Отличи­тельной чертой этих финансовых параметров является их опреде­ляющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

Основные преимущества и недостатки сравнительного под­хода.

Основным *преимуществом* сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий. В данном случае цена опреде­ляется рынком, так как оценщик ограничивается только корректи­ровками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оценивае­мым объектом. При использовании других подходов оценщик опре­деляет стоимость предприятия на основе расчетов.

Сравнительный подход базируется на ретроинформации и, следовательно, отражает фактически достигнутые результаты производственно-финансовой деятельности предприятия, в то время как доходный подход ориентирован на прогнозы относительно будущих доходов.

Другим достоинством сравнительного подхода является реальное отражение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке.

К недостаткам сравнительного подхода можно отнести следующее.

1. Базой для расчета являются достигнутые в прошлом финансовые результаты. Следовательно, метод игнорирует перспективы развития предприятия в будущем.

2. Сравнительный подход возможен только при наличии доступной разносторонней финансовой информации не только по оцениваемому предприятию, но и по большому числу похожих фирм, отобранных оценщиком в качестве аналогов. Получение дополнительной информации от предприятий-аналогов является достаточно сложным процессом.

3. Оценщик должен делать сложные корректировки, вносить поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты, требующие серьезного обоснования. Это связано с тем, что на практике не существует абсолютно одинаковых предприятий. Поэтому оценщик обязан выявить различия и определить пути их нивелирования в процессе определения итоговой величины стоимости.

Условия применения сравнительного подхода:

- Возможность применения сравнительного подхода зависит от наличия активного финансового рынка, поскольку подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках.

- Открытость рынка или доступность финансовой информации, необходимой оценщику.

- Наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию. Формирование соответствующего банка данных облегчит работу оценщика, поскольку сравнительный подход является достаточно трудоемким и дорогостоящим.

5.2 Основные методы сравнительного подхода к оценке бизнеса

В зависимости от целей, объекта и конкретных условий оценки сравнительный подход предполагает использование трех основных методов:

- метод компании-аналога;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Метод компании-аналога, или метод рынка капитала, основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. Таким образом, базой для сравнения служит цена на единичную акцию акционерных обществ открытого типа. Следовательно, в чистом виде данный метод используется для оценки *миноритарного* пакета акций.

Метод сделок, или метод продаж, является частным случаем метода рынка капитала и ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо контрольного пакета акций. Это определяет наиболее оптимальную сферу применения данного метода оценки предприятия или контрольного пакета акций. Основным отличием от метода рынка капитала является, то, что в этом методе определяется уровень стоимости контрольного пакета акций, так как компании аналоги подбираются с рынка корпоративного контроля.

Метод отраслевых коэффициентов, или метод отраслевых соотношений, основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками.

В результате обобщения были разработаны достаточно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия. Например, цена бензозаправочной станции колеблется в диапазоне 1,2–2,0 месячной выручки. Цена предприятия розничной торговли формируется следующим образом: 0,75–1,5 величины чистого годового дохода увеличивается на стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие.

Технологии применения метода компании-аналога и метода сделок практически совпадают, различие заключается только в типе исходной ценовой информации: либо цена одной акции, не дающая никаких элементов контроля, либо цена контрольного пакета, включающая премию за элементы контроля.

Метод отраслевых коэффициентов пока не получил достаточного распространения в отечественной практике в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения.

Суть сравнительного подхода при определении стоимости предприятия заключается в следующем. Выбирается предприятие, аналогичное оцениваемому, которое было недавно продано. Затем рассчитывается соотношение между ценой продажи и каким-либо финансовым показателем по предприятию-аналогу. Это соотношение называется *мультипликатором*. Умножив величину мультипликатора на тот же базовый финансовый показатель оцениваемой компании, получим ее стоимость.

Однако, несмотря на кажущуюся простоту, этот метод требует высокой квалификации и профессионализма оценщика, так как предполагает внесение достаточно сложных корректировок для обеспечения максимальной сопоставимости оцениваемой компании с аналогами. Кроме того, оценщик должен определить приоритетные критерии сопоставимости исходя из конкретных условий, целей оценки, качества информации.

Сравнительный подход к оценке бизнеса во многом аналогичен методу капитализации доходов. В обоих случаях оценщик определяет стоимость компании, опираясь на величину дохода компании. *Основное отличие* заключается в способе преобразования величины дохода в стоимость компании. Метод капитализации предполагает деление величины дохода на коэффициент капитализации, построенный на основе общих рыночных данных. Сравнительный подход оперирует рыночной ценовой информацией в сопоставлении с достигнутым доходом. Однако в данном случае доход умножается на величину соотношения.

Процесс оценки предприятия методами компании-аналога и сделок включает следующие *основные этапы*:

- 1 этап. Сбор необходимой информации.
- 2 этап. Сопоставление списка аналогичных предприятий.

- 3 этап. Финансовый анализ.
- 4 этап. Расчет оценочных мультипликаторов.
- 5 этап. Выбор величины мультипликатора.
- 6 этап. Определение итоговой величины стоимости.
- 7 этап. Внесение итоговых корректировок.

5.3 Отбор предприятий-аналогов

Сравнительный подход к оценке бизнеса основан на использовании двух типов информации:

- Рыночная (ценовая) информация.
- Финансовая информация.

Рыночная информация представляет собой данные о фактических ценах купли-продажи акций или предприятий, аналогичных с акциями оцениваемой компании или с самой оцениваемой компанией. Качество и доступность информации зависят от уровня развития фондового рынка.

Финансовая информация обычно представлена бухгалтерской и финансовой отчетностью, а также дополнительными сведениями, позволяющими определить сходство компаний и провести необходимые корректировки, обеспечивающие необходимую сопоставимость. Дополнительная информация позволит правильно применить стандарты системы национальных счетов, выявить излишек или недостаток активов, внести поправки на экстраординарные события и т.д.

Финансовая информация должна быть представлена отчетностью за последний отчетный год и предшествующий период. Ретроинформация собирается обычно за 5 лет. Однако этот период может быть другим, если условия деятельности предприятия существенно отличаются от тех, в которых оно работает на момент оценки. Финансовая информация должна быть собрана не только по оцениваемой компании, но и по аналогам. Корректировке подлежит вся отчетность по полному списку предприятий, отобранных оценщиком, поэтому сравнительный подход является чрезвычайно трудоемким и дорогостоящим. Кроме того, как показывает практика, тщательный анализ информации может дать отрицательный результат. Оценщик приходит к заключению об отсутствии необходимого

сходства и невозможности применения данного метода, хотя время и деньги потрачены.

Финансовая информация может быть получена оценщиком как по публикациям в периодической печати, так и на основании письменного запроса либо непосредственно на предприятии в ходе собеседования. Состав этой информации зависит от конкретного объекта оценки, стратегии и методологии оценщика, а также стадии отбора аналогов.

Процесс отбора сопоставимых компаний осуществляется в 3 этапа.

На первом этапе проводится отбор круга предприятий, схожих с оцениваемым. В него входит максимально возможное число предприятий, сходных с оцениваемым. Поиск таких компаний начинается с определения основных конкурентов, просмотра списка слившихся и приобретенных компаний за последний год. Возможно использование электронных баз, однако такая информация нуждается в дополнительных сведениях, так как она не бывает достаточно полной. Критерии сопоставимости достаточно условны и обычно ограничиваются сходством отрасли, производимой продукции, ее ассортимента и объемов производства.

На втором этапе составляется список наиболее подходящих «кандидатов». Поскольку аналитику требуется дополнительная информация сверх официальной отчетности, он должен собрать ее непосредственно на предприятиях. Поэтому первоначальный список может сократиться из-за отказа некоторых фирм в предоставлении необходимых сведений, а также из-за плохого качества, недостоверности предоставленной информации. Критерии оценки должны соответствовать важнейшим характеристикам фирм. Если аналог отвечает всем критериям, то он может использоваться на последующих этапах оценки. Принятие решения о сопоставимости лежит на оценщике.

На третьем этапе составляется окончательный список аналогов, позволяющий аналитику определить стоимость оцениваемой фирмы. Включение предприятий в этот список основано на тщательном анализе дополнительно полученной информации. На этом этапе аналитик ужесточает критерии сопоставимости и оценивает такие факторы, как уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции и т.д.

Состав критериев сопоставимости определяется условиями оценки, наличием необходимой информации, приемами и методами, наработанными оценщиком. На практике невозможно проанализировать все факторы, по которым осуществляется окончательный отбор, однако *критерий отраслевого сходства является обязательным.*

Основные критерии отбора:

1) Отраслевое сходство. Список потенциально сопоставимых компаний всегда принадлежит одной отрасли, однако не все предприятия, входящие в отрасль или предлагающие свои товары на одном рынке, сопоставимы. Оценщик должен учитывать следующие дополнительные факторы:

- *уровень диверсификации производства.* Если предприятие выпускает один вид продукта или какой-то товар существенно доминирует в производстве и обеспечивает 85% общей прибыли, а сравнимая компания ориентирована на широкий круг товаров и услуг либо аналогичный товар дает не более 20% общей массы прибыли, то такие компании не являются для оценщика сопоставимыми;

- *характер взаимозаменяемости производимых продуктов.* Так, технологическое оборудование одного из предприятий может обеспечивать производство только конкретного продукта. В случае изменения ситуации на рынке такое предприятие будет нуждаться в серьезном техническом перевооружении. Аналог выпускает аналогичный продукт на оборудовании, легко поддающемся переналадке для производства новых товаров. Следовательно, предприятия неодинаково отреагируют на изменение ситуации на рынке;

- *зависимость от одних и тех же экономических факторов.* Стоимость капитала строительных компаний, работающих в районах массового строительства и в отдаленных экономических районах, существенно отличается при достаточном сходстве других критериев, например численности работающих, состава парка строительных машин и механизмов. Аналитик, выявив различия, может либо вычеркнуть предприятие из списка аналогов, либо рассчитать величину корректировки цены аналога для определения стоимости оцениваемой компании;

- *стадия экономического развития оцениваемой компании и аналогов.* Опытная компания, проработавшая не один год, имеет не-

оспоримые преимущества и дополнительную прибыль за счет стабильного функционирования, хорошей клиентуры и поставщиков сырья и т.д.

2) Размер является важнейшим критерием, оцениваемым аналитиком при составлении окончательного списка аналогов. Сравнительные оценки размера компании включают такие параметры, как объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и т.д. Однако принятие решения о включении компании в список сопоставимых только на основе ее размера может привести оценщика к неправильным выводам, так как объективно закрытые компании обычно меньше, чем открытые. Кроме того, оценщик должен учитывать, что более крупная компания не будет автоматически иметь большую прибыль только за счет своего размера. Поэтому оценщик должен в первую очередь учитывать факторы, обеспечивающие величину прибыли:

- *географическую диверсификацию* – крупные компании обычно имеют более разветвленную сеть потребителей своей продукции, минимизируя тем самым риск нестабильности объемов продаж;

- *количественные скидки* – крупные компании закупают сырье в большем объеме, чем небольшие фирмы, и получают при этом значительные скидки. Кроме того, аналитик должен иметь в виду, что коэффициент использования оборудования в крупных компаниях лучше. Поэтому мультипликатор, рассчитанный для открытой компании, должен быть скорректирован и понижен для оценки закрытой компании;

- *ценовые различия по сходным товарам* – крупные компании зачастую имеют возможность устанавливать более высокие цены, так как потребитель предпочитает приобретать товар у хорошо зарекомендовавших себя фирм, оплачивая, по сути, товарный знак, гарантирующий качество. Это, в конечном счете, влияет на величину мультипликатора.

3) Перспективы роста – оценщик должен определить фазу экономического развития предприятия, поскольку она определяет распределение чистой прибыли на дивидендные выплаты и затраты, связанные с развитием предприятия. Оценивая перспективы роста компании, аналитик рассматривает степень влияния трех основных факторов: общего уровня инфляции, перспектив роста отрасли в целом и индивидуальных возможностей развития конкретной фирмы

в рамках отрасли. Другим существенным фактором возможного роста является динамика доли предприятия на рынке. Эксперт должен внимательно изучить конкурентные преимущества и недостатки оцениваемой компании по сравнению с аналогами.

4) Финансовый риск. Оценка финансового риска осуществляется следующими способами:

- сравнивается структура капитала или соотношение собственных и заемных средств;
- оценивается ликвидность или возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами;
- анализируется кредитоспособность фирмы, другими словами – способность привлекать заемные средства на выгодных условиях.

5) Качество менеджмента – оценка этого фактора наиболее сложна, так как анализ проводится на основе косвенных данных, таких как качество отчетной документации, возрастной состав, уровень образования, опыт, зарплата управленческого персонала, а также место компании на рынке.

Перечень критериев сопоставимости, приведенный выше, не является исчерпывающим, и эксперт имеет возможность самостоятельно расширять список дополнительными факторами. Оценщик редко находит компании, абсолютно идентичные с оцениваемой, поэтому на основе анализа критериев он может сделать один из следующих выводов:

- компания сопоставима с оцениваемой по ряду характеристик и может быть использована для расчета мультипликаторов;
- компания недостаточно сопоставима с оцениваемой и не может быть использована в процессе оценки. Эксперт должен в письменной форме объяснить, почему он сделал данное заключение.

Сравнительный подход к оценке предприятия использует все традиционные приемы и методы финансового анализа. Оценщик рассчитывает одинаковые коэффициенты, анализирует балансы, отчеты о прибылях и убытках, дополнительную информацию. Финансовый анализ является важнейшим приемом определения сопоставимости аналогичных компаний с оцениваемой. *Отличительные черты финансового анализа* при сравнительном подходе проявляются в следующем:

во-первых, с помощью финансового анализа можно определить рейтинг оцениваемой компании в списке аналогов;

во-вторых, он позволяет обосновать степень доверия оценщика к конкретному виду мультипликатора в общем их числе, что в конечном счете определяет вес каждого варианта стоимости при выведении итоговой величины;

в-третьих, финансовый анализ является основой для внесения необходимых корректировок, обеспечивающих увеличение сопоставимости и обоснованности окончательной стоимости.

5.4 Характеристика ценовых мультипликаторов

Ценовой мультипликатор – это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой. 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 оценочной практике используются два типа мультипликаторов: интервальные и моментные.

К интервальным мультипликаторам относятся:

- 1) цена/прибыль;
- 2) цена/денежный поток;
- 3) цена/дивидендные выплаты;
- 4) цена/выручка от реализации.

К моментным мультипликаторам относятся:

- 1) цена/балансовая стоимость активов;
- 2) цена/чистая стоимость активов.

Рассмотрим порядок расчета и основные правила применения ценовых мультипликаторов.

Мультипликаторы цена/прибыль, цена/денежный поток.

Данная группа мультипликаторов является наиболее распространенным способом определения цены, так как информация о прибыли оцениваемой компании и предприятий-аналогов является наиболее доступной. В качестве финансовой базы для мультипликатора используется любой показатель прибыли, который может быть рассчитан аналитиком в процессе ее распределения. Поэтому, кроме показателя чистой прибыли, практически по всем предприятиям можно использовать прибыль до налогообложения, прибыль до уплаты процентов и налогов и т.д. Основное требование – полная идентичность финансовой базы для аналога и оцениваемой фирмы, т.е. мультипликатор, исчисленный на основе прибыли до уплаты налогов, нельзя применять к прибыли до уплаты процентов и налогов.

Мультипликатор цена/прибыль существенно зависит от методов бухучета. Поэтому, если в качестве аналога выступает зарубежная компания, следует привести порядок распределения прибыли к единым стандартам. Только после проведения всех корректировок может быть достигнут необходимый уровень сопоставимости, позволяющий использовать мультипликатор.

В качестве базы для расчета мультипликатора используется не только сумма прибыли, полученная в последний год перед датой оценки. Оценщик может использовать среднегодовую сумму прибыли, исчисленную за последние пять лет. Оценочный период увеличивается или уменьшается в зависимости от имеющейся информации и наличия экстраординарных ситуаций, искажающих основную тенденцию в динамике прибыли.

Базой расчета мультипликатора цена/денежный поток служит любой показатель прибыли, увеличенный на сумму начисленной амортизации. Следовательно, аналитик может использовать несколько вариантов данного мультипликатора.

В процессе оценки аналитик стремится исчислить максимальное число мультипликаторов, поскольку применение их к финансо-

вой базе оцениваемой компании приведет к появлению нескольких вариантов стоимости, существенно отличающихся друг от друга. Диапазон полученных результатов достаточно широк. Поэтому большее число используемых мультипликаторов поможет оценщику выявить область наиболее обоснованной величины. Данное суждение основано на математических методах. Однако существуют экономические критерии, обосновывающие степень надежности и объективности того или иного мультипликатора.

Например, *крупные предприятия* лучше оценивать на основе чистой прибыли. *Мелкие* компании – на основе прибыли до уплаты налогов, поскольку в этом случае устраняется влияние различий в налогообложении.

Ориентация на мультипликатор цена/денежный поток предпочтительна при оценке предприятий, в активах которых преобладает недвижимость. Если предприятие имеет достаточно высокий удельный вес активной части основных фондов, более объективный результат даст использование мультипликатора цена/прибыль.

Наиболее распространенной ситуацией применения мультипликатора цена/денежный поток является убыточность либо незначительная величина прибыли, а также несоответствие фактического полезного срока службы основных фондов предприятия периоду амортизации, принятому в финансовом учете. Это возможно в случае, когда стоимость активов будет незначительной, хотя прослужат они довольно долго.

Мультипликатор цена/дивиденды. Данный мультипликатор может рассчитываться как на базе фактически выплаченных дивидендов, так и на основе потенциальных дивидендных выплат. Под потенциальными дивидендами понимаются типичные дивидендные выплаты по группе аналогичных предприятий, исчисленные в процентах к чистой прибыли.

Возможность применения того или иного мультипликатора данной группы зависит от целей оценки. Если оценка проводится в целях поглощения предприятия, то способность выплачивать дивиденды не имеет значения, так как она может прекратить свое существование в привычном режиме хозяйствования. При оценке контрольного пакета оценщик ориентируется на потенциальные дивиденды, так как инвестор получает право решения дивидендной политики. Фактические дивидендные выплаты важны при оценке ми-

норитарного пакета акций, поскольку инвестор не сможет заставить руководство компании увеличить дивиденды даже при наличии достаточного роста прибыли.

Данный мультипликатор используется достаточно редко, несмотря на доступность необходимой для расчета информации. Это связано с тем, что порядок выплаты в компаниях открытого и закрытого типов существенно различается. В закрытых обществах собственники могут получать денежную выгоду в виде различных выплат, снижения арендной платы и т.д.

Мультипликатор целесообразно использовать, если дивиденды выплачиваются достаточно стабильно как в аналогах, так и в оцениваемой компании либо способность компании платить дивиденды может быть обоснованно спрогнозирована. Оценщик должен удостовериться, что сумма дивидендов рассчитана по годовой процентной ставке, даже если дивиденды оплачиваются ежеквартально.

Мультипликатор цена/выручка от реализации. Этот мультипликатор используется редко, в основном для проверки объективности результатов, получаемых другими способами.

Хорошие результаты мультипликатор дает при оценке предприятий сферы услуг (реклама, страхование, ритуальные услуги и т.д.). Достоинством данного мультипликатора является его универсальность, избавляющая оценщика от необходимости проведения сложных корректировок, применяемых при расчете мультипликатора цена/прибыль, т.е. мультипликатор цена/выручка от реализации не зависит от методов бухучета.

Если целью оценки является поглощение компании, то лучше ориентироваться на мультипликатор цена/выручка от реализации, так как он исключает возможность повышения цены за счет кратковременного роста прибыли, обеспечиваемого усилиями финансового менеджера. Однако в этом случае оценщик должен тщательно изучить стабильность объема выручки от реализации в будущем. Поскольку поглощение компании сопровождается, как правило, сменой управленческого аппарата, это может привести к полной замене производственного персонала и снижению объемов реализации.

Особенность применения мультипликатора цена/выручка от реализации заключается в том, что оценщик должен обязательно учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов.

Если она существенно отличается, то мультипликатор лучше определяется при расчете на инвестированный капитал.

Процедура оценки предприятий с различным соотношением собственных и заемных средств осуществляется следующим образом.

1. По компании-аналогу рассчитывается инвестированный капитал как сумма рыночной стоимости собственного капитала и долгосрочных обязательств.

2. Рассчитывается мультипликатор как отношение инвестированного капитала к финансовой базе аналога.

3. По оцениваемому предприятию определяется величина инвестированного капитала: адекватная финансовая база оцениваемого предприятия умножается на величину мультипликатора.

4. Рассчитывается стоимость собственного капитала оцениваемого предприятия как разность инвестированного капитала и стоимости долгосрочных обязательств оцениваемой компании.

Мультипликатор цена/физический объем является разновидностью мультипликатора цена/выручка от реализации. В этом случае цена сопоставляется не со стоимостным, а с натуральным показателем, который может отражать физический объем производства, размер производственных площадей, количество установленного оборудования, а также любую другую единицу измерения мощности.

Мультипликатор цена/балансовая стоимость. Для расчета в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость аналогичных компаний на дату оценки либо на последнюю отчетную дату. Этот мультипликатор относится к так называемым моментным показателям, поскольку используется информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный отрезок времени.

Оптимальная сфера применения данного мультипликатора – оценка холдинговых компаний либо необходимость быстро реализовать крупный пакет акций. Финансовой базой для расчета являются чистые активы оцениваемой компании и компаний-аналогов. Причем за основу можно брать как балансовые отчеты компаний, так и ориентированную величину чистых активов, полученную оценщиком расчетным путем.

Мультипликатор цена/чистая стоимость активов. Его применяют в том случае, если соблюдаются следующие требования:

- оцениваемая компания имеет значительные вложения в собственность: недвижимость, ценные бумаги, газовое или нефтяное оборудование;

- основной деятельностью компании являются хранение, покупка и продажа такой собственности. Управленческий и рабочий персонал добавляет к продукции в этом случае незначительную стоимость.

При применении мультипликатора цена/чистая стоимость активов оценщику необходимо:

- проанализировать по аналогам и оцениваемой компании долю прибыли в выручке от реализации, так как решение о купле-продаже акций может привести к искусственному росту прибыли в последний год;

- изучить по всему списку сравниваемых компаний структуру активов, используя различные признаки классификации, такие как виды активов, местоположение и т.д.;

- осуществить анализ чистых активов всех компаний, позволяющий определить наличие и долю в них акций, представляющих контрольные пакеты дочерних фирм;

- оценить ликвидность всех финансовых активов компании, так как соотношение доли акций, принадлежащих компаниям открытого и закрытого типов, является определяющим признаком сопоставимости.

5.5 Формирование итоговой величины стоимости

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из трех основных этапов:

- выбора величины мультипликатора;
- взвешивания промежуточных результатов;
- внесения итоговых корректировок.

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным этапом, требующим особенно тщательного обоснования, зафиксированного впоследствии в отчете. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же мультипликатора по компаниям-аналогам бывает достаточно широк. Аналитик отсекает экстремальные величины и рассчитывает среднее значение мультипликатора по группе аналогов. Затем про-

водит финансовый анализ, причем для выбора величины конкретного мультипликатора использует финансовые коэффициенты и показатели, наиболее тесно связанные с данным мультипликатором. По величине финансового коэффициента определяет положение (ранг) оцениваемой компании в общем списке. Полученные результаты накладываются на ряд мультипликаторов, и достаточно точно определяется величина, которая может быть использована для расчета стоимости оцениваемой компании.

Сравнительный подход позволяет использовать аналитику максимальное число всех возможных вариантов мультипликаторов, следовательно, в процессе расчета будет получено столько же вариантов стоимости. Если аналитик в качестве итоговой величины предложит простую среднюю всех полученных величин, то это будет означать, что он одинаково доверяет всем мультипликаторам. Наиболее правильным приемом определения итоговой величины является метод взвешивания. Оценщик в зависимости от конкретных условий, целей и объекта оценки, степени доверия к той или иной информации придает каждому мультипликатору свой вес. На основе взвешивания получается итоговая величина стоимости, которая может быть взята за основу для проведения последующих корректировок.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств. Наиболее типичными являются следующие поправки. *Портфельная скидка* предоставляется при наличии непривлекательного для покупателя характера диверсификации производства. Аналитик при определении окончательного варианта стоимости должен учесть имеющиеся *активы производственного назначения*. Если в процессе финансового анализа выявлены *либо недостаточность собственного оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях*, полученную величину необходимо вычесть. Возможно применение *скидки на ликвидность*.

Таким образом, сравнительный подход, несмотря на достаточную сложность расчетов и анализа, является неотъемлемым приемом определения обоснованной рыночной стоимости. Результаты, полученные таким способом, имеют хорошую объективную основу, уровень которой зависит от возможности привлечения широкого

круга компаний-аналогов. Следовательно, развитие оценочных услуг будет способствовать расширению сферы использования сравнительного подхода.

Контрольные вопросы к главе 5:

1. Перечислите основные методы сравнительного подхода к оценке бизнеса.

2. Каким образом осуществляется подбор компаний-аналогов?

3. Какие критерии могут применяться при подборе компаний-аналогов?

4. Какие вы знаете ценовые мультипликаторы? Для чего они нужны?

ГЛАВА 6 ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

6.1 Общая характеристика доходного подхода

Доходный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки. Чем выше доходный потенциал оцениваемого актива, тем выше его стоимость.

Доходный подход оценивает стоимость объекта в данный момент как текущую стоимость будущих денежных потоков, т.е. отражает:

- качество и количество дохода, который объект оценки может принести в течение своего срока службы;
- риски, характерные как для оцениваемого объекта, так и для региона.

Доходный подход используется при определении:

- инвестиционной стоимости, поскольку потенциальный инвестор не заплатит за объект большую сумму, чем текущая стоимость будущих доходов от этого объекта;
- рыночной стоимости.

Основные принципы, на которых основывается оценка в доходном подходе – принцип ожидания и принцип замещения.

Принцип ожидания является основным метообразующим принципом доходного подхода. Стоимость актива определяется текущей стоимостью всех его будущих доходов в течение экономической жизни.

Принцип замещения означает, что при наличии на рынке нескольких схожих объектов рациональный инвестор не заплатит больше той суммы, в которую обойдется приобретение недвижимости аналогичной полезности.

В рамках доходного подхода возможно применение одного из двух методов:

- прямой капитализации доходов;
- дисконтированных денежных потоков.

В основе данных методов лежит предпосылка, что стоимость обусловлена способностью оцениваемого объекта генерировать потоки доходов в будущем. В обоих методах происходит преобразование будущих доходов от объекта недвижимости в его стоимость с

учетом уровня риска, характерного для данного объекта. Различаются эти методы лишь способом преобразования потоков дохода.

При использовании метода капитализации доходов в стоимость объекта оценки преобразуется доход за один временной период, а при использовании метода дисконтированных денежных потоков – доход от предполагаемого использования за ряд прогнозных лет, а также выручка от перепродажи объекта недвижимости в конце прогнозного периода.

Достоинства и недостатки методов оцениваются по следующим критериям:

- соответствием действительным намерениям потенциального покупателя инвестора;
- качеством и обширностью информации, на основе которой проводится анализ;
- способностью учитывать конкурентные колебания;
- способностью учитывать специфические особенности объекта, влияющие на его стоимость (месторасположение, размер, потенциальная доходность).

Метод капитализации доходов используется, если:

- потоки доходов стабильны в течение длительного периода времени, представляют собой значительную положительную величину;
- потоки доходов возрастают устойчивыми, умеренными темпами.

Результат, полученный данным методом, состоит из стоимости зданий, сооружений и из стоимости земельного участка, т.е. является стоимостью всего объекта недвижимости.

Использование метода прямой капитализации имеет некоторые ограничения, а именно:

- метод не рекомендуется использовать, когда объект недвижимости требует значительной реконструкции или же находится в состоянии незавершенного строительства, т.е. в ближайшем будущем не представляется возможным выход на уровень стабильных доходов.

- в российских условиях основная проблема, с которой сталкивается оценщик – «информационная непрозрачность» рынка недвижимости. Прежде всего – это отсутствие информации по реальным сделкам продажи и аренды объектов недвижимости, эксплуатаци-

онным расходам, отсутствие статистической информации по коэффициенту загрузки на каждом сегменте рынка в различных регионах. В результате расчет чистого операционного дохода (ЧОД) и ставки капитализации становится чрезвычайно сложной задачей.

Таким образом, основные недостатки метода капитализации доходов заключаются в следующем:

- в текущую стоимость переводится ЧОД за один временной период;
- не рассчитывается цена реверсии.

Преимущества метода капитализации доходов заключаются в том, что этот метод непосредственно отражает рыночную конъюнктуру, так как при его применении анализируются с точки зрения соотношения дохода и стоимости, как правило, большое количество сделок с недвижимостью, а также при расчете капитализируемого дохода составляется гипотетический отчет о доходах, основной принцип построения которого – предположение о рыночном уровне эксплуатации недвижимости.

Метод дисконтированных денежных потоков (ДДП) более сложен, детален и позволяет оценить объект в случае получения от него нестабильных денежных потоков.

Метод ДДП применяется когда:

- предполагается, что будущие денежные потоки будут существенно отличаться от текущих;
- имеются данные, позволяющие обосновать размер будущих потоков денежных средств от недвижимости;
- потоки доходов и расходов носят сезонный характер;
- оцениваемая недвижимость – крупный многофункциональный коммерческий объект;
- объект недвижимости строится или только что построен и вводится (или введен в действие).

Метод ДДП позволяет оценить стоимость недвижимости на основе текущей стоимости дохода, состоящего из прогнозируемых денежных потоков и остаточной стоимости.

6.2 Методы доходного подхода к оценке бизнеса

Доходный подход исходит из того принципа, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем

текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, т.е. принципа ожидания (предвидения).

Данный подход к оценке считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете, покупает не набор активов, а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние.

Существует два метода пересчёта чистого дохода в текущую стоимость:

- метод капитализации прибыли;
- метод дисконтированных будущих денежных потоков.

Метод капитализации дохода используется в случае, если ожидается, что будущие чистые доходы приблизительно будут равны текущим или темпы их роста будут умеренными и предсказуемыми. Причем доходы являются достаточно значительными положительными величинами, т.е. бизнес будет стабильно развиваться.

Метод дисконтированных будущих денежных потоков используется, когда ожидается, что будущие уровни денежных потоков существенно отличаются от текущих, можно обоснованно определить будущие денежные потоки, прогнозируемые будущие денежные потоки являются положительными величинами для большинства прогнозных лет, ожидается, что денежный поток в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной.

В зависимости от характера оцениваемого предприятия, доли акционеров в его капитале или ценных бумаг, а также других факторов, оценщик может в качестве ожидаемых доходов рассматривать чистый денежный поток, дивиденды, различные формы прибыли.

При использовании метода капитализации, репрезентативная величина доходов делится на коэффициент капитализации для перерасчета доходов предприятия в его стоимость. Коэффициент капитализации может быть рассчитан на основе ставки дисконтирования (с вычитанием из ставки дисконтирования ожидаемых среднегодовых темпов прироста денежного потока). Метод капитализации дохода наиболее употребим в условиях стабильной экономической

ситуации, характеризующейся постоянными равномерными темпами прироста дохода.

Особенностью метода дисконтированных денежных потоков и его главным достоинством является то, что он позволяет учесть не-систематические изменения потока доходов, которые нельзя описать какой-либо математической моделью. Данное обстоятельство делает привлекательным использование метода дисконтированных денежных потоков в условиях российской экономики, характеризующейся сильной изменчивостью цен на готовую продукцию, сырье, материалы и прочие компоненты, существенным образом влияющие на стоимость оцениваемого предприятия.

Еще одним аргументом, выступающим в пользу применения метода дисконтированного денежного потока, является наличие информации, позволяющей обосновать модель доходов (финансовая отчетность предприятия, ретроспективный анализ оцениваемого предприятия, данные маркетингового исследования рынка услуг связи, планы развития компании).

При подготовке исходных данных для оценки с помощью доходного подхода применяется финансовый анализ предприятия, поскольку с его помощью можно оценить особенности развития предприятия, в т.ч.:

- темпы роста;
- издержки, доходность;
- требуемую величину собственного оборотного капитала;
- величину задолженности;
- ставку дисконтирования.

Метод дисконтированных денежных потоков.

В целом процедура определения стоимости бизнеса на основе метода дисконтирования денежного потока включает в себя, как правило, следующие этапы:

- 1) выбор длительности прогнозного периода;
- 2) выбор типа денежного потока, который будет использоваться для расчета;
- 3) выполнение анализа валовых доходов предприятий и подготовка прогноза валовых доходов в будущем с учетом планов развития оцениваемой организации;

4) выполнение анализа расходов предприятия и подготовка прогноза расходов в будущем с учетом планов развития оцениваемой организации;

5) выполнение анализа инвестиций и подготовка их прогноза;

6. расчет денежного потока для каждого года прогнозного периода;

7) определение соответствующей ставки дисконтирования;

8) расчет остаточной стоимости (стоимости денежных потоков в постпрогнозном периоде);

9) расчет текущей стоимости будущих денежных потоков, остаточной стоимости, и их суммарное значение;

10) внесение заключительных поправок;

11) выполнение процедуры проверки.

Выбор длительности прогнозного периода.

В качестве прогнозного принимается период, который должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются (предполагается, что в остаточный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или одноуровневый бесконечный поток доходов). В практике оценки принято считать продолжительность периода равным 35 годам. С учетом не стабильной ситуации в экономике России чаще всего применяют период равный 3 годам.

Выбор вида (типа) денежного потока.

Необходимость выбора денежного потока, на основе которого будет определена стоимость бизнеса, связана с разной степенью риска, присущего финансовым и операционным потокам. В зависимости от цели оценки, поставленной в задании, в качестве предмета рассмотрения могут использоваться различные денежные потоки. Существует 2 основных вида денежных потоков:

- бездолговой денежный поток;

- денежный поток для собственного капитала.

Бездолговой денежный поток не учитывает суммы выплат процентов по кредиту и увеличение или уменьшение задолженности. Данный вид потока рассматривается с целью определения эффективности вложения капитала в целом. Полученные суммарные величины сопоставляются с полными инвестициями в бизнес, независимо от происхождения последних (т.е. оценивается стоимость собственного и заемного капитала).

*Бездолговой денежный поток = Чистый доход (+ выплаты %, скорректированные на ставку налогообложения) + Амортизация
Изменение чистого оборотного капитала Капитальные вложения
+ Изъятия вложений.*

Денежный поток для собственного капитала принимает во внимание изменение (как рост, так и уменьшение) долгосрочной задолженности. С помощью данного вида денежного потока оценивается стоимость только собственного капитала.

Денежный поток для собственного капитала = Чистый доход после уплаты налогов + Амортизация + Увеличение долгосрочной задолженности Уменьшение долгосрочной задолженности – Изменение чистого оборотного капитала – Капитальные вложения + Изъятия вложений.

Для каждого вида денежного потока существует свой тип ставки дисконтирования, связанной с определенными рисками:

Бездолговой денежный поток – средневзвешенная стоимость капитала.

Денежный поток для собственного капитала – стоимость капитала собственника.

Учитывая необходимость привлечения долгосрочного кредита для осуществления программы расширения бизнеса предприятия, для целей проведения оценки нами был выбран денежный поток для собственного капитала. Полученный в ходе проведения расчетов результат можно интерпретировать следующим образом: оцененная доходным подходом стоимость бизнеса представляет собой стоимость действующего предприятия после вычета всех долговых обязательств, имеющихся у него на дату оценки.

Определение размера денежного потока.

Для определения размера денежного потока составляется прогноз валовых доходов и расходов предприятия за каждый временной промежуток прогнозного периода.

Для определения валовых доходов на основе анализа ретроспективных данных по предприятию, общеэкономических перспектив, перспектив развития отрасли с учетом конкуренции, спроса на

услуги, планов менеджмента, готовится прогноз в отношении следующих факторов:

- перечень предлагаемых услуг,
- объем предоставления услуг по каждому направлению, цены на услуги,
- влияния инфляции на цены,
- производственных мощностей и их расширения.

Для определения величины затрат анализируются следующие данные:

- постоянные и переменные издержки, их соотношение,
- влияние инфляции на затраты,
- единовременные затраты и чрезмерные статьи расходов, имевшие место в прошлом, но которые в будущем не встретятся,
- будущие ставки налогов,
- амортизация, которая определяется на основе имеющихся на текущий момент активов предприятия и анализа их будущего прироста и выбытия,
- условия кредитных линий (в модели потока для собственного капитала).

Составление прогноза инвестиций.

Поскольку капиталовложения непосредственным образом влияют на конечную величину денежного потока, в целях оценки необходимо провести инвестиционный анализ, который включает следующие компоненты:

- капиталовложения с целью замены основных активов предприятия по мере их износа, а также приобретения и строительства новых активов для расширения производственных мощностей в будущем,
- чистый оборотный капитал предприятия (сумма начального чистого оборотного капитала и дополнительного чистого оборотного капитала, необходимого для финансирования будущего роста предприятия),
- изменение остатка долгосрочной задолженности (получение и погашение ссуд) в случае, если для расчетов выбрана модель денежного потока для собственного капитала.

Определение ставки дисконтирования.

Ставка дисконтирования это ожидаемая ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты ин-

вестирования или, другими словами, это ожидаемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Ставка дисконтирования рассчитывается на той же основе, что и денежный поток, к которому она применяется. Для денежного потока собственного капитала применяется дисконт, равный требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал. Для бездолгового денежного потока применяется дисконт, равный сумме взвешенных ставок с отдачи на собственный капитал и заемные средства (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала.

Существуют различные методики определения ставки дисконтирования, наиболее распространенными из которых являются:

- для денежного потока собственного капитала:
- модель оценки капитальных активов;
- кумулятивный подход.
- для бездолгового денежного потока:
- модель средневзвешенной стоимости капитала.

Кумулятивный метод определения ставки дисконтирования основан на экспертной оценке рисков, связанных с вложением средств в оцениваемый бизнес.

Кумулятивный 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. Для определения ставки дисконтирования к безрисковой ставке дохода прибавляются дополнительные премии за риск вложения в предприятие по следующим факторам, представленным в таблице 4.

Таблица 4

Факторы риска

Риски	Премии
Качество руководства	0–5%
Размер компании	0–5%
Финансовая структура (источники финансирования компании)	0–5%
Товарная и территориальная диверсификация	0–5%

Риски	Премии
Диверсификация клиентуры	0–5%
Доходы: рентабельность и предсказуемость	0–5%
Прочие особые риски	0–5%
Плюс безрисковая ставка	

При этом известно, что увеличение нормы дохода происходит по мере повышения степени риска инвестиций.

Последовательность шагов:

- Определить очищенную от риска норму дохода.
- Определить премии за риск вложения в предприятие по дополнительным факторам.
- Просуммировать эти значения.

Премии за риск вложения в предприятие

Для инвестора безрисковая ставка представляет собой альтернативную ставку дохода, которая характеризуется практическим отсутствием риска и высокой степенью ликвидности. В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике обычно используется ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям или векселям) с аналогичными исследуемому проекту горизонтом инвестирования. Для оценки российских компаний может быть принята ставка по вложениям с наименьшим уровнем риска (например, ставка по валютным депозитам в Сбербанке или других наиболее надежных банках, либо доходность ООВЗ (ВЭБ)).

Метод оценки капитальных активов (САРМ). Модель оценки капитальных активов (САРМ) основана на предположении, что инвестор, вкладывая средства в той или иной степени рискованный бизнес, стремится к получению дополнительных доходов по сравнению с гарантированными доходами от безрисковых инвестиций. Дополнительный доход связан с более высокой степенью риска. Модель оценки капитальных активов позволяет измерить дополнительный ожидаемый доход для активов.

В соответствии с моделью оценки капитальных активов ставка дисконтирования находится по формуле

$$R = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + C, \quad (7)$$

где R – ставка дисконтирования или ожидаемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;

R_f – безрисковая ставка дохода;

β – коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

R_m – среднерыночная ставка дохода;

C – страновой риск.

Данная модель является наиболее объективной (поскольку основана на реальной рыночной информации, а не на экспертной оценке) и широко используется в странах с развитыми рыночными отношениями. Однако, в условиях российского рынка, применение данной модели требует корректировки: в западной практике за очищенную от риска ставку дохода R_f обычно принимается ставка по государственным облигациям; считается, что государство является самым надежным гарантом по своим обязательствам (вероятность банкротства, как в случае рассмотрения предприятий частного сектора, исключается). Однако, как показывает практика, в условиях России государственные ценные бумаги не могут считаться безрисковыми. По мнению экспертов, достаточно объективные результаты могут быть получены на основе безрисковой ставки, существующей на Западе, если определение ставки дисконтирования основано на данных по западным компаниям, с прибавлением к ней странового риска с целью учета реальных условий инвестирования, имеющих место в России.

Кроме того, для определения конечной ставки дисконтирования необходимо внести ряд поправок:

➤ корректировка на премию для малых предприятий, которая вносится ввиду того, что при расчете рыночной премии и коэффициента бета используются данные, полученные при изучении риска инвестирования в крупные компании, акции которых котируются на фондовых биржах;

➤ если при оценке компании обнаруживается, что ей присущ специфический риск, связанный с характером ее деятельности, то необходимо также добавить премию за риск, характерный для отдельной компании.

Коэффициент бета служит мерой систематического риска и, в общем, показывает чувствительность ценных бумаг к колебаниям рынка в будущем. Коэффициент бета больше единицы, если относительный риск по акциям конкретной компании или отрасли превышает среднерыночный, и меньше 1, если относительный уровень риска ниже среднего. Можно ожидать, что у промышленных фирм, имеющих ярко выраженную цикличность спроса или высокие фиксированные затраты, бета коэффициент будет выше, чем у фирм с более стабильным спросом или более гибкой структурой затрат.

При проведении процедуры дисконтирования необходимо учитывать, как денежные потоки поступают во времени (в начале каждого периода, в конце каждого периода, равномерно в течение года и т.д.)

Определение остаточной стоимости бизнеса.

Определение остаточной стоимости основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода доходы бизнеса стабилизируются, и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные одноуровневые доходы.

Расчет стоимости в после прогнозный период может быть произведен несколькими методами в зависимости от планируемых изменений, которые вероятны в после прогнозный период. Существуют следующие методы расчетов:

- по ликвидационной стоимости – данный метод используется в том случае, если в после прогнозный период ожидается ликвидация компании с последующей перепродажей имеющихся активов. При расчете ликвидационной стоимости необходимо принять во внимание расходы, связанные с ликвидацией, и скидку на срочность (при срочной ликвидации);

- по стоимости чистых активов – техника расчетов аналогична расчетам ликвидационной стоимости, но не учитывает затрат на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов компании. Данный метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются накопленные активы;

- метод предполагаемой продажи – состоит в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэф-

фициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний;

- модель Гордона – капитализирует годовой доход послепрогнозного периода в показатель стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами прироста. При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконтирования.

Модель Гордона и метод предполагаемой продажи основаны на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины амортизации и капиталовложений равны. Кроме того, в модели Гордона предполагается, что стратегия развития бизнеса не изменится.

Поскольку по истечении прогнозного периода предполагается дальнейшее стабильное развитие бизнеса, при определении остаточной стоимости компании используется модель Гордона.

Итоговая величина стоимости бизнеса состоит из двух составляющих:

- текущей стоимости денежных потоков в течение прогнозного периода;
- текущего значения стоимости в послепрогнозный период.

Внесение заключительных поправок.

Для определения рыночной стоимости предприятия полученная величина текущих значений денежных потоков (включая остаточную стоимость) корректируется на ряд поправок:

- плюс стоимость избыточных и неоперационных активов, которые не принимают участия в формировании денежного потока,
- плюс (минус) избыток (недостаток) чистого оборотного капитала;
- минус скрытые обязательства предприятия (например, стоимость природоохранных мероприятий), плюс скрытые резервы;
- плюс стоимость социальных активов в случае их использования доходным образом или минус издержки на их содержание в случае затратного характера данного вида активов.

Итоговая проверка заключается в возврате к предыдущим этапам, проверке математических расчетов, обоснованности принятых допущений, сопоставлении запланированных данных с имеющимися и т.д.

Метод капитализации дохода

Метод капитализации прибыли (денежного потока) является одним из вариантов доходного подхода к оценке бизнеса действующего предприятия. Как и другие варианты доходного подхода, он основан на базовой посылке, в соответствии с которой стоимость доли собственности в предприятии равна текущей стоимости будущих доходов, которые принесет эта собственность. Сущность данного метода выражается формулой

$$\begin{aligned} \text{Оцененная стоимость} &= \\ &= \text{Чистая прибыль} / \text{Ставка капитализации} \end{aligned} \quad (8)$$

Метод капитализации прибыли в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины прибыли (или темпы ее роста будут постоянными).

В отличие от оценки недвижимости в оценке бизнеса данный метод применяется довольно редко из-за значительных колебаний величин прибылей или денежных потоков по годам, характерных для большинства оцениваемых предприятий.

Основные этапы применения метода

Практическое применение метода капитализации прибыли предусматривает следующие основные этапы:

1. Выбор величины прибыли (или денежного потока), которые будут капитализированы.
2. Расчет адекватной ставки капитализации.
3. Определение предварительной величины стоимости.
4. Проведение поправок на наличие нефункционирующих активов (если таковые имеются).

Выбор величины прибыли (денежного потока)

Данный этап фактически подразумевает выбор периода текущей производственной деятельности, результаты которой будут капитализированы. Оценщик может выбирать между несколькими вариантами:

- прибыль последнего отчетного года;
- прибыль первого прогнозного года;
- средняя величина прибыли за несколько последних отчетных лет (35 лет).

В качестве капитализируемой величины может выступать либо чистая прибыль после уплаты налогов, либо прибыль до уплаты налогов, либо величина денежного потока.

В большинстве случаев на практике в качестве капитализируемой величины выбирается прибыль последнего отчетного года.

Расчет ставки капитализации

Ставка капитализации для предприятия обычно выводится из ставки дисконта путем вычета ожидаемых среднегодовых темпов роста прибыли или денежного потока (в зависимости от того, какая величина капитализируется). Соответственно для одного и того же предприятия ставка капитализации обычно ниже, чем ставка дисконта.

С математической точки зрения ставка капитализации это делитель, который применяется для преобразования величины прибыли или денежного потока за один период времени в показатель стоимости.

Итак, чтобы определить адекватную ставку капитализации, нужно сначала рассчитать соответствующую ставку дисконта.

Контрольные вопросы к главе 6:

1. Охарактеризуйте доходный подход к оценке бизнеса.
2. На каком принципе базируется доходный подход к оценке бизнеса?
3. Какие методы выделяются в рамках доходного подхода к оценке бизнеса?

ГЛАВА 7 ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ЗЕМЕЛЬНОГО УЧАСТКА

7.1 Особенности земельного участка как объекта оценки

Земля – это часть природной среды, характеризующаяся пространством, рельефом, почвенным покровом, растительностью, недрами, водами и климатом.

Земельный участок – часть поверхности, которая имеет фиксированную границу, площадь, местоположение, правовой режим и другие характеристики, отражаемые в Государственном земельном кадастре и документах государственной регистрации прав на землю.

Специфика и уникальность земли и земельных участков, а также их ценность определяется следующим:

- свободное воспроизводство земельных участков в отличие от других объектов недвижимости невозможно;
- земля является ограниченным природным ресурсом;
- каждый земельный участок неподвижен и является уникальным по своему местоположению и внешнему окружению;
- возможно многоцелевое использование земли: как средства производства и как пространства для социально-экономического развития человека;
- в отличие от других объектов недвижимости срок эксплуатации земельных участков не ограничен;
- земля в экономическом обороте является важным источником поступления средств в местные бюджеты;

Неотъемлемыми частями земельного участка могут быть:

- здания, инженерные сети и сооружения, расположенные на этом земельном участке;
- обособленные водные объекты, многолетние насаждения;
- элементы хозяйственного, транспортного и инженерного обеспечения, относящиеся к данному объекту недвижимости, но расположенные вне границ его земельного участка;
- другие объекты, которые в совокупности с вышеперечисленными компонентами недвижимости составляют нерасторжимое конструктивное или функциональное целое.

Перечисленные неотъемлемые части земельного участка выступают в качестве улучшений, которые позволяют его эффективно эксплуатировать.

Улучшения – все изменения неосвоенного земельного участка, являющиеся результатом деятельности по его преобразованию для последующего использования.

Улучшения земельного участка делятся на внешние и внутренние.

К внешним улучшениям в населенных пунктах относят устройство улиц, тротуаров, дренажных и инженерных сетей.

Внутренние улучшения – здания, сооружения, внутренний ландшафт, водопровод, канализация, дорожки и другие объекты, имеющиеся на территории участка.

Все правоотношения по поводу оборота земельных участков регулируются Земельным Кодексом РФ. В частности, этим кодексом установлен принцип единства судьбы земельных участков и прочно связанных с ними объектов. Согласно этому принципу все прочно связанные с земельным участком объекты следуют судьбе земельного участка (ст. 1 ЗК РФ). При переходе права собственности на здание или сооружение к собственнику здания переходят права на земельный участок, определяемые соглашением сторон (ст. 273 ГК РФ).

Таким образом, закреплен единый объекту недвижимости, включающий земельный участок и все улучшения.

Оценка земельного участка в отличие от оценки других видов объектов, как правило, предполагает обоснование двух видов стоимостей: кадастровой и рыночной (единичной). Такие виды стоимости как ликвидационная и инвестиционная в отношении земельного участка не рассматриваются.

Для решения этой задачи применяются три подхода:

- 1) доходный;
- 2) сравнительный;
- 3) затратный или техника остатка.

Оценщик обязан при оценке земельного участка применить все три подхода, либо обосновать отказ от применения какого-либо из них.

В рамках каждого из подходов оценщик вправе самостоятельно выбирать конкретные методы оценки.

Как правило, при оценке рыночной стоимости земельных участков используются метод сравнения продаж, метод выделения, метод распределения, метод капитализации земельной ренты, метод остатка, метод предполагаемого использования.

Итоговая величина оценочной стоимости земельного участка выводится исходя из результатов, полученных различными подходами. Существенные расхождения стоимости земли, рассчитанной при разных подходах, указывают либо на ошибки в оценках, либо на несбалансированность земельного рынка.

7.2 Доходный подход к оценке земельных участков

Доходный подход к оценке земельных участков позволяет получить оценку стоимости земли, исходя из ожидаемых потенциальным покупателем доходов, и применим только к земельным участкам, приносящим доход.

Метод капитализации земельной ренты предполагает деление годового рентного дохода на соответствующую ставку капитализации, в результате чего величина доходов превращается в стоимость земельного участка.

Расчеты стоимости земли методом капитализации дохода основаны на использовании следующей формулы:

$$C_{зу} = R / K_{кз}, \quad (9)$$

где $C_{зу}$ – стоимость земельного участка;

R – рента (рентный доход);

$K_{кз}$ – коэффициент капитализации земельного участка.

Метод капитализации земельной ренты реализуется через следующие этапы:

Этап 1. Определение величины капитализируемого дохода.

Этап 2. Определение коэффициента капитализации.

Этап 3. Определение рыночной стоимости земельного участка.

Подробнее рассмотрим каждый из этапов.

Этап 1. Определение величины капитализируемого дохода.

В зависимости от целевого назначения земельного участка в качестве дохода могут выступать:

- при оценке сельскохозяйственных и земель лесного фонда – расчетный рентный доход;
- при оценке имущественного комплекса – часть дохода от имущественного комплекса, приходящаяся на застроенный земельный участок;
- при оценке земель поселений – земельная арендная плата (арендный доход).

При обосновании рентного дохода от использования (владения) земельным участком могут быть использованы следующие техники:

- метод арендной платы;
- метод предполагаемого использования земельного участка;
- метод остатка.

В Международных стандартах оценки (МСО) метод арендной платы этот метод называется «капитализация арендной платы».

Под арендой земельного участка понимается его предоставление арендодателем во временное владение и/или пользование арендатору (юридическому или физическому лицу) за плату на определенный срок.

Земельная арендная плата – это денежная сумма, выплачиваемая за право пользования земельным участком.

Метод капитализации арендной платы особенно удобен, когда земельные участки сдаются в долгосрочную аренду отдельно от зданий и сооружений и приносящих постоянный или равномерно изменяющийся доход.

В настоящее время в российских городах органы местного управления утверждают базовые ставки арендной платы за землю, находящуюся в муниципальной собственности, которые дифференцируются по территориально-экономическим зонам, а также два вида коэффициентов: вида деятельности арендатора и коммерческой ценности местоположения земельного участка. Исходя из этих данных, годовая арендная плата может быть рассчитана по следующей формуле:

$$A = A_6 \times K_d \times K_m \times S, \quad (10)$$

где A – величина годовой арендной платы за земельный участок;

A_6 – базовая ставка арендной платы за 1 м^2 ;

K_d – коэффициент вида деятельности арендатора;
 K_m – коэффициент коммерческой ценности местоположения земельного участка;
 S – площадь земельного участка.

Для упрощения расчетов в районных городах в качестве базовой ставки годовой арендной платы используются ставка утвержденного земельного налога и соответствующие ей коэффициенты вида деятельности арендатора и местоположения участка.

Исходные данные для капитализации можно также получить при анализе рыночной информации о продажах участков земли, аналогичных оцениваемому, и величинах арендной платы.

К ограничениям в использовании метода капитализации относятся:

- неравномерность получаемых доходов;
- нестабильность цен, большой разброс продажных цен и доходов среди аналогичных земельных участков на рынке.

Метод предполагаемого использования земельного участка применяется для оценки как застроенных, так и незастроенных земельных участков, приносящих доход.

Данный метод широко применяется при оценке земельных участков предприятий добывающей промышленности, содержащих полезные ископаемые.

Рентный доход от предполагаемого использования земельного участка может быть рассчитан двумя методами.

Первый метод предполагает определение рентного дохода в виде арендной платы. Однако этот вариант расчета рентного дохода применяется в том случае, если земельный участок является незастроенным.

Второй метод предполагает определение рентного дохода как суммы всех доходов, приносимых земельным участком. Этот метод применяется в отношении застроенного земельного участка. В этом случае рентный доход, получаемый от земельного участка, состоит из двух частей:

- непосредственно дохода, исчисленного в виде арендной платы за определенный период;
- дохода, получаемого от объектов, находящихся на этом земельном участке.

Доход от объектов, расположенных на оцениваемом земельном участке, определяется в следующей последовательности:

1) рассчитывается потенциальный валовой доход, который может быть принесен этими объектами;

2) далее рассчитывается действительный валовой доход как потенциальный валовой доход за вычетом недополученного дохода, обусловленного спецификой эксплуатации объектов расположенных на земельном участке;

3) на последнем шаге рассчитывается чистый операционный доход как разница между действительным доходом и операционными доходами, связанными с эксплуатацией объекта (объектов), расположенных на земельном участке.

Суть *метода остатка* заключается в капитализации чистого операционного дохода, относящегося к одной из сопоставляющих, когда стоимость других компонентов (интересов) известна.

При применении метода остатка для земли должны быть известны:

- стоимость зданий и сооружений;
- чистый операционный доход, приносимый землей, зданиями и сооружениями;
- коэффициенты капитализации для земли, зданий и сооружений

Условия применения техники остатка дохода для земли следующие:

1) имеющие объекты на земельном участке в сочетании с ним соответствуют варианту наилучшего и наиболее эффективного использования;

2) стоимость зданий и сооружений на земельном участке или предполагаемая стоимость их строительства, а также срок их эксплуатации могут быть рассчитаны достаточно точно;

3) известен годовой чистый операционный доход от эксплуатации объекта в целом, то есть от земельного участка и находящихся на нем объектов.

Метод остатка предполагает следующую последовательность действий:

- расчет стоимости воспроизводства или замещения улучшений, соответствующих наиболее эффективному использованию оцениваемого земельного участка;

➤ расчет чистого операционного дохода от единого объекта недвижимости за определенный период времени на основе рыночных ставок арендной платы;

➤ расчет чистого операционного дохода, приходящегося на улучшения, за определенный период времени как произведения стоимости воспроизводства или замещения улучшений на соответствующий коэффициент капитализации доходов от улучшений;

➤ расчет величины земельной ренты как разности чистого операционного дохода от единого объекта недвижимости за определенный период времени и чистого операционного дохода, приходящегося на улучшения за соответствующий период времени;

➤ расчет рыночной стоимости земельного участка путем капитализации земельной ренты.

Чистый операционный доход равен разности действительного валового дохода и операционных расходов. При этом из действительного валового дохода вычитаются только те операционные расходы, которые, как правило, несет арендодатель.

Действительный валовой доход равен разности потенциально-го валового дохода и потерь от простоя помещений и потерь от неплатежей за аренду.

Потенциальный валовой доход равен доходу, который можно получить от сдачи всей площади единого объекта недвижимости в аренду при отсутствии потерь от невыплат арендной платы. При оценке земельного участка арендные ставки за пользование единым объектом недвижимости рассчитываются на базе рыночных ставок арендной платы (наиболее вероятных ставок арендной платы, по которым объект оценки может быть сдан в аренду на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине ставки арендной платы не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства).

Этап 2. Определение коэффициента капитализации.

В настоящее время имеются четыре подхода к расчету коэффициента капитализации.

Первый подход – это рассмотрение земельного участка как разновидности денежного капитала и соответственно расчет коэффициента капитализации исходя из характеристик денежного рынка на дату оценки. В качестве коэффициента капитализации (ставки

дисконтирования) можно использовать ключевую ставку Центрального Банка РФ.

В настоящее время денежный рынок в России характеризуется значительной нестабильностью, поэтому данный метод расчета коэффициента капитализации использовать сложно.

Второй подход – условная капитализация исходя из установленного государством индекса. Этот метод широко применяется во многих странах для кадастровой оценки различных категорий земель, прежде всего сельскохозяйственных и лесных. Методиками государственной кадастровой оценки земель определяется срок, в течение которого воспроизводится капитал в сельском или лесном хозяйстве. В настоящее время данный метод используется при кадастровой оценке в России. Кадастровая стоимость 1 га сельскохозяйственных угодий рассчитывается путем умножения расчетного рентного дохода, получаемого от производства сельскохозяйственных культур на 33 года, а 1 га земель лесного фонда – путем умножения расчетного рентного дохода от заготовки древесины на 50 лет.

Третий подход – расчет коэффициента капитализации методом кумулятивного построения, что позволяет оценщику вносить поправки на риски, связанные с инвестициями в земельный участок.

Четвертый подход основан на методе рыночной «выжимки», или анализе сравнительных продаж. Данный метод не требует сложных финансовых расчетов или экспертных оценок, но невозможен без достоверной информации о сравнимых продажах земельных участков.

Коэффициент капитализации равен доходу, деленному на цену продажи по аналогичным земельным участкам. Необходимо рассчитывать среднее (средневзвешенное) значение по нескольким продажам для получения достоверных значений ставки капитализации.

Этап 3. Определение рыночной стоимости земельного участка.

Для расчета стоимости земельного участка величина дохода, полученная на первом этапе, делится на коэффициент капитализации, рассчитанный на втором этапе.

7.3 Сравнительный подход к оценке земельных участков

Сравнительный подход возможен к применению в том случае, если рынок земли развит.

Подход основан на систематизации и сопоставлении информации о ценах продажи аналогичных земельных участков, т.е. на принципе замещения.

Принцип замещения базируется на том, что рынок является открытым и конкурентным, на нем взаимодействует достаточное количество продавцов и покупателей с типичной мотивацией, экономически рационально и в собственных интересах, не находясь под посторонним давлением. Также подразумевается, что земельный участок будет приобретаться на типичных для данного рынка условиях финансирования и находится на рынке в течение достаточного периода времени, чтобы быть доступным для потенциальных покупателей.

Сравнительный подход включает методы:

- сравнения продаж;
- переноса;
- выделения.

Метод сравнения продаж.

В общем виде модель расчета рыночной стоимости оцениваемого земельного участка методом сравнения продаж, принимает следующую форму:

$$C_p = C_i + K_i, \quad (11)$$

где C_p – рыночная стоимость оцениваемого земельного участка;

C_i – цена продажи i -го сравнимого земельного участка;

K_i – величина корректировок цены продажи i -го сравнимого земельного участка.

Подход реализуется следующими этапами.

Этап 1. *Выявление недавних продаж сопоставимых объектов на соответствующем сегменте земельного рынка.*

Оценщик изучает земельный рынок, проводит его сегментирование и определяет, к какому сегменту рынка относится объект оценки.

К характеристикам типичного для данного сегмента земельного участка относятся:

- целевое назначение земель;
- зонирование и разрешенные варианты землепользования;
- местоположение;
- потребительские свойства земель (плодородие и другие характеристики почвы);
- передаваемые юридические права собственности и др.

Характеристики типичного для данного сегмента земельного рынка субъекта включают:

- инвестиционную мотивацию;
- платежеспособность;
- социально-юридический статус;
- источники и формы финансирования;
- предпочтения покупателей и др.

В результате сегментирования земельные участки делятся на следующие группы:

- участки, используемые для целей садоводства и огородничества;
- участки, используемые для индивидуального жилищного строительства
- участки, используемые для массового жилищного строительства;
- участки под объектами коммерческой недвижимости;
- участки под промышленной застройкой;
- участки под общественными объектами и т.п.

Затем необходимо собрать информацию о недавних продажах сопоставимых земельных участков на соответствующем сегменте земель рынка.

Для сравнения используется несколько проданных земельных участков. Обычно достаточно от трех до пяти аналогов, но большее их число повышает достоверность оценки. В странах с развитым рынком метод сравнения продаж основан по крайней мере на ценах трех недавних или на шести текущих ценах предложений.

Количество объектов-аналогов, используемых в расчетах, прежде всего зависит от их сопоставимости, т.е. меры соответствия проданного и оцениваемого земельных участков по элементам

сравнения. К сопоставимости выступает конкурентоспособность. Если оцениваемый и сопоставимый земельные участки не конкурируют на одном сегменте земельного рынка, то они не сталкиваются с одними и теми же силами спроса и предложения, в результате чего использование цены продажи сопоставимого участка может привести к ошибочным оценкам.

Этап 2. Проверка информации о сделках с земельными участками.

Проводится отбор информации с целью повышения ее достоверности и получения подтверждения того, что совершенные сделки были осуществлены в типичных рыночных условиях.

Источники информации о сделках с земельными участками:

- регистрационные палаты;
- земельные комитеты;
- риэлтерские и оценочные фирмы;
- различные информационные издания.

Необходимо иметь в виду, что при регистрации цена сделки фиксируется со слов продавца и покупателя без подтверждения ее достоверности, а цены предложений отличаются от цен продаж в зависимости от сбалансированности спроса и предложения. Поэтому желательно, чтобы данные о продажах сравниваемых земельных участков были подтверждены одним из участников сделки (покупателем или продавцом) или посредником.

Кроме того, при выборе объекта-аналога обращают внимание на типичный срок экспозиции, независимость субъектов сделки, инвестиционную мотивацию. Инвесторы должны иметь аналогичные мотивы, а покупаемые земельные участки одинаковое назначение. Для определения возможного использования объекта оценки следует учитывать нормы зонирования. Например, если два земельных участка находятся в разных зонах, исключающих их одинаковое использование, они не могут рассматриваться как сравнимые.

Этап 3. Сравнение оцениваемого земельного участка с участками, проданными на рынке, и внесение поправок с учетом различий между оцениваемым и каждым из сравниваемых участков.

Если оцениваемый земельный участок отличается от сопоставимого, то в цену последнего необходимо внести поправки, чтобы определить, за какую цену он мог бы быть продан, если бы обладал теми же характеристиками, что и оцениваемый участок. При кор-

ректировке фактических цен продаж сравниваемых объектов поправки производятся в цене сопоставимого участка. Например, когда сравниваемый земельный участок уступает оцениваемому участку, фактическая цена продажи первого должна быть увеличена до той величины, за которую он был бы продан, обладая более высокими характеристиками оцениваемого земельного участка.

Оценка земельного участка путем сравнения с другими проданными участками земли может производиться двумя способами: по элементам сравнения или с помощью единиц сравнения.

Элементами сравнения называют характеристики земельных участков и условия заключения сделок с ними, которые влияют на величину цены продажи. Путем анализа сравнительных продаж определяется стоимость типичного (стандартного) земельного участка, который является затем основой расчета стоимости других участков земли. В качестве типичного земельного участка может использоваться реальный или гипотетический участок.

Для лучшей организации процесса сравнения рекомендован стандартный порядок анализа элементов сравнения. При сравнении земельных участков необходимо учитывать следующие элементы.

Оцениваемые права собственности.

В Российской Федерации земельные участки могут находиться на праве частной собственности, пожизненного наследуемого владения (только для физических лиц), постоянного (бессрочного) пользования, аренды, безвозмездного срочного пользования. Корректировка вносится при отягощении прав покупателя залогом или долгосрочной арендой.

Условия финансирования.

Условиями сделки могут быть выплаты продавцом процента от кредита.

Условия продажи.

Корректировка на этот элемент отражает нетипичные для рынка отношения между продавцом и покупателем, а также обстоятельства, при которых они принимают свои решения относительно продажи или покупки земельного участка.

Дата продажи.

При сравнении даты оценки с датой продажи аналогов определяется, осуществлялась ли сопоставимая продажа при таких же или изменившихся рыночных условиях. При этом могут вноситься два

вида корректировок: один вид учитывает сезонные колебания цен продаж на данный вариант землепользования; другой вид поправок отражает колебания цен на земельные участки только с конкретным местоположением. Корректировки обычно вносятся поквартально, за исключением периодов резких скачков цен.

Корректировки по первым четырем элементам сравнения вносятся последовательно, путем применения каждой последующей корректировки к предыдущему результату.

Местоположение.

При сопоставлении местоположения участков анализируется влияние окружения на конкурентоспособность участков на рынке по физическим, социальным и экономическим факторам.

Если сопоставимый участок находится в том же районе, что и оцениваемый, корректировки, как правило, не вносятся. В редких случаях, когда участок расположен на краю района и на него воздействуют либо позитивные, либо негативные факторы, ни один из которых не затрагивает оцениваемого участка, необходимо вносить поправку.

Если сопоставимый участок находится в другом районе, то следует провести анализ возможных различий между этими районами. Например, при жилой застройке учитываются такие факторы, как транспортная доступность, инженерное обеспечение, экология, престижность. Величина корректировки вычисляется на основе анализа парных продаж.

Физические характеристики.

В процессе сравнения выявляются и рассматриваются только крупные физические различия, при этом необходим личный осмотр каждого из сопоставимых земельных участков. Наиболее точная корректировка на отличия физических характеристик осуществляется методом корреляционно-регрессивного анализа.

При внесении поправки на размер участка определяется зависимость цены продажи одной сотки от площади земельного участка.

Экономические характеристики.

Доступные коммунальные услуги – наличие или близость инженерных сетей, условия подключения к ним, транспортная доступность, наличие объектов социальной инфраструктуры и т.п.

Корректировки на три последних элемента сравнения вносятся во вторую очередь путем применения к результату, полученному

после корректировок на первые четыре элемента сравнения, в любом порядке.

Способ типичного (стандартного) земельного участка широко используется для оценки участков приблизительно одного размера, которые сильно отличаются по элементам сравнения, например садоводческих, огороднических и дачных некоммерческих объединений граждан. Преимуществом метода типичного участка является то, что в его основе лежит подход равнения продаж, который позволяет учесть различия по элементам сравнения.

Единицы сравнения используются, если:

а) земельные участки, приносящие доход, различаются по площади и размеру имеющихся улучшений;

б) необходима предварительная информация для инвесторов или потенциальных покупателей.

При использовании метода единицы сравнения на основе ряда фактических продаж рассчитывается средняя стоимость единицы сравнения для каждой однородной группы земельных участков. Средняя стоимость определяется путем расчета медианы (середины ранжированного ряда) или среднеарифметической величины цены продажи в расчете на одну единицу сравнения. Если по какой-либо однородной группе земельных участков имеется мало сделок, ее можно объединить с другой группой участков, близкой по ценовому значению и разрешенному к использованию. Метод единицы сравнения применяется, если участки сильно отличаются друг от друга по размерам, но относительно схожи по другим параметрам.

Преимуществом метода единицы сравнения являются его относительная простота и легкость. Он широко используется при освоении новых земельных массивов и стандартной застройке, оценке сельскохозяйственных земель, находящихся в одной природно-климатической зоне.

Этап 4. Анализ приведенных цен аналогов и выведение итоговой величины рыночной стоимости оцениваемого земельного участка.

После внесения корректировок в цены отобранных аналогов полученные результаты должны быть согласованы для итоговой оценки стоимости земельного участка. Простой расчет средней арифметической величины цен отобранных аналогов применяется редко. Для получения более точного результата используется фор-

мула средневзвешенной величины. При этом удельные веса присваиваются скорректированным ценам участков-аналогов в зависимости от количества внесенных корректировок, их абсолютной величины, а также полноты и достоверности исходной информации.

Оценка методом сравнения продаж является наиболее объективной в тех случаях, когда имеется достаточное количество сопоставимой информации по прошедшим на рынке сделкам.

Необходимо учитывать, что метод сравнения продаж дает неудовлетворительные результаты в условиях высоких темпов инфляции, при недостатке сведений о рыночных продажах сопоставимых объектов или их низкой достоверности, а также при резких изменениях экономических условий.

Метод переноса (распределения) основан на определении соотношения между стоимостью земли и стоимостью возведенных на ней строений. Цена продажи объекта недвижимости разделяется на две части – стоимость зданий и стоимость земельного участка. Для каждого типа застройки земельного участка в конкретном регионе существует устойчивая пропорция между стоимостью земли и стоимостью улучшений.

Если в районе оценки нет достаточного числа продаж неосвоенных земельных участков, следует подобрать сопоставимый район с имеющимися продажами как застроенных, так и незастроенных земельных участков.

Определив типичное соотношение между стоимостью земли и стоимостью улучшений, его используют для расчета стоимости оцениваемого земельного участка.

$$d_{з.уч} = C_з / C_{ул}, \quad (12)$$

где $d_{з.уч}$ – доля земли в стоимости объекта недвижимости;

$C_з$ – стоимость земли;

$C_{ул}$ – стоимость улучшений (зданий, сооружений и т.п.).

Метод выделения (изъятия) заключается в определении рыночной стоимости собственно земельного участка исходя из стоимости единого объекта недвижимости на основе единиц сравнения продаж и стоимости воспроизводства или замещения улучшений.

Условия использования метода изъятия:

- при определении лучшего и наиболее эффективного использования земельного участка как свободного;
- если на рынке отсутствуют данные о совершенных сделках с незастроенными земельными участками.

Алгоритмы оценки земельного участка методом изъятия:

1-й этап. Определение рыночной стоимости земельного участка с улучшениями на основе изучения рынка и сравнительных продаж. Если недостаточно информации по сопоставимым продажам, в качестве величин вместо цен продаж можно использовать экспертные оценки стоимости объектов.

2-й этап. Расчет восстановительной стоимости возведения зданий и сооружений, аналогичных тем, которые расположены на земельном участке. Для расчета восстановительной стоимости может использоваться стоимость воспроизводства или стоимость замещения.

3-й этап. Определение величины физического, функционального и внешнего износа зданий и сооружений, расположенных на оцениваемом земельном участке.

4-й этап. Вычитание из восстановительной стоимости зданий и сооружений величины накопленного износа для получения их остаточной (фактической) стоимости на дату оценки.

5-й этап. Определение рыночной стоимости собственно земельного участка путем вычитания из рыночной стоимости земли с улучшениями остаточной (фактической) стоимости зданий и сооружений.

При осуществлении всех расчетов необходимо учитывать временные факторы, инфляционные процессы, а также привести стоимость всех затрат на дату оценки.

Оценки земельных участков, полученные методом изъятия по нескольким однотипным объектам (индивидуальным жилым домам, гаражам, типовым объектам коммерческой недвижимости), необходимо скорректировать на имеющиеся между ними различия по элементам сравнения.

Метод изъятия дает объективные результаты, если можно точно оценить величину восстановительной стоимости улучшений (зданий и сооружений) и их накопленного износа при условии относительного равновесия спроса и предложения на соответствующем сегменте рынка недвижимости.

Недостатки метода изъятия:

- он может дать необъективную оценку стоимости зданий и сооружений, возраст которых превышает 10 лет, поскольку с течением времени вероятность воспроизводства устаревшего объекта недвижимости уменьшается, а сложность расчета накопленного износа возрастает;

- в условиях высокой инфляции сложно точно рассчитать стоимость затрат на воспроизводство зданий и сооружений.

7.4 Затратный подход к оценке земельных участков

При оценке земли затратный подход используется для определения стоимости улучшений, находящихся на земельном участке (зданий, строений, сооружений), для выделения земельной составляющей в стоимости единого объекта недвижимости.

Затратный подход довольно широко используется в практике оценки природных ресурсов. Затраты, необходимые на перемещение, замещение или воссоздание природного объекта, рассматриваются как минимальная экономическая оценка природного объекта и являются основанием для расчета компенсационных платежей для физического возмещения теряемого природного объекта.

Несмотря на относительную простоту и возможность широкого использования, затратный подход содержит в себе принципиальное противоречие с точки зрения оценки стоимости природного ресурса: чем лучше природный ресурс, тем меньшую оценку в соответствии с затратной концепцией он может получить. Например, лучшие черноземные почвы требуют меньше затрат на использование в сельском хозяйстве, чем аналогичный участок, расположенный на подзолистых заболоченных почвах. То же самое происходит и с месторождениями полезных ископаемых – чем меньше эксплуатационные затраты, тем дешевле объект оценки. Возникает противоречие: чем выше качество природного ресурса и меньше затраты на его использование, тем ниже его стоимостная оценка, проведенная методом суммирования затрат на его освоение. В городах складывается обратная картина – чем дороже работы по созданию инженерной инфраструктуры (имеется в виду удорожание, связанное с горно-геологическими, топографическими особенностями или удаленностью от центральных объектов), тем ценнее участок. Именно

это противоречие ограничивает применение затратного подхода к земле и природным объектам.

Затратный подход может использоваться для получения минимальной стоимости земель, занятых природными объектами, рыночную стоимость которых невозможно определить, например, городскими зелеными насаждениями. В Европейских стандартах оценки данный подход рекомендуется использовать для оценки многолетних сельскохозяйственных культур.

Элементы затратного подхода в части расчета стоимости воспроизводства или замещения улучшений земельного участка используются в методе остатка и методе выделения.

В случае использования иных методов в отчете об оценке целесообразно раскрыть их содержание и обосновать использование. К таким методам относятся оценка земель поселений исходя из затрат на воспроизводство или замещение инфраструктуры, а также оценка земель поселений по условиям инвестиционных контрактов.

Контрольные вопросы к главе 7:

1. Дайте определение земельного участка.
2. С чем связана ценность земельных участков?
3. Перечислите особенности земельного участка как объекта недвижимости.

ГЛАВА 8 ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОНТРОЛЬНЫХ И НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

8.1 Особенности оценки долговых ценных бумаг

К долговым ценным бумагам относятся те виды ценных бумаг, которые дают своему владельцу право на возврат указанной суммы к указанному сроку и получение вследствие этого оговоренного фиксированного дохода. Наиболее распространенными видами долговых ценных бумаг являются облигации и векселя. Проведение оценки любых долговых ценных бумаг возможно в случае, когда условия их выпуска и реквизиты соответствуют законодательным нормам.

Долговые, так же как и другие ценные бумаги имеют несколько видов стоимости: рыночную, номинальную, эмиссионную, балансовую, ликвидационную, инвестиционную. Рыночная стоимость ценных бумаг определяется с одной стороны финансовым положением и статусом компании – эмитента, с другой стороны – целью и правами инвестора, с третьей – ещё многими факторами, среди которых длительность срока до погашения, а так же доходность, ликвидность, надёжность, индексы фондового рынка.

Одним из показателей, оказывающих сильное влияние на стоимость ценных бумаг, является степень риска. При этом рискованные ценные бумаги могут иметь большую рыночную стоимость при условии значительной доходности. Но и низкодоходные ценные бумаги могут иметь большую рыночную стоимость при условии минимального риска. **Сравнительно низкая доходность и минимальная степень риска отличает именно долговые ценные бумаги.** Оценка их может происходить различными способами, каждый из которых научно обоснован и утверждён законодательством Российской Федерации.

Оценка векселя напрямую зависит от состояния бизнеса эмитента и предполагает выяснение рыночной цены, по которой вексель может быть продан. Основой оценки в данном случае является способность данного финансового инструмента приносить прибыль векселедержателю, поэтому при проведении оценки в первую очередь анализируется доходность векселя. Наибольшую трудность при оценке векселя представляет определение величины

дисконта с учётом риска возможного неплатежа или просрочки. В связи с этим встаёт необходимость финансового и экономического анализа деятельности эмитента за последние 3–5 лет. В оценке векселей используют два подхода. Один из них предполагает оценку на основе данных о рыночных ценах на аналогичные векселя. Другой подход заключается в оценке факторов, влияющих на рыночную стоимость.

Оценка облигации предполагает определение её рыночной стоимости, которая зависит от процентной ставки по данной облигации, а так же от срока погашения и кредитного качества, и, что вполне естественно, от спроса и предложения на эту ценную бумагу. При оценке облигации оценивается вся совокупность платежей, полученных держателем, которые дисконтируются на дату оценки. Очень часто применяется сравнительный метод оценки. При оценке долговых ценных бумаг всегда проводится тщательный анализ платежеспособности и финансового состояния эмитента.

Цели оценки долговых ценных бумаг:

- при внесении в Уставный капитал общества;
- при проведении сделок купли-продажи;
- при определении справедливой стоимости залога в целях кредитования.

Стоимость бумаги зависит от переменных показателей рынка: спроса и предложения, величины процентной ставки, срока, оставшегося до полного погашения. Основными документами для проведения оценки являются данные бухгалтерской и налоговой отчетности, правоустанавливающие документы, расшифровка к балансу.

8.2 Особенности оценки долевых ценных бумаг

Акция – это долевая ценная бумага, которая является свидетельством о вложении доли капитала или определенного количества активов в акционерное общество и которая в результате даёт право на получение прибыли с развития предприятия в виде дивидендов.

В отличие от других ценных бумаг, обладающих фиксированной доходностью (например – вексель, облигация) и погашающихся в соответствии с номиналом по окончании срока действия, обязательства по выкупу акций акционеры предприятия не несут. Стоимость акций, находящихся в открытом обращении, устанавливается

исходя из соотношения спроса и предложения на бирже. Гораздо сложнее обстоит дело с пакетами акций предприятий, бумаги которых не котируются. Их стоимость зависит от многих факторов и, вообще говоря, может колебаться в достаточно широком диапазоне. Кроме того, стоимость сильно зависит от размера пакета – является ли он мажоритарным или миноритарным.

Мажоритарный пакет акций – это пакет акций, характеризующийся наличием более 50% всех акций предприятия – это даёт владельцу право управлять компанией и назначать руководство. Между тем на практике, когда акциями компании владеет широкий круг собственников, порог, определяющий, контрольный ли это пакет акций или нет, может быть и более низким. В некоторых случаях 30% пакет акций вполне может быть мажоритарным – разделение носит условный характер.

Миноритарный пакет акций – это не контрольный, ниже мажоритарного уровня.

Классификация на мажоритарные и миноритарные пакеты акций накладывает на оценщика обязательство учитывать премии и скидки за контроль. Величина скидки или премии определяется размером пакета, составом акционеров и в большинстве случаев является регламентированной.

Факторы, влияющие на стоимость пакета (доли):

1) Размер пакета (контрольный, неконтрольный, блокирующий).

Как известно, стоимость одной акции в контрольном пакете самая высокая, ниже она будет в блокирующем пакете и еще ниже в неконтрольном. Такое отличие в стоимости акций одной и той же компании объясняется наличием прав, которыми обладают акционеры соответствующего пакета. Кроме того, имеются исследования, которые указывают на различие в оценках неконтрольных пакетов акций разной величины: чем больше величина пакета, тем выше премия за крупные миноритарные пакеты.

2) Степень ликвидности акций. Степень ликвидности акций зависит от нескольких причин: насколько активно осуществляются торги с акциями данной компании; котируются акции на рынке ценных бумаг или нет; могут ли они в принципе котироваться (т.е. какова организационно-правовая форма предприятия); размер пакета и др.

3) Тип акционерного общества (публичное или непубличное). Тип общества влияет на стоимость пакета вследствие наличия возможности у общества котировать свои акции на фондовом рынке.

4) Наличие привилегированных акций, которые могут конвертироваться в обыкновенные, если по ним не были выплачены или выплачены не полностью дивиденды. Такое обстоятельство может привести к потере соответствующим пакетом своих прав (например, абсолютного контроля).

5) Распределение акций между другими акционерами. Важным фактором является понимание распределения акций (долей) между другими владельцами. Не всегда на первый взгляд неконтрольный пакет, например 5%, является таковым. Если, скажем, остальные акции поровну распределены между двумя оставшимися владельцами и они при этом при принятии решений на собрании акционеров расходятся во взглядах по тем или иным вопросам управления обществом, то такой пакет будет блокирующим, и одна акция в таком пакете будет стоить существенно выше, чем в неконтрольном.

6) Отраслевые различия могут сказываться на размерах премии за контроль, так как степень концентрации производства товаров (услуг) в рамках той или иной отрасли или вида деятельности оказывает существенное влияние на стоимость пакета.

7) Приобретение крупными компаниями вертикально интегрированных компаний. Такие сделки, как правило, сопровождаются дополнительными премиями за контроль.

8) Страновые различия. Проведенные исследования свидетельствуют о различиях в величине премий за контроль в зависимости от страны.

9) Особые условия для обществ с ограниченной ответственностью. В обществах с ограниченной ответственностью для принятия тех или иных решений отличается от величин пакетов акций в акционерных обществах, что нужно учитывать при оценке долей в обществах с ограниченной ответственностью.

8.3 Оценка стоимости контрольных и неконтрольных пакетов акций

В процессе оценки часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% акций предприятия,

а лишь конкретного пакета (пая). Здесь необходимым становится определение влияния на стоимость пакета следующих факторов: какой – контрольной или неконтрольной – является доля оцениваемого пакета; каково воздействие на эту стоимость степени ликвидности акций предприятия и др.

Под контрольным (мажоритарным) пакетом подразумевается владение более 50% акций предприятия, дающее владельцу право полного контроля над компанией. Но на практике, если акции компании распылены, этот процент может быть значительно меньшим.

Неконтрольный (миноритарный) пакет определяет владение менее 50% акций предприятия.

Большинство методов оценки позволяют учесть степень контроля (таблица 5).

Таблица 5

Учёт уровня контроля на основе применения различных методов оценки

Учёт элементов контроля	Подходы и методы оценки	Обоснование
<i>Оценка стоимости с учётом элементов контроля (контрольного пакета)</i>	<i>Доходный подход:</i> - метод ДДП - 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; расчёт денежных потоков базируется на контроле за решениями администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия
	<i>Затратный подход:</i> - метод стоимости чистых активов - метод ликвидационной стоимости	При использовании методов затратного подхода рассчитывается стоимость контрольного пакета акций, поскольку только владелец контрольного пакета может определять политику в области активов: приобретать, использовать или продавать (ликвидировать) их
	<i>Сравнительный подход:</i> - метод сделок	При расчёте по методу сделок получают величину оценочной стоимости на уровне владения контрольным па-

Учёт элементов контроля	Подходы и методы оценки	Обоснование
		кетом, так как этот метод основан на анализе цен контрольных пакетов акций сходных компаний
<i>Оценка неконтрольного пакета</i>	<i>Сравнительный подход:</i> - метод рынка капитала	С помощью метода рынка капитала определяется стоимость владения неконтрольным (миноритарным) пакетом, а именно стоимость свободно реализуемой меньшей доли, потому что применяется информация о котировках 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 же стоимости миноритарного пакета из стоимости контрольного пакета необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер.

Премия за контроль – стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций. Она отражает дополнительные возможности контроля над предприятием (по сравнению с меньшей долей, т.е. владением миноритарным пакетом акций).

Скидка за неконтрольный характер – величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета (в общей стоимости пакета акций предприятия) с учётом её неконтрольного характера.

В определении скидки или премии большое значение имеет тип акционерного общества. Традиционно в странах с рыночной экономикой функционируют акционерные общества двух типов: непубличные и публичные. Эти общества выпускают акции, за счёт чего формируют собственный капитал. Разница между публичными и непубличными акционерными обществами сводится к следующему: непубличные имеют право распределять акции только среди учредителей и акции могут продаваться третьим лицам лишь с согласия большинства акционеров. Акции публичных акционерных обществ могут находиться в свободном обращении.

Если определяется стоимость меньшей доли закрытой компании с помощью методов расчёта стоимости контрольного пакета, то

необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер и обязательно скидку за недостаточную ликвидность.

Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда выше стоимости владения (распоряжения) неконтрольным пакетом. Держатели неконтрольных пакетов не могут определять дивидендную политику компании, а на избрание совета директоров 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 стоимость контроля*. К таким факторам относятся:

- *эффект распределения собственности,*

Например, все акции распределены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными крупными пакетами, у третьего же пакет акций небольшой, однако именно он может получить премию за свой пакет сверх стоимости, пропорционально его доле в капитале. Это связано с тем, что при голосовании его акции смогут «перевесить чашу весов» в ту или иную сторону.

Ещё пример: все акции компании распределены на несколько равных крупных пакетов, и пакеты не дают права полного контроля. Поэтому будет осуществлена скидка на неконтрольный характер, однако размер скидки будет меньшим, чем для миноритарного пакета, вообще не дающего никакого контроля. В результате сумма стоимостей пакетов будет меньше стоимости полного контроля, т.е. стоимости предприятия.

- *режим голосования,*

В мировой практике используют некумулятивную и кумулятивную системы голосования при выборе совета директоров.

При некумулятивной системе голосования оказываются в выигрыше держатели контрольных пакетов. При кумулятивной системе мелкие акционеры могут распределять голоса по своему усмотрению в любой пропорции, тем самым сконцентрировавшись на одной кандидатуре. Такая система голосования выгоднее держателям миноритарных пакетов. В этом случае стоимость контроля, связан-

ная со способностью избирать директоров, переходит к миноритарным акционерам.

- *контактные ограничения,*

Если долговые обязательства компании существенны, то это может ограничивать дивидендные выплаты и т.д. Здесь часть стоимости премии за контроль теряется.

- *финансовые условия бизнеса.*

Если финансовое положение компании неустойчивое, то многие права, связанные с контролем (например, право на покупку контрольных пакетов акций других компаний), становятся труднореализуемыми. В каждом конкретном случае необходимо провести анализ элементов контроля, и если какой-либо из них отсутствует, то стоимость контрольного пакета должна быть уменьшена. Напротив, если элементы контроля присутствуют у оцениваемого миноритарного пакета, то стоимость последнего должна быть увеличена.

Существуют три основных подхода к оценке неконтрольных (миноритарных) пакетов:

Первый подход – «сверху вниз». Он включает три этапа.

1. Методами дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости, а также методом сделок оценивается стоимость всего предприятия.

2. Рассчитывается пропорциональная неконтрольному пакету часть общей стоимости предприятия. Базовой величиной, из которой вычитается скидка за неконтрольный характер пакета, является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права контроля.

3. Определяется, а затем вычитается из пропорциональной доли скидка на неконтрольный характер. На этом же этапе должно быть установлено, насколько необходима и какова величина дополнительной скидки на недостаточную ликвидность.

Второй подход – «горизонтальный». При таком подходе обязательно определять стоимость всего предприятия. Данные для оценки стоимости неконтрольного пакета можно взять из данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов открытых компаний и осуществить расчёт методом рынка капитала. В связи с тем, что данные по этим сделкам относятся к открытым компаниям, когда речь идет о закрытых компаниях, необходимо вычесть скидку за

недостаточную ликвидность для определения стоимости неконтрольного пакета.

Третий подход – «снизу вверх». В двух предыдущих подходах оценщик начинает расчёт с какой-то величины (стоимости всего предприятия или стоимости сопоставимых неконтрольных пакетов), а затем вычитает из неё требуемые скидки, как бы идёт вниз. В третьем подходе оценщик, напротив, начинает снизу, суммируя все элементы стоимости неконтрольного пакета.

Владелец неконтрольного пакета имеет два источника финансирования стоимости: прибыль, распределённую в форме дивидендов, и выручку от продажи неконтрольного пакета.

Эти ожидаемые будущие выплаты рассматриваются оценщиком в качестве дисконтируемых будущих доходов, т. е. ожидаемые, прогнозируемые (по срокам и сумме) дивиденды и прогнозируемая (по срокам и сумме) выручка от продажи в будущем миноритарного пакета берутся за основу денежного потока. По соответствующей ставке дисконта они приводятся к текущей стоимости, и затем определяется стоимость миноритарного пакета. Можно рассчитать иначе: при расчёте основываться на прогнозе не ограниченного во времени потока дивидендов без учёта остаточной стоимости.

Недостаток же ликвидности у неконтрольных пакетов в закрытых компаниях может быть учтён двумя способами: через увеличение ставки дисконта или через расчёт скидки за недостаточную ликвидность.

Премия за контроль, скидки за неконтрольный характер пакета и за недостаточную ликвидность.

При оценке контрольного пакета, если отсутствуют какие-либо отдельные элементы контроля, величина премии за контроль должна быть уменьшена на стоимость, приходящуюся на данные элементы. Напротив, если неконтрольному пакету акций присущи какие-то отдельные возможности элементов контроля, то это должно быть отражено в его стоимости. Рассмотрим подробнее расчёты премий и скидок.

Премия за контроль. В зарубежной практике средние показатели премий за контроль публикуются в ежегодно издаваемом статистическом обзоре слияний компаний. В нашей стране таких изданий, где бы отслеживались средние показатели премий за контроль по годам и отраслям, нет, поэтому специалисты вынуждены ориен-

тироваться на данные зарубежных справочников или осуществлять расчёт самостоятельно. Премия за контроль рассматривается как процент превышения выкупной ценой рыночной цены акций продавца за пять (рабочих) дней до официального объявления о слияниях компаний. Иными словами, это разница между ценой, выраженной в процентах, и ценой миноритарного свободно обращающегося пакета.

Скидка за неконтрольный характер пакета является производной от премии за контроль. Эта тенденция основана на эмпирических данных. Скидка, %, за неконтрольный характер (миноритарную долю) рассчитывается так:

$$C_{\text{н}} = 1 - 1 / (1 + P_{\text{к}}), \quad (13)$$

где $C_{\text{н}}$ – скидка за неконтрольный характер;

$P_{\text{к}}$ – премия за контроль.

Средняя премия за контроль колеблется в пределах 30–40%, скидка со стоимости за меньшую долю – около 20%. Хотя оценщик и ориентируется на эти данные, в целом он должен принять во внимание и проанализировать все факторы, влияющие на величину премий и скидок в каждом конкретном случае.

Скидка за недостаточную ликвидность. *Ликвидность* – способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращённой в денежные средства без существенных потерь для держателей. Исходя из этого скидка за недостаточную ликвидность определяется как величина или доля (в процентах), на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной ликвидности. Высокая ликвидность увеличивает стоимость ценной бумаги, низкая – снижает по сравнению со стоимостью аналогичных, но легко реализуемых бумаг.

Базовая величина, из которой вычитается скидка за недостаточную ликвидность, – стоимость высоколиквидного сопоставимого пакета.

Необходимо проанализировать факторы, увеличивающие и уменьшающие размер скидки. Выделяют две группы факторов.

Первая группа факторов включает:

- низкие дивиденды или невозможность их выплаты;

- неблагоприятные перспективы продажи акций компании или её самой;
- ограничения на операции с акциями (например, законодательные ограничения свободной продажи акций закрытых компаний).

Ко второй группе факторов относятся:

- возможность свободной продажи акций или самой компании;
- высокие выплаты дивидендов.

Размер пакета акций относится к фактору, который может как увеличить, так и снизить скидку за недостаточную ликвидность. Степень контроля взаимосвязана со степенью ликвидности. Контрольный пакет акций требует меньшей скидки за недостаточную ликвидность, чем миноритарный.

Что же касается миноритарных пакетов акций закрытых компаний, то они менее ликвидны, чем миноритарные пакеты открытых. Это обусловлено, во-первых, правом первого отказа, при котором акционер миноритарного пакета в случае продажи своих акций обязан предложить их компании; во-вторых, отсутствием права на разделение (отсутствием права на участие в продаже). Владельцы миноритарных пакетов при продаже акций не могут получить взамен на акцию такую же цену, как и владельцы контрольного пакета. Как правило, эта цена значительно ниже. Итак, когда оценивается миноритарный пакет акций в закрытых компаниях, то применяются скидки и на неконтрольный характер, и за недостаточную ликвидность.

В России 70–80% ценных бумаг относятся к непубличным акционерным обществам, поэтому риск ликвидности – один из самых распространенных на российском рынке. Анализ ликвидности предполагает также рассмотрение проблемы иерархии ценных бумаг по инвестиционным качествам, т.е. в зависимости от их привлекательности для инвесторов.

Контрольные вопросы к главе 8:

1. Какие ценные бумаги относятся к долговым?
2. Какие ценные бумаги относятся к долевым?
3. Особенности оценки контрольных пакетов акций.
4. Особенности оценки неконтрольных пакетов акций.

ГЛАВА 9 ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

9.1 Общая характеристика отчета об оценке

Отчет об оценке представляет собой документ, содержащий сведения доказательственного значения, составленный в соответствии с законодательством Российской Федерации об оценочной деятельности, а также стандартами и правилами оценочной деятельности, установленными саморегулируемой организацией оценщиков, членом которой является оценщик, подготовивший отчет.

Итоговая величина рыночной или иной стоимости объекта оценки, указанная в отчете, признается достоверной и рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом оценки, если в порядке, установленном законодательством Российской Федерации, или в судебном порядке не установлено иное.

Отчет об оценке выполняется в соответствии с заданием на оценку и содержит обоснованное профессиональное суждение оценщика относительно стоимости объекта оценки, сформулированное на основе собранной информации и проведенных расчетов, с учетом допущений.

Требования к составлению отчета и его содержанию изложены в Федеральном стандарте оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)», утвержденному приказом Минэкономразвития РФ от 20.05.2015 № 299.

Названный стандарт предусматривает следующие требования к составлению отчета об оценке стоимости объекта оценки:

- требования к составлению отчета об оценке;
- требования к содержанию отчета об оценке;
- требования к описанию в отчете об оценке информации, используемой при проведении оценки.

Требования к составлению отчета об оценке предусматривают, что при составлении отчета об оценке оценщик должен придерживаться следующих принципов:

- принцип существенности, означающий, что в отчете должна быть изложена вся информация, существенная с точки зрения стоимости объекта оценки;
- принцип обоснованности, означающий, что информация, приведенная в отчете об оценке, использованная или полученная **в**

результате расчетов при проведении оценки, должна быть подтвержденной;

➤ принцип однозначности, означающий, что содержание отчета об оценке не должно вводить в заблуждение пользователей отчета об оценке и допускать неоднозначного толкования;

➤ принцип проверяемости, означающий, что состав и последовательность представленных в отчете об оценке материалов и описание процесса оценки должны позволить полностью воспроизвести расчет стоимости и привести его к аналогичным результатам;

Требования к содержанию отчета об оценке предусматривают, что вне зависимости от вида объекта оценки в отчете об оценке должны содержаться следующие разделы:

а) основные факты и выводы, а именно:

➤ общая информация, идентифицирующая объект оценки;

➤ результаты оценки, полученные при применении различных подходов к оценке;

➤ итоговая величина стоимости объекта оценки;

б) задание на оценку в соответствии с требованиями федеральных стандартов оценки;

в) сведения о заказчике оценки и об оценщике. В отчете об оценке должны быть приведены следующие сведения о заказчике оценки и об оценщике.

г) допущения и ограничительные условия, использованные оценщиком при проведении оценки;

д) применяемые стандарты оценочной деятельности.

е) описание объекта оценки с приведением ссылок на документы, устанавливающие количественные и качественные характеристики объекта оценки, именно

➤ количественные и качественные характеристики объекта оценки, в том числе, сведения об имущественных правах, обременениях, связанных с объектом оценки, физических свойствах объекта оценки, износе, устареваниях;

➤ количественные и качественные характеристики элементов, входящих в состав объекта оценки и имеющих специфику, влияющую на результаты оценки объекта оценки;

➤ информация о текущем использовании объекта оценки;

➤ другие факторы и характеристики, относящиеся к объекту оценки, существенно влияющие на его стоимость;

ж) анализ рынка объекта оценки, а также анализ других внешних факторов, не относящихся непосредственно к объекту оценки, но влияющих на его стоимость.

з) описание процесса оценки объекта оценки в части применения доходного, затратного и сравнительного подходов к оценке.

и) согласование результатов, в том числе описание процедуры согласования.

Требования к описанию в отчете об оценке информации, используемой при проведении оценки предусматривают, что

➤ в тексте отчета об оценке должны присутствовать ссылки на источники информации, используемой в отчете, позволяющие делать выводы об авторстве соответствующей информации и дате ее подготовки, либо приложены копии материалов и распечаток, в том числе должны присутствовать и ссылки на сайты;

➤ информация, предоставленная заказчиком (в том числе справки, таблицы, бухгалтерские балансы), должна быть подписана уполномоченным на то лицом и заверена в установленном порядке, и в таком случае она считается достоверной, если у оценщика нет оснований считать иначе.

➤ при использовании в качестве информации, существенной для величины определяемой стоимости, используется экспертное мнение, в отчете об оценке должен быть проведен анализ данного значения на соответствие рыночным условиям, описанным в разделе анализа рынка.

9.2 Отчет об оценке бизнеса

Поскольку отчет об оценке – это письменный документ, отвечающий всем требованиям профессиональной этики, понятным и доступным образом отражающий ход процесса оценки и содержащий в себе использованные оценщиком исходные данные, их анализ, выводы и итоговую величину стоимости.

При написании отчета об оценке перед оценщиком стоит ряд основных задач, которые необходимо соблюдать при составлении данного отчета. Необходимо также, чтобы отчет удовлетворял поставленным задачам.

- Во-первых, необходимо изложить логику анализа;

- Во-вторых, следует зафиксировать все важные моменты оценки;
- В-третьих, отчет должен привести читателя к заключению, которое сделал оценщик.

В отчете, помимо ограничивающих условий, могут быть указаны допущения – утверждения, сделанные оценщиком в процессе оценки на основе его профессионального мнения, но не подкрепленные фактическими данными.

Отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. Своевременное составление в письменной форме или передача заказчику отчета об оценке объекта является надлежащим исполнением.

Если определяется не рыночная, а иные виды стоимости, должны быть указаны критерии установления результата оценки и причины отступления от возможности определения рыночной стоимости объекта оценки.

Согласно статье 11 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», в отчете об оценке указываются:

- 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 оценки, перечень использованных при проведении оценки объекта оценки данных с указанием источника их получения, а также принятые при проведении оценки объекта оценки 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 также содержать иные сведения, которые, по мнению оценщика, очень важны для полноты отражения примененного им метода расчета стоимости конкретного объекта оценки.

Отчет собственноручно подписывается оценщиком и заверяется печатью.

В случае наличия спора о достоверности величины рыночной или иной стоимости объекта оценки, установленной в отчете, указанный спор подлежит рассмотрению судом. Суд, принявший к рассмотрению дело о достоверности итоговой величины стоимости объекта оценки или же в связи с рассмотрением дела с иным предметом иска, вправе своим определением назначить оценщика для проведения повторной оценки объекта оценки в порядке, установленном процессуальным законодательством РФ.

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.

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.

В процессе оценки стоимости предприятия применяются следующие подходы:

- доходный;
- сравнительный;
- затратный (имущественный).

Доходный подход основывается на допущении, что рациональный инвестор (будущий владелец) не заплатит за предприятие больше полученных в перспективе доходов. Поэтому задача сводится к прогнозированию деятельности компании на перспективу и определению величины доходов, приносимых собственным капиталом. При этом учитывается, что будущие доходы, если их оценивать сегодня, будут меньше на величину упущенной выгоды от невозможности использовать их сейчас.

Сравнительный подход, называемый в оценке бизнеса методом компании-аналога, базируется на допущении, что наибольшая стоимость предприятия определяется наименьшей ценой, которая может быть получена за аналогичное предприятие. Основная идея метода – найти предприятия-аналоги, у которых известны либо цена акций, либо цена сделки при приобретении предприятия. Дальше при расчетах исходят из гипотезы о прямой пропорциональности цены и некоторых финансовых показателей. Следовательно, если мы знаем соотношение цены и чистой прибыли на акцию у аналога, то можем рассчитать цену акций своего предприятия, умножив свою чистую прибыль на полученное по аналогу соотношение.

Затратный подход, чаще называемый имущественным, заключается в том, что стоимость предприятия соответствует затратам, которые понес владелец. Все затраты (как текущего, так и капитального характера) материализуются в имуществе предприятия. Но деятельность компании, как мы уже знаем, может финансироваться и за счет заемного капитала. Следовательно, задача определения стоимости собственного капитала сводится к расчету рыночной стоимости всех активов предприятия, которая затем уменьшается на величину заемного капитала.

Окончательное, итоговое суждение о стоимости имущества выносится оценщиком на основе анализа результатов примененных подходов к определению стоимости объекта оценки.

Результаты оценки бизнеса действительны только для указанной даты оценки и заявленной цели. Оценщик, подписавший отчет об оценке, несет ответственность за заявления, сделанные в отчете об оценке.

Отчет может также содержать иные сведения, являющиеся, по мнению оценщика, важными для полноты отражения примененного им метода расчета стоимости конкретного объекта оценки.

Для проведения оценки отдельных видов объектов оценки законодательством Российской Федерации могут быть предусмотрены специальные формы отчетов.

Отчет должен быть пронумерован постранично, прошит, скреплен печатью, а также подписан оценщиком – индивидуальным предпринимателем или работником юридического лица, который осуществил оценку объекта оценки, и его руководителем.

Составление отчета об оценке бизнеса происходит в следующей последовательности:

- выяснить главную проблему;
- спланировать процесс оценки, написать план;
- собрать необходимую информацию (общую; специфическую; сравнительную);
- проанализировать собранную информацию;
- решить, как наиболее эффективно использовать объекты оценки; выбрать нужный метод оценки: доходный, затратный, сравнительный;
- установить итоговую стоимость (только после согласования полученных результатов);
- составить отчет по оценке бизнеса.

На сегодняшний день *отчет об оценке бизнеса* может быть составлен в одной из *трех имеющихся форм*, таких как:

- *Письмо*: если оценщик предоставляет заказчику сведения только о стоимости предприятия, то в таком случае используется письмо. В этой бумаге не приводится важная информация, нет анализа использованных данных. Это очень ограниченная форма отчета. Чаще всего она применяется в тех случаях, когда заказчик на 100% уверен в компетентности оценщика либо проводится самый простой анализ какого-либо элементарного объекта. Однако не стоит думать, что все так просто. Составляя отчет-письмо об оценке бизнеса предприятия, оценщик в любом случае должен собрать необходимые данные, тщательным образом проанализировать их и заархивировать. Важно указать, что оценивающее лицо приводит краткую (сжатую) форму документа к содержанию;

- *Стандартный анализ*: если возникает необходимость оценивания большого количества объектов (множественное оценивание), то целесообразно применить стандартную форму. Описывают в данном случае все объекты по единому образцу. Есть небольшой

недостаток этого вида предоставления результатов анализа: так как объектов много, вся информация в теле документа поместиться не может, поэтому дополнительные данные сводятся в приложение к нему, к содержанию;

- *Повествовательная форма*: данная форма выступает самой удобной, когда оценщику необходимо правильно обосновать полученные расчеты по стоимости бизнеса. Также она выигрывает по сравнению с предшествующими в том, что имеет твердую обложку и надежный переплет. Предусматривается, что все подшитые листы должны быть одинаковой стандартной формы, а сам текст должен содержать в себе общепринятые и простые понятия. Не рекомендовано использовать специальные технические термины. Если все же их использование необходимо, то следует расшифровывать их отдельно.

Таблица 6

Характеристика отчета об оценке бизнеса предприятия

Разделы отчета об оценке	Содержание разделов
Введение	Задание по оценке: <ul style="list-style-type: none"> • 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.
Описание параметров	<ul style="list-style-type: none"> • Основные макроэкономические

Разделы отчета об оценке	Содержание разделов
	<p>факторы, влияющие на результаты оценки;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Тенденции макроэкономических факторов и их воздействие на перспективы бизнеса.
<p>Описание отрасли, в которой функционирует исследуемое предприятие</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 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).
<p>Описание оцениваемого бизнеса</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Тип организации (организационно-правовая форма, партнерство, корпорация); • Используемые 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.

Разделы отчета об оценке	Содержание разделов
Финансовый анализ	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • Основания для выбора методов оценки, применимых в конкретной ситуации; • Обязательное обоснование отказа от использования какого-либо подхода.
Определение стоимости предприятия выбранными подходами к оценке	<ul style="list-style-type: none"> • Расчеты и логика рассуждений по определению стоимости предприятия с применением выбранных подходов и методов оценки; • Способы получения переменных.
Определение итоговой стоимости объекта оценки	<ul style="list-style-type: none"> • Согласование полученных результатов в итоговую оценку стоимости бизнеса; • Логические рассуждения, обосновывающие применение премий и скидок;
Заключение	<ul style="list-style-type: none"> • Основные выводы и величина стоимости бизнеса; • Рекомендации по результатам проведенной оценки.
Список использованных источников	<ul style="list-style-type: none"> • Информационные агентства, органы статистики и т.п.;

Разделы отчета об оценке	Содержание разделов
	<ul style="list-style-type: none"> • Периодическая экономическая печать (газеты, журналы); • Методическая литература (книги, статьи, стандарты).
Приложения	<ul style="list-style-type: none"> • 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.

Каждый оценщик в зависимости от особенностей ситуации может менять количество разделов, их содержание.

Контрольные вопросы к главе 9:

1. Какой документ является итоговым при проведении оценки?
2. Какие требования предъявляются к отчету об оценке?
3. Какой нормативный документ регламентирует требования к отчету об оценке?
4. Приведите примерную структуру отчета об оценке бизнеса.

ГЛАВА 10 ОЦЕНКА БИЗНЕСА В СПЕЦИАЛЬНЫХ ЦЕЛЯХ

10.1 Оценка стоимости бизнеса как действующего

В соответствии со ст. 132 Гражданского кодекса РФ «предприятием как объектом прав признается имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие в целом как имущественный комплекс признается недвижимостью. Предприятие в целом или его часть могут быть объектом купли-продажи, залога, аренды или других сделок, связанных с установлением, изменением и прекращением вещных прав. В состав предприятия как имущественного комплекса входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначение, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работу и услуги, и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договором».

Стоимость предприятия как действующего (бизнеса в целом) – это понятие включает в себя оценку функционирующего предприятия и получение из общей стоимости действующего предприятия величин для составных его частей, выражающих их вклад в общую стоимость, однако сама по себе не одна из этих компонент рыночной стоимости не образует.

Определение понятия «стоимость предприятия как действующего» (концепция *going concern value*) особенно сложно для понимания.

Зачастую в литературе встречается подразделение стоимости предприятия на ликвидационную и стоимость предприятия, как действующего. Таким образом, представляется, что в случаях отсутствия предпосылок к банкротству, предприятие необходимо непременно оценивать, как действующее. Такое мнение является ошибочным, поскольку стоимость предприятия как действующего представляет собой специфический вид стоимости, отличный от рыночной, интересный конкретному лицу – владельцу. Другими словами, стоимость предприятия как действующего, не может яв-

ляться продажной ценой бизнеса. Для этой цели определяется рыночная стоимость.

Стоимость предприятия как действующего – это нерыночный вид стоимости, имеющий свою особую специфику, используемый в случае особых целей оценки (а не для всех подряд действующих предприятий, которые не ликвидируются), задающий в своем определении даже метод расчета стоимости и *носящий вовсе не рыночный характер*, а относящийся к типу «стоимостей в использовании».

Стоимость предприятия как действующего – это стоимость сформировавшегося функционирующего бизнеса как единого целого, а не какой-либо его составной части. Она представляет собой выражение стоимости, связанной со сформировавшимся предприятием, и определяется посредством капитализации прибыли, получаемой данным предприятием, с учетом оборота и всех активов и обязательств, связанных с деятельностью предприятия.

По международным стандартам стоимость действующего предприятия – это стоимость единого имущественного комплекса, определяемая в соответствии с результатами функционирования сформировавшегося производства. Оценка стоимости отдельных объектов предприятия заключается в определении вклада, который вносят эти объекты в качестве составных компонентов действующего предприятия.

По Российским стандартам стоимость действующего предприятия – это стоимость всего имущественного комплекса функционирующего предприятия (включая нематериальные активы) как единого целого.

Формулировки, содержащиеся в российских оценочных стандартах, учитывают специфику терминологии, сложившейся в гражданском законодательстве РФ, которое определяет предприятие как имущественный комплекс, используемый для ведения предпринимательской деятельности. Однако не совсем точный перевод самого термина – стоимость предприятия как действующего (*on-going concern*) – приводит к неоднозначному его пониманию российскими авторами.

Стоимость действующего бизнеса включает в себя элементы прибыльности и надежности владения объектом. При продолжающейся деятельности предприятия, затраты, связанные с его функци-

онированием и занимаемым объектом недвижимости, могут вносить свой вклад в гудвилл предприятия. Соответственно, недвижимое и движимое имущество в совокупности со стоимостью гудвилла участвуют в образовании стоимости фирмы как действующего предприятия.

Стоимость *отдельных активов* или компонентов действующего предприятия определяется на основе их вклада в общую стоимость данного бизнеса и рассматривается как их *потребительная стоимость* для конкретного предприятия (стоимость для бизнеса) и его *конкретного владельца* (собственника) в условиях *текущего использования*.

Если некоторый объект собственности как часть действующего предприятия не вносит вклад в общую прибыльность фирмы, то данный объект следует рассматривать в качестве *избыточного актива* относительно потребностей, связанных с функционированием предприятия, и применяемое в этом случае понятие стоимости должно учитывать возможные альтернативные варианты его использования, включая потенциальную *утилизационную стоимость*.

Оценка действующего предприятия предполагает, что бизнес имеет благоприятные перспективы развития, поэтому можно ожидать сохранения предприятия как системы, а ценность функционирующего целого обычно всегда больше, чем простая сумма стоимостей отдельных элементов. Стоимость *нематериальных активов* добавляется к стоимости материальных активов. Учитываются те элементы бизнеса, которые накапливает владелец в процессе управления собственностью. Появляется элемент стоимости, выраженный в опыте организации бизнеса и извлечения дохода, в отношении которого владелец имеет право на справедливое вознаграждение.

Если целью оценки является определение такого вида стоимости, как стоимость предприятия как действующего объекта, то принцип наиболее эффективного использования невозможно применять, так как при этом определяется не стоимость в обмене (меновая стоимость), а стоимость в использовании (потребительная стоимость) для конкретного пользователя.

Концепция определения стоимости предприятия как действующего базируется на принципе вклада, который отражает определение стоимости в использовании различных видов собственности предприятия. Посредством определения стоимости предприятия

как действующего собственник может оценить вклад различных активов в общий показатель стоимости.

Иными словами, посредством определения стоимости предприятия как действующего собственник может оценить вклад различных активов (групп активов) в общий показатель стоимости.

Принцип вклада в теории оценки означает то, что включение любого дополнительного актива в систему предприятия экономически целесообразно, если получаемый прирост стоимости предприятия больше затрат на приобретение данного актива. Для оценки предприятия необходимо знать вклад каждого фактора производства в формирование дохода предприятия.

Каждый из них должен быть оплачен (компенсирован) из доходов, создаваемых деятельностью предприятия.

Таблица 7

Стоимость актива для бизнеса

Стоимость актива для бизнеса равна	Необходимые условия
Стоимости актива в использовании	1) стоимость в использовании > чистой стоимости реализации; 2) стоимость в использовании < чистых активов
Чистой стоимости реализации актива	1) чистая стоимость реализации > стоимости в использовании; 2) чистая стоимость реализации уменьшается
Чистым текущим затратам на замещение актива	1) чистые текущие затраты на замещение < стоимости в использовании; 2) чистые текущие затраты на замещение < чистой стоимости реализации

При таком подходе каждый актив рассматривается с точки зрения альтернативных возможностей его использования на дату оценки:

1) если стоимость актива для бизнеса равна стоимости актива в использовании, то принимается решение о сохранении данного актива на балансе;

2) если стоимость актива для бизнеса равна чистой стоимости реализации актива, собственник принимает решение о продаже актива;

3) если стоимость актива для бизнеса равна чистым текущим затратам на замещение данного актива, собственник заменяет этот актив на другой.

Таким образом, в ходе оценки каждого актива с точки зрения его вклада в стоимость предприятия как действующего происходит анализ каждого актива на предмет дальнейшего использования. Результатом анализа является либо сохранение актива на балансе, либо (в случае, если актив, рассматриваемый в качестве отдельной составляющей предприятия как действующего, не вносит вклад общую прибыльность предприятия и потому считается избыточным относительно потребностей, связанных с функционированием предприятия) рассматривается альтернативный вариант его использования: продажа, обмен, утилизация и т.п.

Итак, при определении стоимости предприятия как действующего (как суммы стоимостей в использовании активов предприятия) необходимо к полученной итоговой стоимости прибавить рыночную или иную стоимость избыточных активов с альтернативным текущему варианту использования.

Потребительская стоимость – стоимость, которую конкретная собственность имеет для конкретного пользователя при конкретном пользовании. Этот вид стоимости делает акцент на том вкладе, который собственность вносит в стоимость того предприятия, чьей частью она является, без учета наиболее эффективного использования этой собственности или величины денежной суммы, которая могла бы быть получена от ее продажи.

Эффективная стоимость – стоимость имущества, с точки зрения его настоящего владельца, равная большей из двух величин – потребительской стоимости имущества для данного владельца и стоимости реализации имущества.

Чистая стоимость реализации – расчетная величина выручки от продажи актива за вычетом затрат по продаже.

Наиболее характерные особенности концепции оценки предприятия как действующего:

1. Стоимость предприятия как действующего – отдельный вид стоимости, который определяет стоимость предприятия для конкретного пользователя, что отражает его не рыночный характер.

2. Оценка стоимости предприятия как действующего предполагает оценку продолжающего действовать предприятия, имеющего благоприятные перспективы развития с сохранением существующего использования активов.

3. Концепция оценки стоимости предприятия как действующего предполагает определение стоимости предприятия как действующего путем капитализации его дохода; общий показатель стоимости при этом можно распределить по составным частям в соответствии с их вкладом в целое, однако сама по себе не одна из этих компонент рыночной стоимости не образует.

В теории оценки собственности существует три основополагающих подхода: затратный, рыночный (сравнительного анализа продаж) и доходный.

Очевидно, что наиболее приемлемым подходом для оценки предприятия как действующего является доходный подход.

При применении доходного подхода необходимо учитывать такие факторы, как:

- прогнозные темпы роста и длительность периода получения прибыли;

- риск получения прогнозируемых доходов;

- изменение стоимости денег во времени.

Использование конкретного метода доходного подхода во многом определяется характером получаемого предприятием дохода. В случае если доход предприятия стабилен, либо есть долгосрочный стабильный темп роста дохода, обычно невысокий, используется метод капитализации дохода. При нестабильности предполагаемых в будущем доходов или существовании планов привлечения дополнительных инвестиций используется метод дисконтирования будущих доходов.

Стоимость предприятия как действующего представляет собой сумму стоимостей в использовании активов предприятия. Стоимость для бизнеса какого-либо актива измеряется меньшей из двух величин – чистых текущих затрат на замещение и его эффективной стоимостью. Под чистыми текущими затратами на замещение по-

нимаются наименьшие затраты на приобретение потенциала оставшейся службы актива на дату баланса.

Таким образом, при определении стоимости предприятия как действующего как суммы стоимостей в использовании активов предприятия необходимо к полученной итоговой стоимости прибавить рыночную или иную стоимость избыточных активов с альтернативным текущему варианту использования.

10.2 Оценка ликвидационной стоимости бизнеса

10.2.1 Понятие и виды ликвидационной стоимости

В процессе имущественных отношений систематически наблюдаются ситуации, существенно усложняющие обычный имущественный оборот. Одним из примеров такой ситуации является принуждение собственника различными обстоятельствами к отчуждению имущества в сроки, недостаточные для реализации такого имущества по рыночной цене. Это связано с тем, что низколиквидные объекты не могут быть реализованы без проведения необходимых мероприятий по поиску приобретателя, по проведению должной рекламы и подготовки имущества к реализации. Наиболее систематично такая неблагоприятная для собственника ситуация возникает при принудительной ликвидации юридического лица.

Наиболее точным решением при определении ликвидационной стоимости априорно можно считать сравнительный подход, базирующийся на полных данных рынка продаж собственности в слишком короткие для проведения должного маркетинга сроки. Однако отсутствие таких данных заставляет оценщика применять иные расчетные подходы к оценке ликвидационной стоимости.

Стандарты оценочной деятельности, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности, устанавливают понятие ликвидационной стоимости имущества. При этом понятие ликвидационной стоимости законодателем не отождествляется со стоимостью имущества при ликвидации.

Ликвидационная стоимость объекта оценки – это стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов. Ликвидация должника не является основанием считать определение

стоимости его имущества определением ликвидационной стоимости собственности. Это утверждение основано на том, что ликвидация должника может быть добровольной, при этом должник не будет связан императивами по срокам реализации своего имущества и определение его стоимости будет являться определением рыночной стоимости, кроме того даже при принудительной ликвидации собственника установленные законом сроки могут быть достаточными для реализации отдельных видов имущества, если срок экспозиции, достаточный для реализации их по рыночной цене, будет вписываться в установленные законом или иным императивом, требования. Кроме того ситуация, когда объект должен быть отчужден в срок, меньший обычного срока экспозиции аналогичных объектов, может возникнуть и вне процедуры принудительной ликвидации. Разнообразие экономических отношений и свобода экономических субъектов могут создать ситуацию, вынуждающую собственника реализовать свое имущество в сроки меньшие обычного срока экспозиции аналогичных объектов, причем такая ситуация может быть вызвана не только правовыми императивами, но и любым другим принуждением, в том числе волей самого собственника, на которую не воздействуют требования закона или договора. Таким образом, на определение стоимости имущества как ликвидационной влияют два фактора: обязательность реализовать данное имущество в определенный срок и ликвидность данного имущества, накладывающая ограничение на сроки экспозиции.

Оценка ликвидационной стоимости предприятия в ситуации банкротства обладает рядом особенностей, обусловленных в основном характером самой чрезвычайной ситуации. Эти особенности должны учитываться при оценке. Этот вид оценки относится к так называемым активным видам, когда на основе полученных результатов многими заинтересованными сторонами принимаются соответствующие управленческие решения. Другая особенность оценки ликвидационной стоимости предприятия – это высокая степень зависимости третьих сторон от результатов оценки.

Оценка ликвидационной стоимости предприятия осуществляется в следующих случаях:

- предприятие находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно его способности оставаться действующим предприятием;

- стоимость предприятия при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности.

Ликвидационная стоимость подразделяется на три вида:

1. Упорядоченная ликвидационная стоимость. Распродажа активов предприятия осуществляется в течение разумного периода времени, чтобы можно было получить высокие цены за продаваемые активы. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около 2 лет.

2. Принудительная ликвидационная стоимость. Активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.

3. Ликвидационная стоимость прекращения существования активов предприятия. В этом случае активы предприятия не распродаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое предприятие, дающее значительный экономический либо социальный эффект. В этом случае стоимость предприятия является отрицательной величиной, так как требуются определенные затраты на ликвидацию активов предприятия.

На основании общих правил о ликвидации юридических лиц главное отличие ликвидации юридического лица (предприятия) от его реорганизации в любой форме заключается в том, что ликвидация не предполагает правопреемства, т.е. перехода прав и обязанностей ликвидируемого предприятия к другим субъектам.

Добровольная ликвидация юридического лица (предприятия) возможна по решению его участников.

10.2.2 Факторы, обуславливающие отличия ликвидационной стоимости от рыночной

Все факторы, лежащие в основе ликвидационной стоимости или сопутствующие ей, можно условно классифицировать на объективные и субъективные (рисунок 1).

Объективные факторы присутствуют при определении ликвидационной стоимости в любой ситуации. Их влияние невозможно не учитывать, и, по сути, они практически не зависят от положения дел на конкретном предприятии (за исключением общего состояния имущества). При этом все объективные факторы оказывают взаим-

ное влияние один на другой. Так, например, благоприятная конъюнктура рынка может снизить оптимальные сроки экспозиции и т.д.

Важнейшим фактором, влияющим на различия в рыночной и ликвидационной стоимостях, выступает **срок экспозиции имущества**. При этом чем ниже планируемый срок экспозиции ликвидированного имущества по сравнению с оптимальным, тем сильнее снижается возможная стоимость.

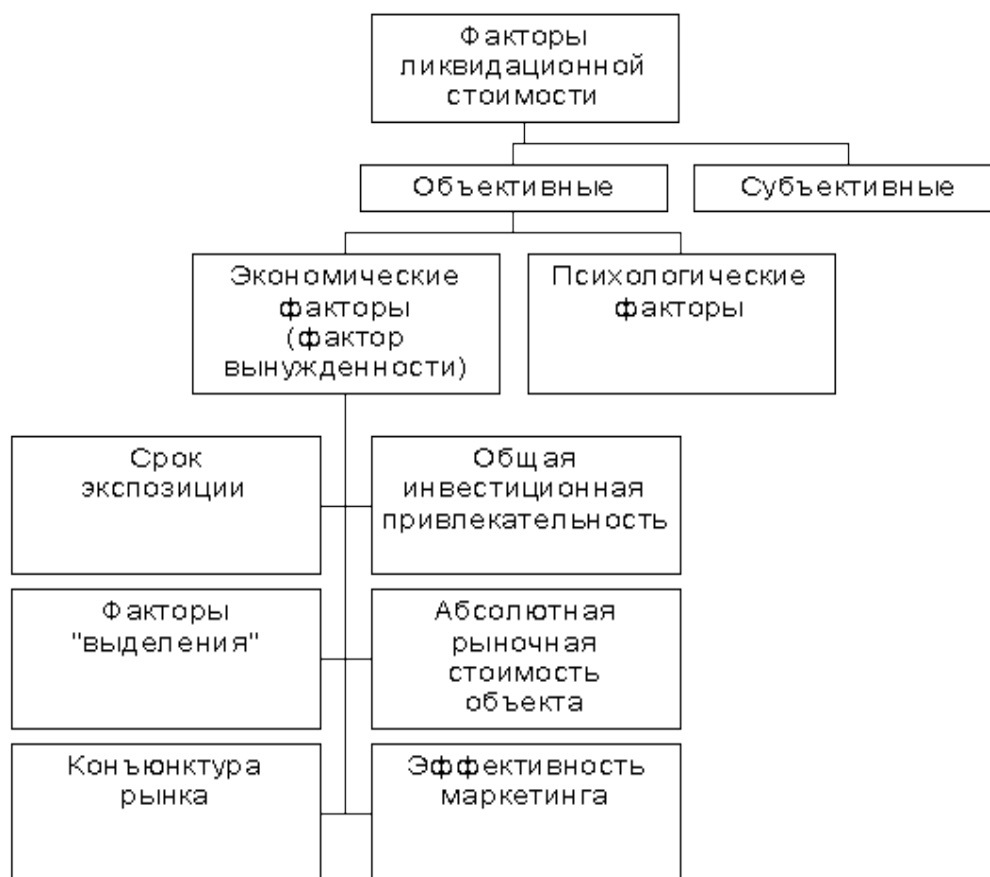


Рисунок 1 – Факторы ликвидационной стоимости

Фактически срок экспозиции имущества является основополагающим фактором, существенно влияющим на все остальные факторы как в сторону усиления их воздействия, так и ослабления. Очевидно, что при увеличении планируемого срока экспозиции появляется больше реальных возможностей для использования эффективных маркетинговых мероприятий, нивелирования негативного влияния краткосрочных конъюнктурообразующих факторов и т.д.

Общая инвестиционная привлекательность объекта основывается на индивидуальных характеристиках имущества

(функциональном назначении, физическом состоянии) и оказывает непосредственное влияние на уровень потребительского спроса.

В рассматриваемом случае (при ликвидации предприятия) активизируются специфические факторы, которые можно условно назвать «**факторами выделения**» (в принципе, эти факторы очень близки к фактору инвестиционной привлекательности). Суть действия данных факторов сводится к тому, что многие объекты имущественного комплекса индивидуально не представляют собой никакой ценности и фактически не могут быть реализованы по нормальной цене в то время, как в рамках ликвидируемого предприятия данные объекты играли значительную роль. Особенно негативно воздействие анализируемого аспекта на, так называемые, неосязаемые активы и, в первую очередь, на деловую репутацию фирмы (гудвилл), который включает в себя ценность персонала, связи с поставщиками, отлаженность структуры бизнеса и т.д. При ликвидации компании реализовать этот, подчас один из самых ценных активов, не представляется возможным.

Абсолютная величина рыночной стоимости объекта оказывает обратное воздействие на уровень ликвидности – чем выше рыночная стоимость объекта, тем меньше становится платежеспособный спрос на него в связи с уменьшением количества потенциальных покупателей.

К факторам непосредственного воздействия на уровень стоимости объектов относится и ***конъюнктура рынка*** в ликвидационный период. Чем дольше этот период, тем больше возможностей у предприятия проанализировать ситуацию на рынке и выбрать наиболее оптимальный вариант действий в сложившихся обстоятельствах. И, наоборот, при непродолжительном периоде экспозиции и неблагоприятной конъюнктуре рынка потери при продаже объектов будут еще больше возрасти. А надеяться на общий подъем рынка именно в непродолжительный период ликвидации компании, по меньшей мере, неразумно.

Эффективность маркетинга также значительно осложняется краткосрочностью периода, отведенного для проведения соответствующих мероприятий. Однако она в равной степени зависит и от конкретных средств, используемых для увеличения цены реализации объекта.

Еще одним важным объективным фактором является **психологический аспект** вынужденной продажи, который выражается в определенном воздействии на инициативу покупателей. Причем воздействие данного фактора также достаточно двоякое – с одной стороны, чувствуя, что продавец находится в изначально невыгодных условиях, покупатели начинают демпинговать, но с другой стороны, ощущая конкуренцию друг с другом, они боятся упустить реализуемое имущество и вынуждены идти на компромисс.

Субъективные факторы отражают специфику каждого конкретного предприятия. Особенно негативно данные факторы проявляются на предприятиях с неэффективными управленцами, что приводит к значительным затруднениям во время ликвидации. К подобным факторам относится целая система явлений. Так, инвентаризация и оценка основных фондов обанкротившихся предприятий почти всегда затруднена состоянием бухгалтерских регистров, отсутствием технических паспортов на оборудование и паспортов БТИ на объекты недвижимости. Данный ряд продолжает отсутствие юридических документов на имущество, запутанность ведения учета, отсутствие сотрудников, которые могут дать необходимые разъяснения. Все эти факты приводят к тому, что перед составлением конкретного плана и определения сроков ликвидации приходится в полном смысле этого слова «разгребать» имущество предприятия, восстанавливать цепочки возникновения тех или иных обязательств как со стороны самого предприятия, так и его партнеров. Это приводит к колоссальному осложнению процесса ликвидации.

Однако будет неверным думать, что рассмотренные факторы всегда носят только негативный характер. Наоборот, четкая организационная структура и эффективная добросовестная работа подразделений предприятия могут способствовать значительному ускорению ликвидационных процессов.

В таблице 1 Приложения приведен анализ возможных сложностей и факторов, обуславливающих эти сложности, в разбивке по отдельным видам имущества.

Основным вопросом, возникающим при расчете ликвидационной стоимости, остается вопрос перехода от рыночной стоимости имущества к ликвидационной.

Ликвидационная стоимость может быть рассчитана двумя методами:

- Прямой метод основывается исключительно на сравнительном подходе. Применение данного метода реализуется либо путем прямого сравнения с аналогами, либо через статистическое моделирование (корреляционно-регрессионный анализ). Однако информация о ценах сделок в условиях вынужденной продажи труднодоступна, что обуславливает крайнюю ограниченность возможности применения данного метода. Хотя в случае наличия необходимой информации он обладает высокой степенью объективности.

- Косвенный метод основывается на расчете ликвидационной стоимости объекта, исходя из величины его рыночной стоимости.

Схема расчета ликвидационной стоимости объекта имущества при использовании косвенного метода выглядит следующим образом:

$$\text{рыночная стоимость объекта} - \text{скидка на факт вынужденности продажи}$$

Таким образом, основной методологической проблемой в данном случае является определение скидки на факт вынужденности продажи (поправки, отражающей условия продажи).

Существует несколько способов определения скидки на вынужденный характер продажи: метод сравнения парных продаж (при котором анализируются цены продажи идентичного имущества в обычных условиях и в сжатые сроки экспозиции), метод прямого анализа характеристик и экспертный метод.

Чаще всего обращаются к третьему, экспертному методу, что обусловлено фактом ограниченности необходимой информации. Как правило, скидка на вынужденный характер продажи находится в диапазоне от 20% до 50%. Безусловно, значение поправочного коэффициента может быть и иным, в зависимости от конкретных условий ликвидации.

В любом случае расчет данного коэффициента предполагает обоснование и выделение факторов, определяющих снижение рыночной стоимости каждого конкретного вида имущества.

Для этого необходимо провести ранжирование всех факторов по значимости в рамках каждого конкретного объекта с приданием

определенного диапазона, в котором может варьироваться величина скидки. При этом надо иметь в виду, что суммарная величина значений верхних диапазонов всех факторов не должна превышать 100%.

Например, при оценке объекта недвижимости возможно осуществить следующее ранжирование факторов (естественно, при использовании предложенной схемы на практике необходимо тщательно учитывать специфику конкретной ситуации, что может привести к иному варианту ранжирования) по 10-балльной схеме.

Таблица 8

Ранжирование факторов ликвидационной стоимости

Фактор воздействия	Степень влияния на конечный результат	Оценка (по 10-балльной шкале)	Диапазон скидки на вынужденность продажи
Срок экспозиции	Высокая	8	$8/47 \times 100\% = 0-17\%$
Инвестиционная привлекательность	Высокая	8	$8/47 \times 100\% = 0-17\%$
Факторы «выделения»	Средняя	5	$5/47 \times 100\% = 0-0,7\%$
Рыночная стоимость	Средняя	5	$5/47 \times 100\% = 0-0,7\%$
Конъюнктура рынка	Высокая	7	$7/47 \times 100\% = 0-15\%$
Маркетинг	Средняя	5	$5/47 \times 100\% = 0-0,6\%$
Субъективные факторы	Очень высокая	9	$9/47 \times 100\% = 0-19\%$
Суммарная величина		47	0-100%

После определения диапазонов скидки на вынужденность продажи в разрезе факторов производится тщательный анализ ситуации и выбор конкретного значения скидки для каждого фактора, после чего полученные значения суммируются.

Аналогичные расчеты производятся для всех видов имущества, принадлежащих ликвидируемому предприятию.

10.2.3 Порядок определения ликвидационной стоимости

Расчет ликвидационной стоимости осуществляется следующим образом:

1. Анализируется ряд статистических и бухгалтерских документов, к которым относятся: бухгалтерские отчеты на конец каждого квартала, статистические отчеты, промежуточный ликвидационный баланс, инвентарные карточки. На основании комплексного финансового анализа делается экспертный вывод о достаточности средств на покрытие задолженности.

2. Формируется оцениваемая масса имущества. Отдельно рассматриваются следующие группы активов:

- наиболее ликвидные (оборотные активы);
- менее ликвидные (внеоборотные активы).

3. Формируется сумма задолженности компании.

4. Разрабатывается календарный график ликвидации. При этом необходимо учитывать, что продажа различных видов активов компании (недвижимого имущества, машин и оборудования, товарно-материальных запасов) требует различных временных периодов исходя из степени ликвидности и требуемого уровня экспозиции на рынке.

5. Обосновываются размеры затрат.

Выделяются: затраты, связанные с ликвидацией, и затраты, связанные с владением активов до их реализации. К числу затрат, связанных с ликвидацией, в первую очередь относятся комиссионные оценочным и юридическим фирмам, а также налоги и сборы, которые платятся при продаже. К числу затрат, связанных с владением активами до их продажи, относятся расходы на охрану объектов, управленческие расходы по поддержанию работы компании до завершения его ликвидации и т. п.

6. Оценивается реализуемое имущество. Оценка имущества, подлежащего реализации, осуществляется с помощью использования всех подходов для оценки. В практике наиболее часто используемым подходом для оценки объектов недвижимости является сравнительный подход.

7. Определяется ставка дисконтирования с учетом планируемого срока реализации. Причем ставка дисконтирования может устанавливаться для каждого вида оцениваемого актива индивиду-

ально с учетом ликвидности (значительны скидки на низкую ликвидность) и риска возможной «непродажи».

8. Строится график реализации имущества, на основании которого определяется совокупная выручка от реализации текущих, материальных и нематериальных активов.

9. По итогам реализации погашается накопленная сумма текущей задолженности за период ликвидации (электроэнергия, отопление и т.п.) и осуществляются выплаты по обязательствам.

При этом требования кредиторов удовлетворяются в порядке очередности, установленной статьей 64 ГК РФ, в соответствии с которой распределение имущества каждой следующей очереди осуществляется после полного распределения имущества предыдущей очереди.

10. Конечным действием является оценка ликвидационной стоимости, приходящейся на долю собственников (акционеров).

Таким образом, ликвидационная стоимость предприятия рассчитывается путем вычитания из скорректированной стоимости всех активов баланса суммы текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также величины всех обязательств.

При формулировании окончательного вывода относительно ликвидационной стоимости предприятия еще раз анализируются факторы, приведшие к банкротству предприятия. Если ситуация банкротства обусловлена низким уровнем управления, то корректировка полученной в результате расчетов величины ликвидационной стоимости не производится. Если же причиной банкротства явилось местоположение объекта, внешние условия, как то: общая экономическая ситуация, налоговая политика и т.п., то полученная величина ликвидационной стоимости корректируется в сторону уменьшения.

По возможности необходимо применять несколько способов оценки.

1. Расчет рыночной стоимости активов (метод чистых активов). Он выполняется на основе баланса на последнюю отчетную дату и желательно одновременно с инвентаризацией имущества предприятия на дату оценки.

Очевидно, что степень детализации оценки будет зависеть от полноты и достоверности стоимости предоставленной в распоряжение оценщика информации. Величина ликвидационной стоимости в данном случае численно равна полученной методом чистых активов

рыночной стоимости и будет зависеть от таких факторов, как срок маркетинговых исследований и операций, который в данном случае составляет длительный период (до 18 месяцев), и затрат, связанных с маркетингом и процедурой ликвидации предприятия.

Наиболее вероятными заинтересованными лицами в данном виде оценки ликвидационной стоимости будут учредители и акционеры, которые чаще всего хотят сохранить предприятие в его нынешнем виде.

2. Оценка ликвидационной стоимости в соответствии с «Методическими рекомендациями по ускоренному порядку применения процедур банкротства». Данный вид ликвидационной стоимости является нормативно-расчетной ликвидационной стоимостью, имеющей место в связи с плановой ликвидацией предприятия.

Результатом такой оценки ликвидационной стоимости и продажи предприятия в соответствии с ней становится появление двух предприятий: одно из них остается с долгами, но без имущества, тогда как другое становится обладателем имущества, но без долгов.

3. Оценка ликвидационной стоимости классическим аукционным способом – путем отдельной распродажи имущества предприятия.

Как правило, определение ликвидационной стоимости важно для следующих групп пользователей:

Кредитные менеджеры.

При предоставлении кредита, обеспечением которого является заложенное имущество, важным этапом является оценка этого имущества. Данный расчет целесообразно доверить квалифицированным специалистам в области оценки, то есть осуществить независимую оценку. Именно поэтому кредитные организации и другие структуры могут воспользоваться услугами оценщиков, заключив договор со специализированной организацией для определения ликвидационной стоимости. Реальный факт реализации объекта может и не иметь места. Однако для предоставления ссуды в обоснованной сумме кредитору необходимо знать, по какой цене при невозврате средств можно будет реализовать предмет залога, то есть при вынужденной продаже и сокращенном сроке экспозиции. Своевременный расчет ликвидационной стоимости позволяет избежать выдачи кредитов необоснованно завышенной величины и ускорить процесс реализации объектов залога.

Арбитражные управляющие.

В процессе ликвидации предприятия для ускорения процесса реализации активов арбитражный управляющий должен способствовать проведению оценки объектов. Заблаговременное определение ликвидационной стоимости наряду с анализом финансового состояния должника приводит к принятию обоснованного решения о порядках и сроках проведения торгов. Таким образом, увеличение срока экспозиции активов способствует росту их стоимости.

Руководящие менеджеры.

Значимость расчета ликвидационной стоимости для руководящих менеджеров двойка.

Во-первых, приобретение активов по ликвидационной стоимости позволяет предприятиям-покупателям получать очевидную выгоду как в случае дальнейшей перепродажи имущества по рыночной стоимости (в виде разницы между рыночной и ликвидационной стоимостями), так и в случае его эксплуатации (в иной ситуации приобретение аналогичного имущества обошлось бы дороже).

Во-вторых, руководящим менеджерам необходимо помнить, что одним из направлений реструктуризации (реорганизации) бизнеса является стратегическое направление. В его рамках проводятся мероприятия по слиянию, присоединению компаний, по частичной ликвидации бизнеса в сжатые сроки. Как правило, любое решение о дальнейшей судьбе предприятия основывается на разработке нескольких вариантов развития, среди которых предусматривается и возможность его ликвидации.

10.3 Оценка стоимости бизнеса (компании) в целях реструктуризации

Главной целью реструктуризации бизнеса и компаний поиск путей источников развития бизнеса на основе внутренних и внешних факторов.

Под внутренними факторами следует понимать факторы, базирующиеся на выработке операционной, инвестиционной и финансовой стратегии за счет собственных и привлеченных средств.

Внешние факторы основаны на реорганизации видов деятельности и структуры организации.

Реструктуризация бизнеса представляет собой процесс такого изменения его элементов, которое, с одной стороны, избавляет бизнес от низкоэффективных и неприбыльных профилей, а с другой стороны способствует развитию перспективных направлений, созданию запаса прочности дальнейшего функционирования бизнеса.

В общем виде реструктуризация бизнеса предусматривает три основных направления:

- 1) реорганизация бизнеса;
- 2) реформирование бизнеса;
- 3) непосредственно реструктуризация бизнеса.

Реорганизация бизнеса реализуется через такие процедуры как преобразование юридического лица, слияние юридических лиц, присоединение одного юридического лица к другому, разделение организаций, выделение.

Преобразование юридического лица, как правило, предусматривает изменение его организационно-правовой формы.

Слияние предполагает объединение юридических лиц, в результате чего права и обязанности каждого из них переходят к вновь образованному юридическому лицу.

Присоединение одного юридического лица к другому означает, что юридическое лицо, присоединившее к себе организацию, принимает на себя его права и обязанности.

Разделение юридического лица означает, что его права и обязанности переходят к вновь созданным юридическим лицам в соответствии с разделительным балансом.

Выделение предполагает, что из состава юридического лица выделяется одно или несколько лиц, каждому из которых передаются права и обязанности материнской компании в соответствии с разделительным балансом.

Реформирование бизнеса в отличие от реорганизации или реструктуризации на сегодняшний день не имеет четкого законодательного определения. В общем виде реформирование предполагает регулирование и изменение процессов функционирования и развития предпринимательских структур. Чаще всего этот процесс реализуется государством при использовании своих властных структур. Поэтому реформирование в отличие от реорганизации и реструктуризации реализуется через проведение организационных мероприятий.

Реструктуризация представляет собой структурную перестройку бизнеса для целей повышения его эффективности и освоения новых направлений. В настоящее время реструктуризация в большей степени связывается с процедурами, предусмотренными Федеральным Законом «О несостоятельности (банкротстве)», а именно: наблюдение, финансовое оздоровление, внешнее управление имуществом должника, конкурсное производство. Однако в рамках реструктуризации бизнеса могут быть применены процедуры, которые проводятся при его реорганизации.

Однако целью любой реструктуризации бизнеса является повышение его стоимости. С этой точки зрения возможность реструктуризации появляется тогда, когда между текущей стоимостью и стоимостью, достижимой в результате проведения реструктуризации, имеет место положительный стоимостной разрыв. В данном случае имеется в виду, что стоимостной разрыв представляет собой разницу между стоимостью бизнеса после реструктуризации и стоимостью после реструктуризации.

10.4 Оценка стоимости бизнеса в целях антикризисного управления

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 и 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 или вызвать;
- кризисы можно ускорять, предварять, отодвигать;
- к кризисам можно и нужно готовиться;

– управление в условиях кризиса требует особых подходов, специальных знаний, опыта и искусства;

– 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 её 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 предприятий. Можно выделить следующие цели оценки бизнеса, которые существенно взаимосвязаны с финансовым состоянием предприятия:

- эмиссию новых акций;
- подготовку к продаже обанкротившихся предприятий;
- оценку в целях реструктуризации;
- обоснование вариантов санации предприятий-банкротов.

Оценка бизнеса, проводимая при антикризисном управлении, имеет 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.

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, оценка имущества 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:

– для обоснования наличия или отсутствия возможности восстановления платёжеспособности предприятия-должника;

– определения размеров вкладов в уставный капитал при создании новых доходных предприятий на базе несостоятельного предприятия;

– определения стоимости предприятия при установлении достаточности имущества должника для покрытия судебных расходов и расходов на вознаграждение арбитражным управляющим.

На этапе внешнего управления определяются 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. 110 закона «О несостоятельности (банкротстве)»). В этом случае требуются определение ликвидности активов предприятия-должника для установления сроков их реализации при расчёте 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 продаётся в сроки, ограниченные периодом конкурсного производства, которые часто меньше обычных сроков реализации подобных объектов;

– ограниченность сроков продажи не позволяет конкурсному управляющему реализовать активы по максимально возможной цене.

Санация предприятий-банкротов предполагает их финансовое оздоровление, направленное на повышение цены ожидаемой продажи. Задачи оценки бизнеса в этом случае специфичны. Прогнозируется оценочная стоимость с учётом конкретных инвесторов и запланированного комплекса санационных мероприятий.

Анализируя 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: репродуцировать производство, закрыть нерентабельные участки, продать бизнес 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 (об их сдаче в аренду, продаже и др.) помогут результаты, полученные с применением 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.

10.5 Оценка стоимости бизнеса в целях инвестирования

Инвестициями принято называть вложения средств с целью получения дохода в будущем. Инвестиционный проект может выступать либо как самостоятельный объект оценки, либо как один из элементов собственности, выделяемых в затратном подходе наряду с машинами и оборудованием, интеллектуальной собственностью и т.д.

Инвестиционный проект может быть оценен по большому числу факторов: ситуация на рынке инвестиций, состояние финансового рынка, геополитический фактор и т.п. Однако на практике

существуют универсальные методы определения инвестиционной привлекательности проектов, которые дают формальный ответ: выгодно или не выгодно вкладывать деньги в этот проект, какой проект предпочесть при выборе из нескольких вариантов. Проблема оценки инвестиционной привлекательности состоит в анализе предполагаемых вложений в проект и потока доходов от его использования.

Теория и практика инвестиционных расчетов имеет в своем арсенале множество разнообразных методов и практических применений оценки реальных проектов.

Несмотря на большое разнообразие различных методов, их можно разделить на две группы:

- статистические, то есть методы, в которых не учитывается различная ценность денег в разные периоды времени;
- динамические, то есть методы, основанные на дисконтировании.

Наиболее часто используются два статистических метода:

- простой срок окупаемости;
- бухгалтерская норма доходности.

Сроком окупаемости является период, в течение которого первоначальные инвестиции окупаются доходами от реализации проекта.

Часто этот метод используется для экспресс-анализа проектов.

Срок окупаемости не может являться единственным методом оценки проектов, но как дополнительная характеристика проекта, предоставляющая важную для инвестора информацию, часто используется в практических расчетах.

Бухгалтерская норма доходности показывает, сколько процентов в год в среднем зарабатывает фирма на свои инвестиции. Вычислить бухгалтерскую норму доходности можно, разделив среднюю годовую прибыль на среднюю годовую величину инвестиций.

К динамическим методам относятся:

- метод расчета чистого приведенного эффекта. Данный метод получил наиболее широкое распространение при оценке капиталовложений;
- метод расчета индекса рентабельности инвестиции;
- метод расчета нормы рентабельности инвестиции;
- метод определения срока окупаемости инвестиции.

Инвестициями принято называть вложение средств с целью получение дохода в будущем. Инвестиционный проект может выступать либо как самостоятельный объект оценки, либо как один из элементов собственности, выделяемых в затратном подходе наряду с машинами и оборудованием, интеллектуальной собственностью. Говоря о применении к целям инвестирования затратного подхода, имеем в виду оценку действующего предприятия состоящего в определении его остаточной стоимости замещения (ОСЗ).

Инвестиционный проект может быть оценен по большому числу факторов: ситуация на рынке инвестиций, состояние финансового рынка, геополитический фактор и т.п. Однако на практике существуют универсальные методы определения инвестиционной привлекательности проектов, которые дают формальный ответ: «выгодно или невыгодно» вкладывать деньги в данный проект, какой проект предпочесть при выборе из нескольких вариантов. Проблема оценки инвестиционной привлекательности состоит в анализе предполагаемых вложений в проект и потока доходов от его использования.

Метод расчета чистого приведенного эффекта (NPV). Данный метод (в литературе его также называют методом чистой сегодняшней ценности) получил наиболее широкое распространение при оценке капиталовложений. Чистая сегодняшняя ценность характеризует абсолютный результат процесса инвестирования и может быть рассчитана как разность дисконтированных к одному моменту времени потоков доходов и расходов инвестиционного проекта.

Логика использования данного критерия для принятия решений очевидна.

Если $NPV > 0$, то проект следует принять, если $NPV < 0$ – отвергнуть, если $NPV = 0$, то проект ни прибыльный, ни убыточный. Положительное значение NPV отражает величину дохода, который получит инвестор сверх требуемого уровня. Если NPV равно 0, то инвестор, во-первых, обеспечит возврат первоначального капитала, во-вторых, достигнет требуемого уровня доходности вложенного капитала. Причем требуемый уровень доходности задается ставкой дисконтирования.

Для удобства применения этого и других методов, основанных на дисконтированных оценках, разработаны специальные статистические таблицы, в которых табулированы значения сложных про-

центов, дисконтирующих множителей, дисконтированного значения денежной единицы и т.п. в зависимости от временного интервала и значения коэффициента дисконтирования.

Необходимо отметить, что показатель NPV отражает прогнозную оценку изменения экономического потенциала предприятия в случае принятия рассматриваемого проекта. Этот показатель сопоставим во временном аспекте, т.е. NPV различных проектов можно суммировать. Это очень важное свойство, выделяющее этот критерий из всех остальных и позволяющее использовать его в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля.

Метод расчета индекса рентабельности инвестиции. Этот метод является, по сути, следствием предыдущего.

В отличие от чистого приведенного эффекта индекс рентабельности является относительным показателем. Благодаря этому он очень удобен при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения NPV, либо при комплектовании портфеля инвестиций с максимальным суммарным значением NPV.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Материалы учебного пособия позволяют раскрыть теоретические аспекты оценки бизнеса, к числу которых относятся: сущность и экономическое значение оценки, правовое регулирование оценочной деятельности в соответствии с законодательством Российской Федерации, субъекты оценочной деятельности, объекты оценочной деятельности, подходы к оценке, проведение оценки бизнеса в специальных целях.

Существует два варианта проведения оценки: когда проведение оценки обязательно в силу действия норм законодательства, и когда проведение оценки носит исключительно добровольный характер. В случае обязательной оценки субъектам необходимо руководствоваться нормативно-правовыми актами, регламентирующими обязательное проведение оценки. Такие ситуации, как правило, связаны с переходом прав собственности на недвижимое имущество, принадлежащее государству, к частным лицам либо наоборот.

В случаях проведения добровольной оценки инициатором оценочного процесса являются физические или юридические лица по тем или иным причинам заинтересованные в получении объективной стоимости объекта недвижимости.

В учебном пособии раскрывает содержание основных тем, подлежащих изучению в соответствии с ОПОП и рабочей программой дисциплины «Оценка бизнеса».

Учебное пособие может использоваться студентами специальности 38.05.01 «Экономическая безопасность» в учебном процессе при подготовке к лекционным и практическим занятиям, а также к промежуточной аттестации по дисциплине.

Знания, полученные при изучении данного учебного пособия, будут способствовать усвоению материала по дисциплине, а также формирования соответствующих компетенций.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативная литература

1. «Гражданский кодекс Российской Федерации» от 30.11.1994 № 51-ФЗ, с изм. и доп.
2. Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», с изм. и доп.
3. Федеральный стандарт оценки № 1 «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 297.
4. Федеральный стандарт оценки № 2 «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 297.
5. Федеральный стандарт оценки № 3 «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 299.
6. Федеральный стандарт оценки № 4 «Определение кадастровой (ФСО № 4), утвержден приказом Минэкономразвития России от 22.10.2010 № 508.
7. Федеральный стандарт оценки № 5 «Виды экспертизы, порядок ее проведения, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения (ФСО № 5)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 04.07.2011 № 328.
8. Федеральный стандарт оценки № 6 «Требования к уровню знаний эксперта саморегулируемой организации оценщиков (ФСО № 6)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 07.11.2011 № 628.
9. Федеральный стандарт оценки № 7 «Оценка недвижимости (ФСО № 7)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 25.09.2014 № 611.
10. Федеральный стандарт оценки № 8 «Оценка бизнеса (ФСО № 8)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 326.
11. Федеральный стандарт оценки № 9 «Оценка для целей залога (ФСО № 9)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 327.

12. Федеральный стандарт оценки № 10 «Оценка стоимости машин и оборудования (ФСО № 10)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 328.

13. Федеральный стандарт оценки № 11 «Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности (ФСО № 11)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 22.06.2015 № 385.

14. Федеральный стандарт оценки № 12 «Определение ликвидационной стоимости (ФСО № 12)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 17.11.2016 № 721.

15. Федеральный стандарт оценки № 13 «Определение инвестиционной стоимости (ФСО № 13)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 17.11.2016 № 722.

Учебники и учебные пособия

1. Бусов, В. И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник для бакалавров. – Москва: Юрайт, 2012. – 430 с. – Серия: Бакалавр.

2. Витчукова, Е. А. Оценка стоимости бизнеса: конспект лекций. – Йошкар-Ола: ПГТУ, 2015. – 104 с. – Режим доступа: http://biblioclub.ru/index.php?page=book_red&id=439340&sr=1 – Загл. с экрана (16.07.2017)

3. Ермолаева, Г.С. Оценка недвижимости: конспект лекций. – [Электронный ресурс] : учебное пособие для студентов направления подготовки 38.03.01 «Экономика», профиль «Финансы и кредит» всех форм обучения / ФГБОУ ВО «Кузбас. гос. техн. ун-т им. Т. Ф. Горбачева», Каф. финансов и кредита. – Кемерово, 2016. – 94 с. – Доступна электронная версия:

<http://library.kuzstu.ru/meto.php?n=91404&type=utchposob:common>

4. Ершова Е. А. Гудвилл бизнеса. – Москва: Статут, 2013. – 223 с. – Режим доступа:

http://biblioclub.ru/index.php?page=book_red&id=453266&sr=1. – Загл. с экрана (16.07.2017)

5. Когденко, В. Г. Управление стоимостью компании : Ценностно-ориентированный менеджмент: учебник. – Москва: Юнити-Дана, 2012. – 448 с. – Режим доступа:

<http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=118619>. – Загл. с экрана. (16.07.2017)

6. Лопатников, Л. И. Оценка бизнеса. Словарь-справочник / Л. И. Лопатников, В. М. Рутгайзер. – Москва: Маросейка, 2010. – 306 с. – (Серия «Справочники по оценке»)

7. Масленкова, О. Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учебное пособие для студентов, обучающихся по специальности 080105 «Финансы и кредит». – Москва: КноРус, 2011. – 288 с.

8. Мищенко, В. В. Оценка недвижимости [Электронный ресурс] : учебное пособие для студентов направления подготовки 080100.62 «Экономика», профиль 080107.62 «Финансы и кредит» всех форм обучения / ФГБОУ ВПО «Кузбас. гос. техн. ун-т им. Т. Ф. Горбачева», Каф. финансов и кредита. – Кемерово, 2013. – 183 с. – Доступна электронная версия:

<http://library.kuzstu.ru/meto.php?n=91072&type=utchposob:common>

9. Рутгайзер, В. М. Идентификация рисков при оценке стоимости бизнеса. – Москва: Лаборатория книги, 2010. – 67 с. – Режим доступа: <http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=95945>. – Загл. с экрана. (10.07.2017)

10. Рутгайзер, В. М. Подходы, методы и модели оценки стоимости бизнеса. – Москва: Лаборатория книги, 2010. – 56 с. – Режим доступа: <http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=96144>. – Загл. с экрана. (10.07.2017)

11. Тепман, Л.Н. Оценка недвижимости : учеб. пособие. – Москва: Юнити-Дана, 2015. – 463 с.

12. Тепман, Л. Н. Оценка недвижимости: учеб. пособие / Л. Н. Тепман. В. А. Артамонов. – Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2015. – 591 с. – Режим доступа: http://biblioclub.ru/index.php?page=book_red&id=447147&sr=1. – Загл. с экрана (16.07.2017)

12. Царев, В. В. Оценка стоимости бизнеса : теория и методология: учеб. пособие. – Москва: Юнити-Дана, 2015. – 569 с. – Режим доступа: <http://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=114491>. – Загл. с экрана. (16.07.2017)

13. Чеботарев, Н. Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник для бакалавров. – Москва: Дашков и Ко, 2015. – 253 с. – Режим доступа: http://biblioclub.ru/index.php?page=book_red&id=221283&sr=1. – Загл. с экрана (16.07.2017)

14. Шеннон, П. Пратт. Оценка бизнеса. Скидки и премии. – Москва: Маросейка, 2011. – 401 с.

15. Щепотьев, А. В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебное пособие / А. В. Щепотьев; А. А. Вязьмов, Т. Е. Карпова. – Москва, Берлин: Директ-Медиа, 2014. – 183 с. – Режим доступа: http://biblioclub.ru/index.php?page=book_red&id=256331&sr=1. – Загл. с экрана (16.07.2017)

Составитель
Ермолаева Галина Сергеевна

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Учебное пособие

Печатается в авторской редакции

Подписано в печать 28.08.2017. Формат 60×84/16
Бумага офсетная. Гарнитура «Times New Roman». Уч.-изд. л. 10,7
Тираж 100 экз. Заказ.....
КузГТУ, 650000, Кемерово, ул. Весенняя, 28
Издательский центр УИП КузГТУ, 650000, Кемерово, ул. Д. Бедного, 4а