



ОЦЕНКА БИЗНЕСА

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

Кемерово 2020

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«Кузбасский государственный технический университет
имени Т. Ф. Горбачева»

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

Кемерово 2020

УДК 338.22(075.8)

Рецензенты:

Директор ООО «Карборинг» Н. А. Балашов

Заместитель генерального директора по экономике и финансам ООО «Техноэко» Смирнова Е. А.

Оценка бизнеса : учеб. пособие / сост.: Г. С. Ермолаева, В. В. Мищенко ; Кузбасский государственный технический университет имени Т. Ф. Горбачева. – Кемерово, 2020. – 111 с. – ISBN 978-5-00137-190-8. – Текст : непосредственный.

В учебном пособии изложены теоретические и практические основы оценки бизнеса, предусмотренные федеральными стандартами оценочной деятельности, а также понятия и принципы оценки, ее информационное обеспечение и сфера применения результатов оценки стоимости бизнеса, проведенной в различных целях; изложено содержание этапов оценки стоимости бизнеса, проводимой с применением подходов, предусмотренных федеральными стандартами оценочной деятельности, а также изложена процедура согласования результатов оценки бизнеса.

Рекомендовано для обучающихся специальности 38.05.01 «Экономическая безопасность». Может быть использовано обучающимися направлений бакалавриата, магистратуры при изучении дисциплин «Оценка стоимости бизнеса», «Оценка бизнеса в специальных условиях», «Оценка и управление стоимостью бизнеса».

Печатается по решению редакционно-издательского совета Кузбасского государственного технического университета имени Т. Ф. Горбачева.

УДК 338.22(075.8)

© Кузбасский государственный
технический университет
имени Т. Ф. Горбачева, 2020

© Мищенко В. В.,
Ермолаева Г. С.,
составление, 2020

ISBN 978-5-00137-190-8

ОГЛАВЛЕНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ	4
ТЕМА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ И ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	5
1.1. Сущность процесса оценки и ее необходимость	5
1.2. Субъекты, объекты и цели	9
1.3. Виды стоимости, определяемой с помощью оценки	11
1.4. Основные этапы проведения оценки и их правовое регулирование	15
Вопросы для самоконтроля освоения темы	25
ТЕМА 2. ПОРЯДОК ВЫБОРА НАИБОЛЕЕ ЭФФЕКТИВНОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ	26
2.1. Необходимость проведения анализа наиболее эффективного использования имущества	26
2.2. Критерии анализа наиболее эффективного использования	27
2.3. Методы оценки наиболее эффективного использования имущества	34
Вопросы для самоконтроля освоения темы	36
ТЕМА 3. ИМУЩЕСТВЕННЫЙ (ЗАТРАТНЫЙ) ПОДХОД ПРИ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА	37
3.1. Общие положения затратного (имущественного) подхода при оценке стоимости бизнеса (Assets Approach)	37
3.2. Метод чистых активов NAV (Net Asset Value)	38
3.3. Метод избыточной прибыли	47
3.4. Метод ликвидационной стоимости	49
Вопросы для самоконтроля освоения темы	51
ТЕМА 4. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД ПРИ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА	51
4.1. Методика сравнительного подхода при оценке бизнеса	51
Вопросы для самоконтроля освоения темы	56
ТЕМА 5. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД ПРИ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА	57
5.1. Общая характеристика доходного подхода	57
5.2. Метод прямой капитализации	59
5.3. Метод дисконтирования денежных потоков	69
Вопросы для самоконтроля освоения темы	81
ТЕМА 6. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ЗЕМЕЛЬНЫХ УЧАСТКОВ	81
6.1. Особенности земельного участка как объекта оценки	81
6.2. Применение сравнительного подхода при оценке земельных участков	83
6.3. Применение доходного подхода при оценке земельных участков	94
6.4. Особенности применения затратного подхода при оценке земельных участков	101
Вопросы для самоконтроля освоения темы	102
ТЕМА 7. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА	103
7.1. Необходимость процедуры согласования результатов оценки	103
7.2. Метод расстановки приоритетов	105
Вопросы для самоконтроля освоения темы	107
СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ	108
Нормативная литература	108
Учебники и учебные пособия	109

ПРЕДИСЛОВИЕ

Появление в Российской Федерации рыночных отношений вызвало необходимость появления и развития сопровождающих их инструментов. Одним из таких инструментов является оценка. В широком смысле под оценкой понимается высказывание специалистами мнения о стоимости объекта оценки, сформировавшейся под влиянием объективных факторов в объективных экономических условиях. С этой точки зрения значимость оценки как экономического инструмента переоценить сложно. Подтверждением тому является серьезное правовое обеспечение оценки и оценочной деятельности – закон об оценочной деятельности и 13 стандартов, регламентирующих оценочные процедуры.

В настоящее время субъекты различных форм собственности РФ имеют право, а в некоторых случаях обязаны провести оценку принадлежащего им на праве собственности движимого и недвижимого имущества. Наиболее часто оценка как экономический инструмент проводится в следующих случаях:

- при приватизации государственного имущества, передаче его в аренду, совершении с ним иных действий, влекущих за собой получение государством дохода;
- при кредитовании как бизнеса, так и физических лиц;
- при проведении реструктуризации предприятий;
- при принятии инвестиционных решений.

Помимо перечисленных случаев, оценка применяется и в других ситуациях, в которых требуется обоснованное мнение эксперта о стоимости объекта оценки.

Исходя из вышесказанного целью данного учебного пособия является ознакомление студентов с теоретическими основами оценки, ее принципами, а также развитие навыков сбора, анализа информации, необходимой для оценки объектов оценки и вынесения объективного мнения их стоимости.

ТЕМА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ И ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

1.1. Сущность процесса оценки и ее необходимость

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 идет 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 в 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. Иными словами, необходимо обоснованное мнение незаинтересованного эксперта. В этой связи возникает закономерный вопрос, что такое *оценка*.

Любой объект имеет как минимум два вида стоимости: *бухгалтерскую*, или *балансовую*, и *рыночную*.

При балансовой (*book values*) или бухгалтерской (*accounting*) оценке стоимость какого-либо вида имущества C_i может быть определена по следующей формуле:

$$C_i = C_{б_i} - И_i + З_{д_i} - З_{к_i} = C_{ост_i} + З_{д_i} - З_{к_i}, \quad (1)$$

где $C_{б_i}$ – балансовая стоимость i -го вида объекта оценки;

$И_i$ – износ i -го вида объекта оценки;

$C_{ост i}$ – остаточная стоимость i -го вида объекта оценки;

$Z_{д i}$ – дебиторская задолженность, связанная с объектом оценки;

$Z_{к i}$ – кредиторская задолженность, связанная с объектом оценки.

Как видно из формулы (1) бухгалтерская модель оценки стоимости объекта исходит из величины затрат собственника 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. При дальнейшем изложении материала мы будем исходить из предположения, что такие виды задолженности отсутствуют. Следует также отметить, что износ, уменьшающий балансовую стоимость актива, исчисляется по методике, утвержденной государством. Следовательно, 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, т. е. отнесение своей стоимости на стоимость вновь создаваемого актива, производится в течение года. В результате актив по балансу может не иметь стоимости в денежном выражении, но может иметь потребительную стоимость и использоваться в производстве по своему прямому назначению.

Нередко на практике может быть 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**.

Предваряя изложение материала по курсу «Оценка бизнеса», 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. Об этих видах стоимости будет сказано позже. В качестве допущения на этом этапе изучения курса мы будем оперировать термином «рыночная стоимость», предполагая, что под этим термином мы понимаем стоимость, кото-

рая определяется путем расчета и обоснования с применением соответствующих технологий, которая отличается и качественно, т. е. 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.

Перечисленные факторы не имеют и не могут иметь балансовую (бухгалтерскую) стоимость, но именно их влияние формирует рыночную стоимость оцениваемого вида имущества. С учетом влияния этих факторов принципиальная формула расчета рыночной стоимости объекта оценки C_{pi} будет выглядеть следующим образом:

$$C_{pi} = C_{остi} \pm \sum_{i=1}^n \Phi_i, \quad (2)$$

где $\sum_{i=1}^n \Phi_i$ – совокупное влияние факторов рыночной среды на стоимость объекта оценки.

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

Из уравнения (2) видно, что, когда $C_{остi} = 0$, а $C_{pi} \neq 0$, оцениваемое имущество воспринимается рынком как нечто ценное, обладающее потребительной стоимостью и способностью приносить доход. Уверенность в том, что $C_{pi} \neq 0$, дает оценка стоимости недвижимости.

Исходя из всего вышесказанного, *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.

1. Оценка стоимости бизнеса (предприятия) – это упорядоченный процесс действий или операций, содержание которых зависит 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 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.

2. Рыночная стоимость определяется обязательно в денежном выражении, например, в рублях или долларах. 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, возникающую при переводе итогового результата из одной валюты в другую.

3. 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.

4. 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, т. е. к дате, на которую проводится оценка.

В целом 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;

➤ 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.

1.2. Субъекты, объекты и цели

Оценка предполагает наличие оцениваемых объектов и субъектов оценки. Для того чтобы разобраться в этом вопросе необходимо ответить на следующих три вопроса.

1. Кто принимает участие в процессе оценки? Статус участников оценки (юридические или физические лица, государство и т. д.).

2. Что именно подлежит оценке?

3. Для чего или с какой целью проводится оценка?

Рассмотрим последовательно каждый из вопросов.

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 заключенного 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 Федерации, муниципальных образований.

Ко второй группе относятся оценщики, т. е. исполнители, проводящие оценку каких-либо объектов по заказу потребителей оценочных услуг, к которым относятся индивидуальные специалисты-оценщики, имеющие соответствующую подготовку и аттестаты, сертификаты и являющиеся членами какой-либо саморегулируемой организации оценщиков. Отношения между субъектами оценочной деятельности должны быть оформлены надлежащим образом.

Это предполагает наличие как минимум четырех документов:

- технического задания на проведение оценки;
- информации об оцениваемом имуществе;
- договора на оказание услуг по оценке;
- отчета 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. 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.

После того как установлены субъекты и объекты процесса оценки, неотъемлемым элементом их взаимоотношений становится определение целей оценки. Оценка стоимости объекта оценки осуществляется:

- 1) при совершении сделки купли-продажи имущества;
- 2) при принятии кредитором решения о предоставлении займа;
- 3) при определении исходной и будущей стоимости проекта развития бизнеса;
- 4) при отчуждении имущества физических лиц в пользу государства;
- 5) при продаже бизнеса;

- б) при проведении процедур банкротства;
- 7) в прочих случаях, предусмотренных действующим законодательством.

1.3. Виды стоимости, определяемой с помощью оценки

Согласно Федеральному стандарту оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)», утвержденному приказом Министерства экономического развития и торговли № 297 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 итоге позволяют заказчику оценки понять, по какой цене он сможет продать объект оценки. **Инвестиционная** и **кадастровая** стоимости относятся к стоимостям в пользовании, так как их цель – дать информацию заказчику об оценке доходов, возможных к получению от инвестиций или об инвентаризационной (кадастровой) стоимости какого-либо объекта.

Согласно этому же стандарту 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 ее совершению, а именно:

- 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, доступной 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 при применении по отношению к нему процедур банкротства;

➤ при определении стоимости безвозмездно полученного имущества.

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

➤ 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.

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, не имеющим обращения на рынке объектам, которые могут быть проданы ограниченному кругу покупателей (электрические сети, военная техника для утилизации и т. д.).

Следующей разновидностью рыночной стоимости является **специальная стоимость**. 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 оценки объект не занят и готов к сдаче в аренду на условиях конкурентного рынка, а 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***, которая представляет собой стоимость, определяемую исходя из существующих условий и целей использования объекта оценки. При этом предполагается, что объект оценки останется действующим и будет функционировать в неизменной среде. Наиболее типичная ситуация, 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. Однако согласно ФСО № 2 ликвидационная стоимость имеет следующее определение.

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.

Вторая группа стоимостей, которые могут быть определены при проведении оценки, – это стоимости, относящиеся к стоимости в пользовании. Иными словами, это стоимости, не предполагающие обмена, т. е. продажи. Такими видами стоимости являются:

- инвестиционная;
- кадастровая.

Под *инвестиционной стоимостью* согласно ФСО 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 понимается 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. Причина применения такой оценки – массовость объектов оценки. Как правило, кадастровая стоимость и ее разновидности используются для целей учета и налогообложения.

1.4. Основные этапы проведения оценки и их правовое регулирование

1.4.1. Нормативная база регулирования оценочной деятельности

Правовые основы оценки строятся на системе государственного регулирования, основные элементы которой сформулированы в Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ (ред. 18.03.2020). Основной целью системы госу-

дарственного регулирования оценки является формирование базовых условий для функционирования данного сегмента рынка услуг. Кроме этого отдельные элементы оценочной деятельности регулируются стандартами оценочной деятельности, перечень которых приведен в табл. 1.

Таблица 1

Перечень стандартов оценочной деятельности

№ стандарта	Название стандарта	Нормативный акт, утвердивший стандарт
ФСО № 1	Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки	Приказ Минэкономразвития РФ от 20.05.2015 № 297
ФСО № 2	Цель оценки и виды стоимости	Приказ Минэкономразвития РФ от 20.05.2015 № 298
ФСО № 3	Требования к отчету об оценке	Приказ Минэкономразвития РФ от 20.05.2015 № 299
ФСО № 4	Определение кадастровой стоимости	Приказ Минэкономразвития РФ от 22.10.2010 № 508
ФСО № 5	Порядок проведения экспертизы, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения	Приказ Минэкономразвития РФ от 04.07.2011 № 328
ФСО № 7	Оценка недвижимости	Приказ Минэкономразвития РФ от 25.09.2014 № 611
ФСО № 8	Оценка бизнеса	Приказ Минэкономразвития РФ от 01.06.2015 № 326
ФСО № 9	Оценка для целей залога	Приказ Минэкономразвития РФ от 01.06.2015 № 327
ФСО № 10	Оценка стоимости машин и оборудования	Приказ Минэкономразвития РФ от 01.06.2015 № 328
ФСО № 11	Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности	Приказ Минэкономразвития РФ от 22.06.2015 № 385
ФСО № 12	Определение ликвидационной стоимости	Приказ Минэкономразвития РФ от 17.11.2016 № 721
ФСО № 13	Определение инвестиционной стоимости	Приказ Минэкономразвития РФ от 17.11.2016 № 722

1.4.2. Этапы проведения оценки и их содержание

Поскольку оценка стоимости недвижимости есть процесс упорядоченный и целенаправленный, его реализация проводится в определенной последовательности. Согласно Федеральному стандарту «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)», утвержденному приказом Минэкономразвития России № 297 от 20.05.2015, 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.

Содержание этапов оценки.

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, которая представляет собой календарную дату, по состоянию на которую определяется стоимость объекта оценки. Затем формулируются ограничивающие условия, описывающие препятствия или обстоятельства, которые влияют на результат оценки стоимости объекта оценки. Перечисленные действия этапа должны найти свое отражение в техническом задании на проведение оценки, которое подписывается заказчиком и согласовывается с оценщиком. В дальнейшей своей работе по оценке объекта недвижимости оценщик обязан руководствоваться 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. Кроме того, на данном этапе определяются источники информации, методы оценки недвижимости, и затем 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;
- информации о сегменте рынка, к которому относится объект оценки, текущей конъюнктуры и тенденций, а также анализ аналогов объекта оценки и обоснование их выбора.

Также проводится осмотр объекта оценки и прилегающей территории, описание юридического статуса объекта недвижимости, его физических и экономических характеристик, месторасположения.

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 движимое имущество удостоверяется выдачей соответствующих свидетельств.

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

Этот этап является наиболее объемным и имеет свои подэтапы. В целом его можно разделить на две большие части.

1 подэтап. *Анализ текущего использования объекта оценки и соответственно анализ иных возможных вариантов использования объекта оценки.*

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

На 1 подэтапе 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 недвижи-

мость, то, как правило, анализу наилучшего и наиболее эффективного использования подвергается и земельный участок, на котором расположена оцениваемая недвижимость. При этом земельный участок рассматривается с точки зрения как уже застроенного, так и предположительного вакантного земельного участка. При проведении этого анализа оценщик должен учитывать следующие факторы:

- 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.

В результате необходимо сделать 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, в частности, предприятий (компаний, фирм), рекомендуется использовать три основных подхода (концепции), исходя из области применения оценки: **затратный, сравнительный** и **доходный подходы**.

Согласно Федеральному стандарту «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» **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

- **затраты на воспроизводство объекта оценки** – это затраты, необходимые для создания точной копии объекта оценки с использованием применявшихся при создании объекта оценки материалов и технологий;
- **затраты на замещение объекта оценки** – это затраты, необходимые для создания аналогичного объекта с использованием материалов и технологий, применяющихся на дату оценки.

При использовании затратного подхода стоимость объекта оценки определяется

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

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, соотнесенная с датой 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 размере затрат на создание объекта оценки в том виде, в котором он находится на момент проведения оценки*.

Следующий подход, используемый при оценке какого-либо объекта недвижимости, – сравнительный. Согласно Федеральному стандарту «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» *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 с объектом 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 и продажи аналогов оцениваемого объекта. Незрелость соответствующего рынка, а также то, что оцениваемый объект является специализированным либо обладает исключительными выгодами или обременениями, не отражающими общего состояния рынка, делают применение сравнительного подхода *нецелесообразным*, а в отдельных случаях – *невозможным*. В целом же технология сравнительного подхода при оценке какого-либо объекта предполагает совершение следующих основных действий:

- 1) подбор аналогичных объектов, по которым проводились сделки купли-продажи;
- 2) выявление у объектов-аналогов отличий или отклонений от оцениваемого объекта по основным ценообразующим 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 стоимости;
- рыночной стоимости.

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

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

В результате расчета стоимости объекта оценки, как правило, получают три различных варианта стоимости. 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 должен 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 этапе оценщиком составляется отчет о проделанной работе. Требования к составлению отчета и его содержанию изложены в Федеральном стандарте оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)», утвержденном приказом Минэкономразвития России № 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 описанию в отчете об оценке методологии оценки и расчетов.

Требования к составлению отчета об оценке предусматривают следующие принципы, которых должен придерживаться оценщик при составлении отчета об оценке:

➤ **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;

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 отчете 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, значения, определяемого экспертным мнением, в отчете об оценке должен быть проведен анализ данного значения на соответствие рыночным условиям, описанным в разделе анализа рынка.

Требования к описанию в отчете об оценке методологии оценки и расчетов предполагают наличие в отчете:

➤ описания последовательности определения стоимости объекта оценки, позволяющего пользователю отчета об оценке, не имеющему специальных познаний в области оценочной деятельности, понять логику процесса оценки и значимость предпринятых оценщиком шагов для установления стоимости объекта оценки;

- обоснования выбора примененных оценщиком методов оценки в рамках затратного, сравнительного и доходного подходов;
- описания расчетов, самих расчетов и пояснений к расчетам, обеспечивающих возможность проверки выводов и результатов, указанных или полученных оценщиком в рамках применения подходов и методов, использованных при проведении оценки.

В отчете об оценке итоговое значение стоимости после согласования результатов применения подходов к оценке может быть представлено в округленной форме по правилам округления.

Вопросы для самоконтроля освоения темы

1. *В чем заключается сущность оценки объекта оценки и ее необходимость?*
2. *Перечислите факторы, формирующие рыночную стоимость объекта оценки.*
3. *Перечислите субъектов оценочной деятельности и изложите роль каждого при проведении оценки.*
4. *Перечислите этапы проведения оценки и изложите цель и содержание каждого из них.*
5. *Назовите подходы, которые должны быть применены при оценке стоимости объекта оценки, и изложите их содержание.*
6. *Что такое процедура согласования результатов оценки и в чем заключается цель ее проведения?*
7. *Назовите виды стоимости, определяемые с помощью оценки.*
8. *Изложите определение рыночной стоимости объекта оценки и объясните его содержание.*
9. *Что такое стоимость объекта оценки с ограниченным рынком?*
10. *Что такое стоимость замещения?*
11. *Что такое стоимость воспроизводства?*
12. *Что такое стоимость объекта оценки при существующем его использовании?*
13. *Что такое ликвидационная стоимость?*
14. *Что такое инвестиционная стоимость?*

ТЕМА 2. ПОРЯДОК ВЫБОРА НАИБОЛЕЕ ЭФФЕКТИВНОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ

2.1. Необходимость проведения анализа наиболее эффективного использования имущества

Влияние рыночного поведения на принятие финансовых решений частных лиц, компаний, органов власти диктует концепцию наиболее эффективного использования имущества. Анализ наиболее эффективного использования имущества выявляет наиболее прибыльный и конкурентоспособный вид использования конкретного объекта собственности, предполагает проведение подробного исследования рыночной ситуации, характеристик оцениваемого объекта, идентификации востребованных рынком вариантов, совместимых с параметрами оцениваемого объекта, расчет доходности каждого варианта и оценку стоимости имущества при каждом варианте использования. Таким образом, окончательный вывод о наиболее эффективном использовании имущества может быть сделан только после расчета его стоимости.

Наиболее эффективное использование имущества представляет собой вариант использования свободного или застроенного участка земли, который юридически возможен и соответствующим образом оформлен, физически осуществим, обеспечивается соответствующими финансовыми ресурсами и дает максимальную стоимость. Оптимальное использование участка земли определяется конкурирующими факторами конкретного рынка, к которому принадлежит оцениваемый объект собственности, и не является результатом субъективных точек зрения. Поэтому анализ и выбор наиболее эффективного использования объекта оценки является, по сути, экономическим исследованием рыночных факторов, существенных для оцениваемого объекта. Если объект оценки предполагает последующее личное использование или сдачу в аренду, то их основная мотивация при расчете стоимости будет сведена к получаемым потребительским качествам объекта (доход, престиж и уединенность и т. д.). Инвестиционная мотивация, помимо величины получаемого дохода и накопления капитала, учитывает такие аргументы, как налоговые льготы, осуществимость проекта. Обычно анализ наиболее эффективного использования проводится по нескольким альтернативным вариантам и включает следующие направления:

- рыночный анализ;
- анализ реализуемости варианта;
- анализ наиболее эффективного использования.

Рыночный анализ предполагает определение спроса на варианты использования, альтернативные существующему, в целях изучения спроса и предложения, емкости рынка, динамики ставок арендной платы и т. д. по каждому варианту.

Анализ осуществимости предполагает расчет базовых составляющих стоимости: потока доходов и ставок капитализации для определения стоимости с учетом переменных параметров каждого юридически обоснованного и физически осуществимого варианта.

Анализ наиболее эффективного использования предполагает разработку детального плана реализации каждого варианта с рассмотрением конкретных участников рынка, сроков осуществления проекта, источников финансирования для выбора варианта, обеспечивающего максимальную продуктивность оцениваемого объекта.

2.2. Критерии анализа наиболее эффективного использования

Вариант наиболее эффективного использования оцениваемого имущества должен отвечать четырем критериям:

- юридическая допустимость;
- физическая осуществимость;
- финансовая обеспеченность;
- максимальная продуктивность.

При рассмотрении данных критериев в ходе анализа различных вариантов использования имущества для выбора наиболее эффективного в первую очередь рассматриваются юридическая допустимость и физическая осуществимость, затем оцениваются финансовая обеспеченность и максимальная продуктивность. Данная последовательность процедуры анализа обусловлена тем, что наиболее эффективный вариант использования, даже при наличии необходимого финансирования, неосуществим, если он юридически запрещен или невозможна его физическая реализация.

Проверка *юридической допустимости* каждого рассматриваемого варианта использования осуществляется во всех случаях в первую очередь. Однако не следует смешивать вариант оптимального использования объекта с юридическим требованием использования имущества по его прямому назначению.

Оценщик рассматривает частные ограничения, нормы зонирования, строительные нормы и правила, экологическое законодательство, нормативные акты по охране исторических зданий, которые могут иметь конкретные виды потенциального использования. На выбор наиболее эффективного использования объекта оценки может оказать влияние наличие долгосрочных договоров аренды. В течение остаточного срока аренды использование объекта зависит от условий договора аренды. Если наиболее эффективный вариант использования объекта оценки сдерживается наличием договора аренды, это следует отразить в отчете об оценке. Кроме этого, необходимо учитывать возможные ограничения, которые могут быть заложены в договоре о приобретении объектов оценки. Данные ограничения могут касаться некоторых направлений использования, конкретизировать расположение зданий на земельном участке, параметры зданий, тип применяемых строительных материалов. Если ограничения по документу о праве собственности вступают в противоречие с более общими юридическими нормами, например, строительными нормами и правилами, то обычно в расчет принимается максимальное ограничение.

Строительные нормы и правила могут сдерживать застройку земли наиболее эффективными строениями, если они увеличивают строительные расходы для соблюдения технических нормативов. Это в конечном счете препятствует развитию территорий. В некоторых районах строительные нормы и правила используются для снижения уровня нового строительства и ограничения роста. Действующие правила землепользования направлены на охрану окружающей среды. Оценщики должны учитывать нормативы по чистоте воздуха, воды, а также общественное мнение о предполагаемых проектах застройки территорий.

Физическая осуществимость. Выбор наиболее эффективного варианта использования имущества должен опираться на физическую его осуществимость. Критерии физической осуществимости: размер, форма, район, дизайн, состояние грунта и подъездные пути к участку, а также риск стихийных бедствий (таких, как наводнение или землетрясение) – влияют на предполагаемый вариант использования земли. Конечная полезность земельного участка зависит от его размера и формы. Некоторые варианты дают наибольший эффект только на базе использования участка определенного размера. В этом

случае необходимо определить возможность расширения имеющегося земельного участка, так как некоторые участки могут не иметь потенциала для увеличения. Форма участков влияет на конечную продуктивность, так как затраты на застройку земельного участка неправильной формы могут быть выше, что в дальнейшем снижает их полезность, по сравнению с участками с ровными сторонами. Аналогично наличие подъездных путей к участку и инженерных коммуникаций увеличивает его конечную продуктивность, поскольку достигается экономия на его освоении. Так, свободная мощность очистных сооружений ограничивает физические размеры предполагаемого варианта эффективной застройки.

Топографические или почвенные характеристики земельного участка отражаются на функциональной полезности площадки. Выявленные оценщиком негативные моменты затрудняют застройку или увеличивают затраты на освоение. Поскольку все представленные на рынке участки конкурируют друг с другом, оцениваемый участок может быть непригодным для наиболее эффективного использования, так как уступает другим участкам, типичным для данного района.

В процессе анализа физической осуществимости эффективного варианта использования оцениваемого имущества необходимо рассмотреть состояние зданий и сооружений для определения возможности ее дальнейшей эксплуатации на новой основе. Если здания для обеспечения оптимального вида использования необходимо перепланировать, то следует рассчитать необходимые для этого затраты и сопоставить их с итоговой доходностью. Как правило затраты на реконструкцию объекта зависят от физического состояния и местоположения объекта оценки.

Финансовая обеспеченность. Следующий этап отбора видов использования объекта оценки – анализ финансовой обеспеченности. Вариант считается финансово приемлемым, если он обеспечивает доход от эксплуатации, равный или превышающий объем эксплуатационных затрат, расходы на финансирование и требуемую структуру возврата капитала. Таким образом, все виды использования, которые могут обеспечить положительный доход, рассматриваются как выполнимые в финансовом отношении. Если вид использования не предполагает получения регулярного дохода от эксплуатации, то в ходе анализа отбираются те варианты, которые создают недвижимость, по стоимости равную или превышающую издержки на строи-

тельство или реконструкцию объекта для этого нового вида использования. Оценщик должен сравнить прирост капитала или доход от использования имущества с понесенными капитальными расходами. Если доход ниже расходов или превышает их лишь незначительно, такой вид использования признается невыполнимым в финансовом отношении.

Для оценки видов использования, приносящих регулярный доход от эксплуатации, по каждому из них оценщик рассчитывает общий чистый операционный доход, индивидуальную ставку дохода на инвестированный капитал, сумму дохода, относимую к земле. Если чистый доход соответствует необходимой доходности инвестиций и обеспечивает требуемую доходность земельного участка, этот вид использования является выполнимым в финансовом отношении. Очевидно, идентификация видов использования, выполнимых в финансовом отношении, базируется на анализе спроса, предложения и местоположения объекта оценки.

Максимальная продуктивность – это наибольшая стоимость земельного участка как такового, независимо от того, является он свободным – фактически или условно – или застроенным. Потенциальный вариант наиболее эффективного использования земли отражает долгосрочную, тщательно разработанную и достаточно конкретную программу землепользования, связанную с нормальным сроком эксплуатации зданий и сооружений. Срок эксплуатации зависит от типа здания, качества строительных работ и других факторов. Максимальная продуктивность земельного участка определяется путем соотнесения суммы его дохода со ставкой капитализации, требуемой рынком для данного вида использования. Однако в зависимости от выбранного варианта использования оцениваемого имущества, метод определения стоимости земли может быть различным. Выбор метода зависит от степени переориентации фактического назначения оцениваемого имущества, уровня риска рассматриваемого варианта, требуемой ставки доходности и периода возмещения капитала, сроков реализации предполагаемого варианта использования оцениваемого имущества.

Стоимость земельного участка, в свою очередь, представляет разницу между суммарной стоимостью всего оцениваемого имущества и остаточной стоимостью строений либо затратами на их возведение. Способ наилучшего использования недвижимости может

либо достигаться на основе уже существующих строений, либо предполагать сооружение принципиально новых улучшений, что требует рассмотрения земельного участка как свободного. Исходя из этого, при анализе наилучшего использования имущества применяются следующие два приема:

- наиболее эффективное использование участка как незастроенного;
- наиболее эффективное использование участка как застроенного.

Существуют следующие основные причины для определения наиболее эффективного вида использования участка земли как незастроенного:

- 1) выделение в стоимости оцениваемого имущества стоимости только земельного участка;
- 2) использование метода сопоставимых продаж для оценки застроенной земли;
- 3) расчет потери в стоимости из-за внешнего устаревания;
- 4) оценка реальной стоимости земли в составе объекта оценки, который является неоптимальным для данного участка.

Анализ наиболее эффективного использования застроенного участка делают по двум направлениям:

- 1) идентификация вида использования объекта оценки, обеспечивающего наибольший общий доход на вложенный капитал;
- 2) выявление на рынке имущества одинакового назначения с сопоставимым уровнем эффективности использования.

Рассмотрим различие между наиболее эффективным использованием участка без строений и объекта оценки со строениями на примере недвижимости производственного назначения, имеющей токсичные выбросы. Район, в котором расположен анализируемый объект, по своим природным характеристикам осваивается как пригородный жилой массив.

Максимальная эффективность использования участка без строений с наибольшей вероятностью будет основана на использовании его под жилой коттедж. В данном случае возникнут затраты на снос и утилизацию имеющегося объекта. На практике потенциальный владелец собственности будет осуществлять перезастройку участка только в том случае, если остаточная стоимость построек невелика. В зависимости от того, насколько близким по времени к дате оценки

является выбранный вариант использования, требующий нового строения, существующий вид использования может рассматриваться как промежуточный. Так, если по плану расширения городских земель коттеджное строительство достигнет анализируемого земельного участка через пять лет, а срок, необходимый для сноса существующих строений и сооружения нового коттеджа, – один год, четырехлетнее функционирование существующей производственной недвижимости рассматривается как промежуточное использование. Однако если конкурентоспособный уровень спроса выше для производственного использования, то, вероятно, наиболее эффективным использованием этого объекта недвижимости может быть сохранение существующего использования с проведением необходимых природоохранных работ, требующих соответствующих затрат.

Прием определения наилучшего и наиболее эффективного использования земельного участка как незастроенного базируется на допущении, что он не имеет строений либо может быть освобожден от строений в результате их сноса. В итоге определяется стоимость земли на основе выбора возможных вариантов использования, обеспечивающих доходность недвижимости, и подбора параметров объектов недвижимости в соответствии с конкретным назначением. Вариант использования участка земли как незастроенного имеет две основные разновидности:

1) использование участка земли для спекуляции, т. е. для продажи его без улучшений инвестору, который впоследствии в соответствии с требованиями рынка или собственными предпочтениями проведет его застройку;

2) застройка земельного участка новыми зданиями и сооружениями, в том числе:

➤ застройка без промежуточного использования, если рассматривается вариант нового использования, принимаемый рынком на дату анализа;

➤ застройка с промежуточным использованием предполагает временное сохранение существующего варианта использования до того момента, когда новый вариант будет востребован рынком, исходя из прогноза рыночной ситуации;

➤ разделение или объединение земельного участка для достижения наиболее эффективного использования;

➤ застройка участка новыми строениями, аналогичными по назначению и физическим параметрам существующему объекту.

Прием наиболее эффективного использования земельного участка как застроенного предполагает сохранение на анализируемом участке существующих строений. Вариант использования участка земли как застроенного имеет две основные разновидности:

- 1) сохранение существующего назначения оцениваемого имущества;
- 2) изменение существующего назначения оцениваемой имущества.

В обоих случаях рассматриваются необходимость и возможность:

- сохранения существующего объема и качества предоставляемых недвижимостью услуг;
- проведения строительных работ по реконструкции зданий для повышения их класса и изменения ставок арендной платы;
- проведения строительных работ по расширению площадей за счет дополнительной пристройки или возведению дополнительных этажей;
- уменьшения существующих площадей за счет частичного сноса.

Оценщик, сравнивая существующий вариант использования расположенных на земельном участке построек с оптимальным вариантом здания, должен получить ответ на следующие вопросы:

- 1) целесообразно ли продолжать эксплуатировать здание в его нынешнем состоянии;
- 2) какой вариант перестройки здания выбрать: реконструкцию, расширение, частичный снос;
- 3) каким образом и в какие сроки окупятся расходы.

Наиболее оптимальный вариант использования строений обеспечит максимальную стоимость инвестиционно привлекательного имущества с учетом ставки доходности, определяемой в соответствии с риском выбранного варианта. Совершенно очевидно, что риски сохранения существующего способа использования объекта оценки и различных вариантов перестройки будут неодинаковы.

Оценщик должен четко обосновать различие наиболее эффективного использования участка как незастроенного и наиболее эффективного использования участка как застроенного.

2.3. Методы оценки

наиболее эффективного использования имущества

Определение наиболее эффективного варианта использования оцениваемого имущества предполагает последовательную реализацию следующих этапов:

1) анализ всех возможных вариантов наиболее эффективного использования незастроенного участка или участка со строениями исходя из сложившейся на дату оценки рыночной ситуации и перспектив ее изменения;

- 2) проверка юридической допустимости отобранных вариантов;
- 3) проверка физической возможности отобранных вариантов;
- 4) оценка финансовой состоятельности отобранных вариантов;
- 5) выбор наиболее эффективного варианта использования объекта оценки, обеспечивающего его максимальную продуктивность.

Оценка максимальной продуктивности зависит от приема определения наиболее эффективного использования объекта оценки. Если земельный участок, с которым связан объект оценки, рассматривается как незастроенный, то в зависимости от оценки коэффициента капитализации можно применять несколько методов.

Первый метод.

Земельный участок рассматривается как незастроенный, коэффициенты капитализации для земли и строений различны. В этом случае должны быть проведены следующие расчеты:

- 1) определение стоимости застройки условно свободного земельного участка зданиями и сооружениями определенного назначения, с учетом рыночного спроса и предложения;
- 2) расчет потенциального валового дохода;
- 3) внесение поправок с учетом коэффициента загрузки и потерь при сборе платежей;
- 4) определение возможности получения и величины прочих доходов;
- 5) оценка действительного валового дохода;
- 6) расчет эксплуатационных расходов;
- 7) расчет резерва затрат капитального характера;
- 8) расчет чистого операционного дохода;
- 9) расчет коэффициента капитализации для зданий;
- 10) оценка дохода, приносимого построенными зданиями и сооружениями;

- 11) расчет дохода, относимого к земле;
- 12) расчет коэффициента капитализации для земельного участка;
- 13) оценка стоимости земельного участка методом капитализации дохода, приносимого землей.

Второй метод.

Земельный участок рассматривается как незастроенный, коэффициенты капитализации для зданий и земли одинаковы. Этот метод предусматривает следующий порядок расчетов:

- 1) определение стоимости застройки условно свободного земельного участка зданиями и сооружениями, определенного назначения с учетом рыночного спроса и предложения;
- 2) расчет потенциального валового дохода;
- 3) внесение поправок с учетом коэффициента загрузки и потерь при сборе платежей и величины прочих доходов;
- 4) оценка действительного валового дохода;
- 5) расчет эксплуатационных расходов и резерва затрат капитального характера;
- 6) расчет общего чистого операционного дохода;
- 7) расчет общего коэффициента капитализации для оцениваемого имущества;
- 8) оценка имущества методом капитализации чистого операционного дохода, приносимого недвижимостью;
- 9) оценка стоимости земельного участка как разницы между расчетной стоимостью имущества (строений, инженерных сетей, посадок и т. д.) и затратами на улучшения.

Третий метод.

Земельный участок рассматривается как незастроенный, известна рыночная цена продажи объекта оценки предполагаемого назначения. В этом случае расчеты по оценке стоимости имущества предусматривают следующий порядок:

- 1) определение рыночной стоимости готового объекта оценки конкретного назначения, который можно создать на анализируемом земельном участке;
- 2) расчет стоимости строительства;
- 3) оценка стоимости земельного участка как разницы между ценой продажи объекта оценки и совокупными затратами.

Четвертый метод.

Земельный участок рассматривается как застроенный и строения требуют проведения некоторых улучшений. В этом случае рекомендуется сделать следующее:

- 1) рассчитать величину чистого операционного дохода, приносимого объектом оценки;
- 2) определить величину коэффициента капитализации;
- 3) оценить стоимость объекта оценки методом капитализации чистого операционного дохода;
- 4) рассчитать затраты на усовершенствование объекта;
- 5) рассчитать прирост стоимости объекта оценки с учетом произведенных улучшений.

Пятый метод.

Земельный участок рассматривается как застроенный и не требующий перестройки. Исходя из этих предпосылок, должны быть выполнены следующие действия:

- 1) рассчитан чистый операционный доход, приносимый имуществом;
- 2) определен общий коэффициент капитализации;
- 3) рассчитана стоимость имущества методом капитализации чистого операционного дохода.

Вопросы для самоконтроля освоения темы

1. *Назовите цель и назначение проведения анализа наилучшего и наиболее эффективного использования оцениваемой недвижимости.*
2. *Перечислите критерии анализа наилучшего и наиболее эффективного использования оцениваемой недвижимости: перечислите и изложите их содержание.*
3. *Перечислите методы оценки наилучшего и наиболее эффективного использования оцениваемой недвижимости.*
4. *Перечислите нестандартные виды и направления наилучшего и наиболее эффективного использования недвижимости.*

ТЕМА 3. ИМУЩЕСТВЕННЫЙ (ЗАТРАТНЫЙ) ПОДХОД ПРИ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

3.1. Общие положения затратного (имущественного) подхода при оценке стоимости бизнеса (Assets Approach)

Затратный, или *имущественный, подход* представляет собой совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для 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.

Кроме перечисленных методов в рамках имущественного подхода при оценке стоимости могут применяться следующие методы:

- избыточной прибыли;
- экономической добавленной 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*).

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

Затратный подход целесообразен к применению в следующих случаях:

- при оценке государственного имущества;
- при оценке бизнеса, имеющего одного владельца;
- при расчете стоимости имущества, предназначенного для специального использования (т. е. объектов, которые не приносят доход или не генерируют денежный поток), а именно: школ, больниц, зданий почты, культурных сооружений, вокзалов 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).

3.2. Метод чистых активов NAV (Net Asset Value)

Чистые активы (ЧА) – это величина, определяемая путем вычитания из сумм активов, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к вычету. Согласно идее этого метода, стоимость бизнеса 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.

Структура активов и пассивов баланса представлена в табл. 2, 3.

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

- бизнес обладает значительными материальными активами, т. е. метод чистых активов 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, т. е. при отсутствии или минимальном количестве имущества, а именно:
 - а) консалтинговых компаний;
 - б) компаний по созданию интеллектуальных продуктов;
 - в) розничных и дистрибьюторских компаний;
 - г) туристических агентств;
 - д) научно-исследовательских, внедренческих фирм;
 - е) посреднических фирм (если отсутствуют активы);
- 3) при оценке миноритарных долей участия.

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
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

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 продолжительностью более 12 мес. 2.2. Займы прочих организаций и физических лиц продолжительностью более 12 мес.
3. Краткосрочные обязательства	3.1. Кредиты и займы продолжительностью 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 чистых активов получил широкое распространение, потому что он основан на использовании показателя чистых активов, который введен первой частью Гражданского кодекса РФ в качестве важнейшего показателя, характеризующего имущественное положение организации и дающего оценку степени ее ликвидности.

Если в расчетах используется балансовая стоимость, такой способ называют методом нескорректированных чистых активов. Этот вариант близок к порядку расчета стоимости чистых активов, утвержденному Минфином (приказ от 28.08.2014 № 84н).

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. Ее появление обусловлено тем, балансовая стоимость активов не всегда соответствует рыночной, т. е. 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) оцениваются по текущей рыночной стоимости товарно-материальные запасы;
- 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 расчета стоимости чистых активов в общем виде может быть представлена формулой

$$ЧА = (ВА +) - (ДО + КО), \quad (5)$$

где ВА – внеоборотные активы;

ОС – оборотные средства;

ДО – долгосрочные обязательства;

КО – краткосрочные обязательства.

В примере 1 (табл. 4) изложен порядок расчета чистых активов предприятия по данным бухгалтерского учета.

Пример 1

Таблица 4

Бухгалтерский баланс ООО «XXX» на 01.10.20__ г.

Показатели баланса	Данные баланса, руб.
Актив баланса	
1. Внеоборотные активы (раздел I), всего	4 000 000
в том числе:	
- остаточная стоимость основных средств	2 300 000
- капитальные вложения в незавершенное строительство	1 000 000
- долгосрочные финансовые вложения	700 000

<i>Показатели баланса</i>	<i>Данные баланса, руб.</i>
<i>2. Оборотные средства (раздел II), всего</i>	<i>2 200 000</i>
<i>в том числе:</i>	
<i>- запасы</i>	<i>200 000</i>
<i>- дебиторская задолженность</i>	<i>800 000</i>
<i>- денежные средства</i>	<i>1 200 000</i>
<i>ИТОГО</i>	<i>6 200 000</i>
<i>Пассив баланса</i>	
<i>3. Капитал и резервы (раздел III), всего</i>	<i>2 700 000</i>
<i>в том числе:</i>	
<i>- уставный капитал</i>	<i>200 000</i>
<i>- нераспределенная прибыль</i>	<i>1 500 000</i>
<i>4. Долгосрочные обязательства (раздел IV), всего</i>	<i>1 000 000</i>
<i>в том числе:</i>	
<i>- долгосрочные займы</i>	<i>1 000 000</i>
<i>5. Краткосрочные обязательства (раздел V), всего</i>	<i>2 500 000</i>
<i>в том числе:</i>	
<i>- краткосрочные кредиты</i>	<i>400 000</i>
<i>- задолженность перед бюджетом</i>	<i>200 000</i>
<i>- прочие краткосрочные обязательства</i>	<i>1 900 000</i>
<i>ИТОГО</i>	<i>6 200 000</i>

В итоге сумма активов составит:

*6 200 000 руб. = 2 300 000 руб. + 1 000 000 руб. +
+ 700 000 руб. + 200 000 руб. + 800 000 руб. + 1 200 000 руб.*

При исчислении пассива в расчет не включаются данные по разделу III бухгалтерского баланса о нераспределенной прибыли (1 500 000 руб.). В результате сумма пассивов в нашем примере будет равна

*1 000 000 руб. + 400 000 руб. +
+ 200 000 руб. + 1 900 000 руб. = 3 500 000 руб.*

*Итого стоимость чистых активов на 1 октября 20__г. составит
2 700 000 руб. = 6 200 000 руб. – 3 500 000 руб.*

Пример расчета чистых активов построен на использовании данных бухгалтерского учета (баланса) без их корректировки. Поэтому итог расчета чистых активов совпадает с данными баланса, а точнее с итогом раздела III. На практике чаще всего используется рыночный вариант расчета чистых активов. Рыночная техника имущественного 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 подвержен воздействию всех видов износа, а именно физическому, функциональному и внешнему (экономическому).

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

Функциональный износ (также относится в основном к оборудованию) отражает обесценение актива длительного пользования 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 (NAV) с точки зрения рыночной модели в отношении позиций баланса, подвергаемых оценке, следующий.

1. Денежные средства и их эквиваленты.

Их рыночная стоимость принимается равной балансовым данным и корректировке не подлежит. 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.

Эти активы для целей оценки принимаются по их текущей рыночной стоимости. Однако при необходимости проводится их переоценка с учетом их биржевой стоимости. Как правило, такая операция проводится в отношении ценных бумаг, имеющих биржевые ко-

тировки, и в отношении финансовых инвестиций, имеющих продолжительный срок обращения. В первом случае используются данные бирж, во втором случае проводится процедура дисконтирования.

3. Дебиторская задолженность.

В качестве рыночной стоимости принимается ее будущая стоимость, т. е. стоимость дебиторской задолженности на момент исполнения дебитором своих обязательств, вытекающих из условий договора, повлекшего за собой возникновение этой дебиторской задолженности. При этом из состава дебиторской задолженности обязательно исключается сомнительная дебиторская задолженность.

4. Запасы.

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

5. Земля и недвижимость.

Стоимость земельного участка и недвижимости принимается по результатам их оценки.

6. Оборудование.

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

7. Нематериальные активы.

Стоимость нематериальных активов принимается в размере притока экономических выгод за период их использования.

8. Кредиторская задолженность.

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 исключается из состава оцениваемой кредиторской задолженности и расценивается как доход.

9. Финансовые обязательства.

Принимаются по рыночной стоимости.

10. Отложенные налоги.

Воспринимаются как «беспроцентное обязательство», дисконтируются предстоящие платежи по ставке дисконтирования, равной стоимости заемного капитала. В примере 2 изложен порядок переоценки обязательств.

Пример 2

Финансовые обязательства бизнеса (организации) представляют собой вексель на сумму 50 000 у. е. Условия обязательств по векселю:

- обязательства исполняются равными ежегодными платежами в течение 5 лет с начислением процентов на остаток основного долга;
- процентная ставка по векселю – 5 % годовых.

При этом ожидается, что на основании прогнозов ежегодная инфляция составит 8,5 %. Наличие этой информации позволит оценщику рассчитать текущую стоимость будущих выплат по векселю. Ежегодные платежи по основному долгу – по 10 000 у. е. Начисленные проценты, а также ежегодные суммы исполнения обязательств по векселю представлены в табл. 5.

Таблица 5

Расчет рыночной стоимости обязательства организации

	Остаток долга на начало года	Платежи по основному долгу	Остаток долга на конец года	Проценты к уплате	Размер ежегодного платежа	Дисконтированная сумма платежа, у. е.
1 год	50 000,00	10 000,00	40 000,00	2 500,00	12 500,00	11 520,74
2 год	40 000,00	10 000,00	30 000,00	2 000,00	12 000,00	9 394,90
3 год	30 000,00	10 000,00	20 000,00	1 500,00	11 500,00	9 003,44
4 год	20 000,00	10 000,00	10 000,00	1 000,00	11 000,00	7 937,32
5 год	10 000,00	10 000,00	0,00	500,00	10 500,00	6 982,98
Итого		50 000,00		7 500,00	57 500,00	44 839,37

Номинальная сумма долга составит 57 500 у. е. Однако, поскольку платежи по векселю «растянуты» во времени, уплачиваемые суммы должны быть подвергнуты процедуре дисконтирования. Дисконтирование обязательств ведется по следующей формуле:

$$FV = \frac{1}{(1 + d/100)^n}, \quad (6)$$

где FV – дисконтированная сумма долгового обязательства;
 d – процентная ставка по долговому обязательству.

В результате текущая рыночная стоимость обязательств по векселю на дату его оценки составит 44 839,37 у. е.

Аналогичным образом оценивается и дебиторская задолженность (пример 3).

Пример 3

Общая дебиторская задолженность по оцениваемому предприятию составляет 52 млн руб. При этом дебиторская задолженность имеет следующие характеристики:

1) задолженность первого дебитора составляет 17 млн руб., наиболее вероятный возврат всей суммы – через один год;

2) задолженность по второму составляет 20 млн руб., будет погашена через полтора года;

3) задолженность по третьему дебитору составляет 15 млн руб., признана оценщиком сложной.

Задолженность третьего дебитора в целях повышения ее ответственности было решено реоформить в заем со следующими условиями:

➤ погашение займа равными частями в течение 3-х лет;

➤ процент по займу 8 % годовых;

➤ начисление процентов – на остаток займа;

➤ ставка дисконтирования 15 %.

Оценщику требуется оценить дебиторскую задолженность предприятия. Ставка дисконтирования составляет 15 %. Текущая рыночная стоимость дебиторской задолженности с применением формулы 6 будет следующей.

1. Дебиторская задолженность в размере 17 млн руб. с учетом ее гашения через год от даты оценки будет иметь следующую величину текущей стоимости:

$$17 \text{ млн руб.} / (1 + 15 / 100)^1 = 14,782 \text{ млн руб.}$$

2. Задолженность второго дебитора с учетом сроков ее погашения будет иметь текущую стоимость в следующем размере:

$$20 \text{ млн руб.} / (1 + 15 / 100)^{1,5} = 16,21747 \text{ млн руб.}$$

3. Текущая стоимость задолженности третьего дебитора рассчитывается с учетом условий ее гашения. При этом используется процедура дисконтирования.

Расчет представлен в табл. 6.

Таблица 6

Результаты оценки дебиторской задолженности

	Остаток долга на начало года	Платежи по основному долгу	Остаток долга на конец года	Проценты к уплате	Размер ежегодного платежа	Дисконтированная сумма платежа, у. е.
1 год	15 000,00	5 000,00	10 000,00	1 200,00	6 200,00	5 391,30
2 год	10 000,00	5 000,00	5 000,00	800,00	5 800,00	4 385,63
3 год	5 000,00	5 000,00	0,00	400,00	5 400,00	3 550,59
Итого		15 000,00		7 500,00	17 400,00	13 327,53

3.3. Метод избыточной прибыли

Под избыточной прибылью следует понимать ту часть прибыли, приносимую бизнесом, которая превышает среднеотраслевой уровень прибыли. Метод оценки бизнеса на основе избыточной прибыли исходит из предположения о том, что избыточную прибыль приносят бизнесу нематериальные активы, которые не могут быть отражены в бухгалтерском балансе в виду их неосвязаемости. Отличительной чертой метода является то, что он применяется в сочетании с другими методами и подходами оценки бизнеса. Именно поэтому данный метод называется гибридным.

К нематериальным активам относят активы, имеющие следующие признаки:

- активы, которые не имеют материально-вещественной формы либо материально-вещественная форма которых не имеет существенного значения для их использования в хозяйственной деятельности;
- активы, способные приносить доход;
- активы, приобретенные с намерением использовать их в течение длительного периода времени (свыше одного года).

В общем виде нематериальные активы можно разделить на четыре основные группы:

- 1) интеллектуальная собственность;
- 2) имущественные права;
- 3) отложенные или отсроченные расходы;
- 4) цена фирмы (гудвилл).

Основные этапы работы по оценке стоимости бизнеса методом избыточной прибыли:

- 1) устанавливается рыночная стоимость всех активов и пассивов бизнеса;
- 2) нормализуется прибыль оцениваемого бизнеса;
- 3) выявляется среднеотраслевая доходность активов и собственного капитала для оцениваемого бизнеса;
- 4) рассчитывается прибыль, приносимая бизнесом исходя из среднеотраслевой доходности (рыночная стоимость активов X на их среднеотраслевую доходность);
- 5) рассчитывается избыточная прибыль посредством вычитания из нормализованной прибыли ее ожидаемой величины;
- 6) вычисляется стоимость нематериального актива путем деления избыточной прибыли на коэффициент капитализации.

Рассмотрим порядок применения метода избыточной прибыли. При оценке бизнеса было установлено следующее:

- стоимость чистых активов составила 250 тыс. у. е.;
- годовая прибыль 50 тыс. у. е.

Следовательно, рентабельность чистых активов оказалась равной 20 %, т. е.

$$50 \text{ тыс. у. е.} / 250 \text{ тыс. у. е.} \cdot 100 \% = 20 \%$$

Изучение рынка, в котором функционирует оцениваемый бизнес, показало, что средний уровень рентабельности равен 15 %, т. е. уровень рентабельности оцениваемого бизнеса превышает средний уровень рентабельности на 5 %. Это значит, что оцениваемый бизнес приносит избыточную прибыль, которая обеспечивается скрытыми или нематериальными активами. При изучении бизнеса оценщиком было установлено, что избыточная прибыль приносится гудвиллом.

Гудвилл (goodwill) – это условная стоимость деловых связей фирмы или денежная оценка нематериальных активов компании: фирменный знак, имидж, наличие устойчивой клиентуры и др.

Для того чтобы получить прибыль в размере 50 тыс. у. е. при рентабельности активов 15 %, бизнес должен был бы обладать чистыми активами стоимостью 333 тыс. у. е.:

$$50 \text{ тыс. у. е.} / 15 \% \cdot 100 = 333,3 \text{ тыс. у. е.}$$

Соответственно размер избыточной прибыли равен

$$333,3 \text{ тыс. у. е.} - 250 \text{ тыс. у. е.} = 83,3 \text{ тыс. у. е.}$$

Следовательно, стоимость активов, не отраженных в балансе организации, например, гудвилла, в примере равна 83,3 тыс. у. е. Соответственно общая стоимость бизнеса равна

$$250 \text{ тыс. у. е.} + 83,3 \text{ тыс. у. е.} = 333,33 \text{ у. е.}$$

В отдельных случаях стоимость скрытого актива может быть определена по объему реализованной продукции. Однако и в этом случае необходимо знать среднеотраслевые коэффициенты рентабельности. В этом случае стоимость скрытого актива рассчитывается по формуле

$$C_{\text{рг}} = \frac{\Pi_{\text{р}} - V_{\text{р}} \cdot \rho}{1 + \rho_i / 100}, \quad (7)$$

где $C_{\text{рг}}$ – рыночная стоимость скрытого актива;

$\Pi_{\text{р}}$ – прибыль, приносимая бизнесом;

$V_{\text{р}}$ – объем реализации;

ρ – средний уровень рентабельности, характерный для данного вида бизнеса, %;

ρ_i – рентабельность оцениваемого бизнеса.

Например, объем отгружаемой продукции компании составляет 200 тыс. у. е. Прибыль оцениваемой компании составляет 40 тыс. у. е., рентабельность продаж оцениваемой компании – 20 %. После проведения соответствующих исследований было установлено, что средняя рентабельность продаж по аналогичным компаниям (аналогичного бизнеса) составляет 15 %. На основании этой информации были проведены следующие расчеты:

1) уровень прибыли, приносимой бизнесом исходя из среднеотраслевой рентабельности

$$200 \text{ тыс. у. е.} \cdot 15 \% / 100 = 30 \text{ тыс. у. е.}$$

2) избыточная прибыль, прибыль, приносимая бизнесом, равна
 $40 \text{ тыс. у. е.} - 30 \text{ тыс. у. е.} = 10 \text{ тыс. у. е.}$

3) стоимость чистого актива, приносящего избыточную прибыль, равна

$$10 \text{ тыс. у. е.} / (1 + 20 / 100) = 8,3 \text{ тыс. у. е.}$$

Однако методу избыточной прибыли присущи определенные недостатки. В частности, специалистами отмечается следующее:

1) метод предполагает отдельный учет прибыли от материальных и нематериальных активов;

2) метод считается теоретическим и малообоснованным и поэтому на практике в чистом виде применяется редко, а используется как «дополнительный», с целью подтверждения выводов, полученных в результате использования других методов.

3.4. 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 применяется при ликвидации бизнеса. Также данный метод может использоваться кредиторами для прогнозирования последствий возможного банкротства. Методика расчета величины стоимости бизнеса с применением лик-

ликвидационной стоимости аналогична методике чистых активов. Однако при применении метода ликвидационной стоимости бизнеса стоимость чистых активов уменьшается на расходы, связанные с процедурой ликвидации бизнеса и погашением обязательств. В результате ликвидационную стоимость бизнеса можно найти как разницу между стоимостью чистых активов, рассчитанных соответствующим методом в рамках имущественного подхода, и расходами, связанными с процедурой ликвидации бизнеса и погашением обязательств:

$$C_{\text{лик}} = \text{ЧА} - P_{\text{лик}} - O_{\text{биз}}, \quad (8)$$

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) решение судебных органов о прекращении деятельности бизнеса;

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

Различают два способа ликвидации:

1) упорядоченная ликвидация (*Orderly Liquidation*);

2) принудительная ликвидация (*Forced Liquidation*).

Проведение упорядоченной ликвидации возможно при соблюдении следующих условий:

- наличие достаточного времени для ликвидации бизнеса;
- наличие покупателей, готовых купить активы, являющиеся 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.

Вопросы для самоконтроля освоения темы

1. *Условия применения затратного подхода при оценке бизнеса.*
2. *Порядок и последовательность применения метода чистых активов.*
3. *Порядок и последовательность оценки обязательств оцениваемого бизнеса.*
4. *Последовательность применения метода чистых активов.*
5. *Последовательность применения метода избыточной прибыли.*
6. *Последовательность применения метода ликвидационной стоимости.*

ТЕМА 4. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД ПРИ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

4.1. Методика сравнительного подхода при оценке бизнеса

Экономическое содержание сравнительного подхода заключается в том, что оценка бизнеса проводится на основании объектов, аналогичных объекту оценки. При этом к объекту-аналогу предъявляется важнейшее требование – он должен быть продан: цена его продажи выступает ориентиром стоимости оцениваемого бизнеса. По объекту-аналогу рассчитывается соотношение между ценой продажи и важнейшими финансовыми показателями. Это соотношение называется оценочным мультипликатором. Умножив величину мультипликатора на аналогичный финансовый показатель оцениваемого предприятия, можно рассчитать стоимость оцениваемого бизнеса.

Пример 4

Оценщик при оценке бизнеса, применяя сравнительный подход, выявил аналогичный бизнес, который был продан 3 месяца назад. Цена продажи была равной 300 млн руб. Кроме этого, оценщику стало известно, что проданный бизнес приносил ежегодно 30 млн руб. чистой прибыли. Соответственно мультипликатор «Цена / прибыль» равен 10. При изучении оцениваемого бизнеса было установлено, что он приносит ежегодно 18 млн руб. Таким образом, стоимость оцениваемого бизнеса равна

$$10 \cdot 18 \text{ млн руб.} = 180 \text{ млн руб.}$$

В зависимости от целей и условий оценки сравнительный подход предполагает использование трех методов.

1. Метод компании-аналога, или метод рынка капитала.

Этот метод используется для оценки стоимости одной акции или неконтрольных пакетов акций.

2. Метод сделок.

Метод сделок используется для оценки всей стоимости бизнеса (организации, предприятия) или контрольных пакетов акций.

3. Метод отраслевых коэффициентов.

Метод отраслевых коэффициентов основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой продажи и определенными финансовыми показателями. Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений для небольших форм бизнеса, имеющих узкую номенклатуру производства товаров или оказания услуг. Метод отраслевых коэффициентов в РФ не применяется из-за отсутствия информации.

Процедура оценки с применением сравнительного подхода включает в себя следующие этапы:

- 1) сбор информации, необходимой для оценки;
- 2) составление списка предприятий-аналогов;
- 3) финансовый анализ оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов;
- 4) расчет оценочных мультипликаторов;
- 5) выведение среднего значения внутри каждой группы мультипликаторов;
- 6) определение предварительной стоимости оцениваемого предприятия;
- 7) внесение итоговых поправок.

Содержание этапов.

1 этап. Сбор информации необходимой для оценки.

В сравнительном подходе используются следующие источники информации:

- информация фондового рынка о ценах продаж акций (Российская торговая система, ММВБ и т. д.);
- финансовая информация о состоянии оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов (финансовая информация по объекту оценки предоставляется заказчиком; финансовая информация по предприятиям-аналогам собирается по публикациям периодической печати).

2 этап. Составление списка предприятий-аналогов.

При отборе предприятий-аналогов необходимо соблюдать следующие требования:

1) общность отраслевой принадлежности оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов исходя из требований общего Российского классификатора видов экономической деятельности (ОК 029-2001);

2) приблизительное соответствие доли профильной продукции в общем объеме реализации оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов;

3) примерно равные размеры оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов. Размер предприятия характеризуется следующими основными показателями: объем реализованной продукции или услуг, размер прибыли, число филиалов, организационно-правовая форма;

4) сопоставимый уровень финансового риска, который характеризуется финансовой структурой капитала (соотношение собственных и заемных средств), ликвидностью (возможностью погашения текущих обязательств текущими активами), кредитоспособностью предприятия (возможностью привлекать заемные средства на типичных рыночных условиях);

5) отсутствие существенных событий в деятельности предприятий-аналогов, которые могут привести к резкому изменению их стоимости. Отсутствие процедур слияния или поглощения;

В конечном счете перечень критериев сопоставимости определяется наличием исходной информации и профессиональным опытом оценщика.

3 этап. Финансовый анализ оцениваемого предприятия и предприятий аналогов.

В сравнительном подходе используются все традиционные методы финансового анализа:

➤ анализ документа бухгалтерской отчетности (горизонтальный, вертикальный и трендовый);

➤ расчет пяти групп показателей (структура капитала, оборачиваемость, рентабельность, платежеспособность и финансовая устойчивость);

➤ анализ ликвидности баланса путем сравнения денежных средств по активам, сгруппированным по степени ликвидности, с обязательствами по пассивам, сгруппированным по срокам погашения.

Основными задачами финансового анализа при оценке стоимости предприятия являются:

1) определение положения оцениваемого предприятия в списке предприятий-аналогов в зависимости от степени близости основных финансовых показателей;

2) выбор наиболее подходящих оценочных мультипликаторов, которые бы учитывали различия между предприятиями.

По результатам финансового анализа составляется сводная таблица финансовых коэффициентов, которая должна содержать по объекту оценки и всем предприятиям-аналогам важнейшие финансовые коэффициенты, прежде всего:

➤ долю чистой прибыли в денежной выручке от реализации продукции;

➤ долю собственного капитала в источниках финансирования предприятия;

➤ коэффициенты ликвидности;

➤ коэффициенты оборачиваемости активов;

➤ коэффициенты рентабельности продукции.

4 этап. Расчет оценочных мультипликаторов.

Оценочный мультипликатор – это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой продажи предприятия или ценой одной акции и финансовыми показателями.

Для расчета мультипликатора необходимо:

1) определить цену акции по всем акционерным обществам, выбранным в качестве аналогов. Если в течение торгового дня по ценной бумаге было совершено 10 и более сделок, то рыночная цена, рассчитывается как средневзвешенное значение по всем сделкам, совершенным в течение торгового дня. Если в течение торгового дня было совершено менее 10 сделок, то рыночная цена рассчитывается как средневзвешенное значение по последним 10 сделкам, совершенным в течение последних девяноста торговых дней;

2) рассчитать финансовые показатели, которые берутся либо за последний расчетный год, либо за последние 12 месяцев.

В сравнительном подходе к оценке стоимости предприятия используется четыре вида мультипликаторов.

1. **«Цена / прибыль»** и **«цена / денежный поток»** – данные мультипликаторы используются наиболее часто, поскольку информация о прибыли является наиболее доступной. Как показывает

практика, крупные предприятия целесообразно оценивать на основе чистой прибыли, а небольшие предприятия на основе прибыли до уплаты налогов, поскольку в этом случае устраняется влияние льгот налогообложения. Мультипликатор, рассчитанный на основе прибыли до уплаты процентов за кредиты и налогов, рекомендуется использовать, когда оцениваемое предприятие и предприятия-аналоги имеют разное соотношение собственных и заемных средств. Под денежным поток в сравнительном подходе понимается любой показатель прибыли, увеличенный на сумму амортизационных отчислений.

Мультипликатор «цена / денежный поток» используется при оценке предприятий, в активах которых преобладают основные фонды. Достоинства данного мультипликатора – возможность учета политики капитальных вложений и амортизационных отчислений на предприятии.

2. **«Цена / дивиденды»** применяется как на основе фактически выплаченных, так и потенциально-возможных дивидендов. Под «потенциальными» дивидендами понимают типичные дивидендные выплаты по группе сопоставимых предприятий, рассчитанные в процентах от чистой прибыли. Потенциальные дивиденды используются при оценке контрольных пакетов акций, поскольку собственник контрольного пакета получает право определять дивидендную политику. При оценки неконтрольных пакетов акций ориентируются на фактически-выплаченные дивиденды, поскольку владелец миноритарного пакета не сможет изменить сложившуюся дивидендную политику. Мультипликатор «цена / дивиденды» рекомендуется использовать, если выплаты дивидендов имеют регулярный характер, как на объекте оценки, так и на предприятиях-аналогах.

3. **«Цена / выручка от реализации продукции»** – используется при оценке предприятий торговли и сферы услуг. Особенность данного мультипликатора – использование натуральных показателей: объемов запасов и добычи полезных ископаемых при оценке сырьевых компаний, установленной мощности при оценке энергетических компаний, количества абонентов при оценке предприятий сотовой связи и т. д.

4. **«Цена / чистая стоимость активов»** – применяется для оценки холдинговых компаний, а также в тех случаях, когда необходимо быстро оценить крупный пакет акций. На практике установлена следующая зависимость: чем выше эффективность бизнеса, тем больше значение данного мультипликатора.

5 этап. Выведение среднего значения внутри каждой группы мультипликаторов.

Поскольку одинаковых предприятий не существует, диапазон величины одного и того же мультипликатора по разным предприятиям-аналогам может быть достаточно большим. Для оценки рассчитывается средневзвешенное значение мультипликатора. При расчете наибольший удельный вес придается мультипликаторам тех предприятий, финансовое положение которых наиболее близко к положению объекта оценки. Данные для сравнения финансового положения берутся из материалов третьего этапа.

6 этап. Определение предварительной стоимости.

В результате оценки предприятия сравнительным подходом в зависимости от количества групп мультипликаторов оценщик получает несколько вариантов стоимости предприятия. Для выведения предварительной стоимости рассчитывается средневзвешенное значение стоимости предприятия (бизнеса), при этом удельные веса присваиваются в зависимости от полноты и достоверности исходной информации.

7 этап. Внесение итоговых поправок.

В предварительную стоимость могут вноситься следующие поправки:

- поправка, учитывающая наличие у предприятия нефункционирующих активов;
- поправка учитывающая дефицит или избыток собственных оборотных средств;
- премия за контрольный характер оцениваемого пакета акций, скидки за миноритарный пакет акций и/или низкую ликвидность оцениваемого пакета акций.

Вопросы для самоконтроля освоения темы

1. Изложите общую последовательность применения сравнительного подхода при оценке бизнеса.
2. Перечислите мультипликаторы, используемые в сравнительном подходе, и дайте их характеристику.

ТЕМА 5. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД ПРИ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

5.1. 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 бизнеса в данный момент как текущую стоимость будущих денежных потоков, т. е. отражает:

- качество и количество дохода, который объект бизнеса 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 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. Доходный подход предполагает применение одного из двух методов:

- прямой капитализации доходов;
- дисконтированных денежных потоков.

В основе данных методов лежит предпосылка, что стоимость бизнеса обусловлена его способностью генерировать потоки доходов в будущем. В обоих методах происходит преобразование будущих доходов от бизнеса в его стоимость с учетом уровня риска, характерного для данного объекта. Различаются эти методы способом преобразования потоков дохода. При использовании метода капитализации доходов в стоимость бизнеса преобразуется доход за один временной период, а при использовании метода дисконтированных денежных потоков – доход от его использования за ряд прогнозных лет, а также выручка от перепродажи бизнеса в конце прогнозного периода.

Достоинства и недостатки методов оцениваются по следующим критериям:

- соответствию действительным намерениям потенциального покупателя;
- качеству и обширности информации, на основе которой проводится анализ;
- способности учитывать конкурентные колебания;
- способности учитывать специфические особенности объекта, влияющие на его стоимость (месторасположение, размер, потенциальная доходность).

Метод *прямой 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 бизнеса. Использование метода прямой капитализации имеет некоторые ограничения, а именно:

1) метод не рекомендуется использовать, когда бизнес требует значительных инвестиций или же находится в состоянии начального развития, т. е. в ближайшем будущем не представляется возможным выход на уровень стабильных доходов;

2) в российских условиях основная проблема, с которой сталкивается оценщик – «информационная непрозрачность» рынка. Прежде всего, это отсутствие информации по реальным сделкам продаж. В результате расчет чистого операционного дохода (ЧОД) и ставки капитализации становится чрезвычайно сложной задачей.

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

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

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

Метод ДДП применяется в следующих случаях:

- предполагается, что будущие денежные потоки будут существенно отличаться от текущих;
- имеются данные, позволяющие обосновать размер будущих потоков денежных средств от бизнеса;
- потоки доходов и расходов носят сезонный характер;
- оцениваемый бизнес – крупный многофункциональный коммерческий объект;
- бизнес находится в начальной стадии развития.

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

5.2. Метод прямой капитализации

Метод капитализации доходов представляет собой определение стоимости бизнеса через перевод годового (или среднегодового) чистого операционного дохода (ЧОД) в текущую стоимость. Базовая формула расчета рыночной стоимости при применении метода прямой капитализации имеет следующий вид:

$$C_p = \frac{\text{ЧОД}}{K_k}, \quad (9)$$

где C_p – рыночная стоимость объекта недвижимости, ден. ед.;

ЧОД – чистый операционный доход, приносимый бизнесом;

K_k – коэффициент капитализации, %.

Оценка стоимости недвижимости методом прямой капитализации проводится в следующей последовательности:

- 1) расчет чистого операционного дохода, генерируемого объектом недвижимости при его наилучшем и наиболее эффективном использовании;
- 2) расчет ставки капитализации;
- 3) определение стоимости объекта недвижимости на основе чистого операционного дохода и коэффициента капитализации путем деления ЧОД на коэффициент капитализации.

Содержание каждого из перечисленных этапов следующее.

При расчете чистого операционного дохода оценщиком последовательно рассчитываются следующие виды доходов:

- потенциальный валовой доход (ПВД);

- действительный валовой доход (ДВД);
- чистый операционный доход (ЧОД);
- денежные поступления до уплаты налогов (ДП).

Потенциальный валовой доход (ПВД) – это максимальный доход, который может быть получен от бизнеса при конкретных условиях его ведения в конкретных рыночных условиях.

Действительный валовой доход (ДВД) – это потенциальный валовой доход за вычетом потерь, которые могут возникнуть у владельца оцениваемого бизнеса.

Эти потери можно разделить на два вида:

- потери прямые;
- потери относительные.

К прямым потерям принято относить действительные потери, которые возникают по причинам, не зависящим от владельца бизнеса или самого бизнеса. Например, проведение ремонтных работ в здании, в котором расположены помещения для ведения бизнеса, могут привести к вынужденным простоям. Относительные потери носят условный характер, тем не менее ведут к снижению прибыли, приносимой бизнесом. Например, владелец бизнеса в силу каких-либо причин предоставил клиенту скидку с цены, длительность обслуживания одного клиента (выполнения для него работ) была более продолжительной по сравнению с другими клиентами. С формальной точки зрения бизнес функционировал, но принесенная прибыль была меньше в сравнении с ее средней величиной, характерной для данного вида бизнеса.

Обоснование ПВД, приносимого бизнесом, а также возможных потерь, сопровождающих его, являются сложными задачами. Поэтому при их обосновании оценщик, как правило, опирается на показатели, характерные для аналогичных видов бизнеса.

Чистый операционный доход (ЧОД) – это действительный валовой доход за минусом операционных расходов (ОР) за год (за исключением амортизационных отчислений):

$$\text{ЧОД} = \text{ДВД} - \text{ОР} . \quad (10)$$

Операционные расходы – это расходы, сопровождающие нормальное функционирование оцениваемой недвижимости и необходимые для получения действительного валового дохода. Их принято делить на:

- условно-постоянные;

- условно-переменные, или эксплуатационные;
- расходы на замещение, или резервы.

К **условно-постоянным** относятся расходы, величина которых не зависит от степени эксплуатационной загруженности объекта и объема предоставленных услуг. Наиболее типичными условно-постоянными расходами являются:

- налог на имущество;
- страховые взносы (платежи по страхованию имущества);
- заработная плата обслуживающего персонала плюс налоги на нее и др.

Конкретный перечень условно-постоянных расходов, связанных с оцениваемым бизнесом, должен быть установлен оценщиком индивидуально.

К **условно-переменным** расходам относятся расходы, размер которых зависит от степени эксплуатационной загруженности бизнеса и объема предоставляемых услуг:

- коммунальные;
- на содержание территории;
- на текущие ремонтные работы;
- заработная плата персонала, непосредственно связанного с производством продукции или оказанием услуг;
- налоги на заработную плату;
- расходы по обеспечению безопасности;
- расходы на управление (обычно принято определять величину расходов на управление в процентах от действительного валового дохода) и т. д.

Вместе с тем необходимо иметь в виду, что имеет место ряд расходов, которые не учитываются при расчете чистого операционного дохода. Как правило, такими расходами являются:

- экономическая и налоговая амортизация, так как это не денежные расходы и по-своему содержанию представляют собой возмещение текущему собственнику затрат, понесенных им на приобретение оцениваемого бизнеса, т. е. амортизация не является эксплуатационным расходом;
- расходы по обслуживанию кредита, так как эти расходы являются расходами по финансированию, а не операционными расходами;
- подоходный налог;

➤ предпринимательские расходы владельца бизнеса, не связанные с оцениваемым бизнесом и, следовательно, не увеличивающие доход от него.

Денежные поступления до уплаты налогов равны чистому операционному годовому доходу за вычетом ежегодных затрат по обслуживанию долга, т. е. отражают денежные поступления, которые владелец недвижимости ежегодно получает от ее эксплуатации.

Капитализация – это процесс пересчета годового дохода, приносимого бизнесом, позволяющий определить его стоимость на дату проведения этого расчета.

Ставка капитализации (K_K) – это показатель, который учитывает инвестиционные и иные условия, сложившиеся на дату капитализации дохода или на дату оценки бизнеса.

Ставка капитализации включает в себя две основные части:

- 1) гарантированный доход инвестора от вложений в бизнес;
- 2) риски, связанные с бизнесом и тем сегментом рынка, к которому он относится.

Говоря иными словами, ставка капитализации показывает тот порог доходности, после которого вложения в данный вид бизнеса становятся привлекательными для инвестора.

На практике могут применяться следующие **три метода расчета коэффициента** капитализации, а именно:

- метод кумулятивного построения ставки капитализации;
- метод расчета с учетом возмещения капитальных затрат (с корректировкой на изменение стоимости актива);
- метод связанных инвестиций, или техника инвестиционной группы.

Метод кумулятивного построения ставки капитализации.

Этот метод применяется в тех случаях, когда не рассматривается вероятность возврата капитала, вложенного в приобретение бизнеса. Вторые два метода применяются в тех случаях, когда планируется возврат инвестору вложенных им в приобретение бизнеса средств, и в том случае, когда бизнес приобретен не только за счет собственных источников финансирования, но и за счет привлеченных средств.

Метод кумулятивного построения ставки капитализации применяется наиболее часто. Идея метода заключается в том, что ставка капитализации рассчитывается путем суммирования рисков, связанных с оцениваемым бизнесом.

Формула расчета ставки капитализации выглядит следующим образом:

$$K_k = K_{\text{б}} + K_{\text{ср}} + K_{\text{н}} + K_{\text{нл}} + K_{\text{им}}, \quad (11)$$

где $K_{\text{б}}$ – безрисковая ставка дохода, %;

$K_{\text{ср}}$ – премии за риск или страновой риск, %;

$K_{\text{н}}$ – риск, связанный с вложением инвестиций в недвижимость, %;

$K_{\text{нл}}$ – премии за низкую ликвидность недвижимости, %;

$K_{\text{им}}$ – премии за инвестиционный менеджмент, %.

Безрисковая ставка доходности – ставка процента, обеспечивающая доход инвестору от вложений денежных средств в доступные высоколиквидные активы без какого-то бы ни было риска их невозвращения.

Специфика безрисковой ставки заключается в том, что для нее характерен относительно низкий уровень доходности, но при этом существует гарантия возврата капитала. Безрисковая ставка используется в качестве базовой, к которой добавляются остальные (ранее перечисленные) составляющие – поправки на различные виды риска, связанные с особенностями оцениваемого бизнеса. При обосновании уровня безрисковой ставки в качестве ее базовой величины принимается ставка доходности по долгосрочным государственным ценным бумагам. В Российской Федерации такими считаются облигации федерального займа (ОФЗ). В качестве возможных безрисковых ставок в пределах РФ принято рассматривать следующие инструменты:

- 1) депозиты Сбербанка России и других надежных российских банков;
- 2) государственные облигации РФ;
- 3) ставки по межбанковским кредитам РФ;
- 4) ставка рефинансирования ЦБ РФ.

Вместе с тем при обосновании уровня безрисковой ставки необходимо учитывать так называемый **страновой риск**.

Страновой риск учитывает инвестиционный климат страны (государства), в которой ведется бизнес. В странах, имеющих стабильные политические системы, высокую законодательную защищенность инвестиций уровень ставки, учитывающей страновой риск, как правило, невысок и практически равен нулю. В целом же уровень странового риска рассчитывают специализированные рейтинговые

агентства. Однако эта информация не всегда бывает доступна оценщикам; в этом случае оценщик экспертным путем может самостоятельно определить страновой риск для России по разработанным схемам, но степень субъективизма в расчетах существенно повышается.

Порядок обоснования и расчета премии за риск.

Надбавка за риск вложения в недвижимость. Эта надбавка учитывает вероятность потери доходности бизнеса. Как правило, на практике ее величина принимается на уровне страховых отчислений в страховых компаниях высшей категории надежности.

Надбавка за низкую ликвидность. Эта надбавка учитывает потери дохода из-за невозможности немедленного возврата вложенных в бизнес инвестиций. В расчетах величина этой надбавки принимается на уровне валютной инфляции за типичное время экспозиции на рынке недвижимости аналогичной оцениваемой.

Надбавка за инвестиционный менеджмент. Управление инвестиционным капиталом требует высокой подготовленности специалистов, так как, как правило, инвестиции всегда связаны с высоким риском. В первую очередь этот риск связан с неполучением планируемой доходности. Поэтому на практике названную надбавку принимают равной коэффициенту недозагрузки и потерь при сборе арендных платежей. Вторая разновидность расчета ставки капитализации основывается на рыночных данных по ценам продаж и значений чистого операционного дохода, сопоставимых с оцениваемым бизнесом. В литературе его называют методом рыночной выжимки. Его применение возможно и целесообразно в том случае, когда метод кумулятивного построения невозможен к применению.

Расчет ставки капитализации в этом случае ведется по формуле

$$K_K = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=1}^n \frac{\text{ЧОД}}{C_{p_i}}, \quad (12)$$

где ЧОД – чистый операционный доход i -го объекта-аналога;
 C_{p_i} – цена продажи i -го объекта-аналога.

Пример расчета ставки капитализации на основе метода рыночной выжимки рыночных данных представлен в табл. 7.

Таблица 7

Расчет ставки капитализации методом рыночной выжимки

№ п/п	Показатель	Сопоставимые виды бизнеса			
		№ 1	№ 2	№ 3	№ 4
1	Цена продажи, у. е.	120 000	90 000	140 000	75 000
2	Чистый операционный доход, у. е.	20 750	15 000	25 500	12 000
3	Общий коэффициент капитализации	0,1729	0,1667	0,1821	0,1600
Среднее значение коэффициента капитализации		0,1704			

Расчет коэффициента капитализации с учетом возмещения капитальных затрат.

Коэффициент капитализации состоит из двух частей:

1) ставки доходности инвестиций, или ставки дохода на капитал, K_d ;

2) нормы возврата капитала N_K .

Таким образом, ставка капитализации согласно данному методу рассчитывается по следующей формуле:

$$K_K = K_d + N_K. \quad (13)$$

Ставка дохода на капитал предназначена для расчета величины выплат инвестору за использование его денежных средств с учетом риска и других факторов, связанных с конкретной направленностью инвестиций. Технология расчета ставки дохода на капитал аналогична технике расчета ставки капитализации методом прямой капитализации.

Норма возврата капитала учитывает выплаты сумм первоначальных вложений, и, как правило, этот элемент ставки капитализации применяется только к изнашиваемой части активов.

Обоснование нормы возврата капитала. Коэффициент капитализации, как было сказано выше, включает в себя две составляющих: ***ставку дохода на инвестиции*** и ***норму возврата капитала***.

Если величина капитала, вложенного в недвижимость, останется неизменной или срочность вложения капитала неизвестна и будет возвращаема при перепродаже бизнеса, то необходимость в расчете нормы возврата отсутствует. Если прогнозируются изменения в стоимости актива и предусмотрен ограниченный период времени

вложения капитала в недвижимость, то возникает необходимость учета в коэффициенте капитализации возврата основной суммы капитала (процесса рекапитализации). Норма возврата капитала в некоторых источниках называется коэффициентом рекапитализации. Для возврата первоначальных инвестиций часть чистого операционного дохода откладывается в фонд возмещения с процентной ставкой (Y) для рекапитализации. На практике применяются три способа расчета возмещения инвестированного капитала:

- прямолинейный возврат капитала (метод Ринга);
- возврат капитала по фонду возмещения и ставке дохода на инвестиции (метод Инвуда), или аннуитетный метод;
- возврат капитала по фонду возмещения и безрисковой ставке процента (метод Хоскольда).

Метод Ринга. Этот метод является наиболее простым. Его целесообразно использовать в тех случаях, когда ожидается, что возмещение основной суммы будет осуществляться ежегодно равными частями, а бизнес является низкорентабельным и «угасающим». Норма возврата N_K – ежегодная доля первоначального капитала, помещенная в беспроцентный фонд возмещения:

$$N_K = K_d + \frac{1}{n}, \quad (14)$$

где n – оставшийся срок экономической жизни;
 K_d – ставка доходности инвестиций.

Пример 5

Условия инвестирования в недвижимость следующие:

- срок – 5 лет;
- K_d – ставка доходности инвестиций 12 %;
- сумма вложений капитала в недвижимость 10 000 долл.

Ежегодная прямолинейная норма возврата капитала составит 20 %, так как за 5 лет будет списано 100 % актива ($100 / 5 = 20$). В этом случае коэффициент капитализации составит 32 % ($12 \% + 20 \% = 32 \%$). Возмещение основной суммы капитала с учетом требуемой ставки доходности инвестиций отражено в табл. 8.

Возврат капитала происходит равными частями в течение всего срока ведения бизнеса.

Таблица 8

Возмещение инвестируемого капитала по методу Ринга, у. е.

<i>№ п/п</i>	<i>Остаток капиталовложений на начало периода</i>	<i>Возмещение капиталовложений</i>	<i>Доход на инвестированный капитал (12 %)</i>	<i>Общая сумма дохода</i>
1	10 000	2 000	1 200	3 200
2	8 000	2 000	960	2 960
3	6 000	2 000	720	2 720
4	4 000	2 000	480	2 480
5	2 000	2 000	240	2 240
	<i>ИТОГО</i>	<i>10 000</i>	<i>3 600</i>	<i>13 600</i>

Метод Инвуда. Этот метод используется в случае, если сумма возврата капитала реинвестируется по ставке доходности инвестиции. При этом величина нормы возврата капитала получается меньше величины, определенной методом Ринга. Это более точный метод расчета нормы возврата капитала. Применяется в случае возможности вложения полученных средств под тот же процент (равный ставке дохода на капитал). В этом случае норма возврата как составная часть коэффициента капитализации равна фактору фонда возмещения при той же ставке процента, что и по инвестициям:

$$K_k = K_d + SFF(n, Y), \quad (15)$$

где K_d – ставка дохода на инвестиции;

SFF – фактор фонда возмещения;

Пример 6

Условия инвестирования следующие: срок – 5 лет; доход на инвестиции – 12 %. Коэффициент капитализации рассчитывается как сумма ставки доходности инвестиции 0,12 и фактора фонда возмещения (для 12 %, 5 лет) 0,1574097. Коэффициент капитализации равен 0,2774097 (графа «взнос на амортизацию» для условий 12 % годовых и срока возврата инвестиций 5 лет). Результаты решения представлены в табл. 9.

Таблица 9

Расчет коэффициента капитализации по методу Инвуда

<i>№ п/п</i>	<i>Остаток основной суммы капитала на начало года</i>	<i>Общая сумма возмещения</i>	<i>в том числе</i>	
			<i>% на капитал</i>	<i>возмещение основной суммы</i>
1	10 000,00	2 774,10	1 200,00	1 574,10
2	8 425,90	2 774,10	1 011,11	1 762,99
3	6 662,91	2 774,10	799,55	1 974,55
4	4 688,36	2 774,10	562,60	2 211,50
5	2 476,86	2 774,10	297,22	2 476,88

Метод Хоскольда. Этот метод расчета ставки капитализации используется в тех случаях, когда ставка дохода первоначальных инвестиций настолько высока, что маловероятно реинвестирование по той же ставке. Для реинвестируемых средств предполагается получение дохода по безрисковой ставке, рассчитываемой по формуле

$$K_K = K_G + SFF(n, Y_G), \quad (16)$$

где K_G – безрисковая ставка процента.

Пример 7

Инвестиционный проект предусматривает ежегодный 12 %-ный доход на инвестиции (капитал) в течение 5 лет. Суммы в счет возврата инвестиций могут быть без риска реинвестированы по ставке 6 %. Если норма возврата капитала равна 0,1773964, что представляет собой фактор возмещения для 6 % за 5 лет, то коэффициент капитализации равен 0,2973964 (0,12 + 0,1773964). Если прогнозируется, что инвестиции потеряют стоимость лишь частично, то коэффициент капитализации рассчитывается иначе, поскольку возмещение капитала производится за счет перепродажи бизнеса и частично – за счет текущих доходов.

$$K_K = K_G - \Delta SFF(n, K_G), \quad (17)$$

где $\Delta SFF(n, K_G)$ – процент прироста цены актива.

Расчет коэффициента капитализации методом связанных инвестиций. Данный метод расчета ставки капитализации применяется, если бизнес приобретается за счет собственного и заемного капитала. В этом случае ставка капитализации должна учитывать доходность на обе части инвестиций. Величина коэффициента определяется методом связанных инвестиций, или техникой инвестиционной группы. Коэффициент капитализации для заемного капитала называется ипотечной постоянной и рассчитывается по формуле

$$K_K = \frac{ДО}{K}, \quad (18)$$

где K_K – ипотечная постоянная;

ДО – ежегодные выплаты по обслуживанию долга;

К – сумма ипотечного кредита.

Ипотечная постоянная определяется по таблице шести функций сложных процентов и соответственно равна сумме ставки процента и фактора фонда возмещения или же равна фактору взноса на единицу амортизации. Коэффициент капитализации для собственного капитала рассчитывается по формуле

$$K_k = \frac{ДП_{год}}{K_{соб}}, \quad (19)$$

где $ДП_{год}$ – годовой денежный поток до выплаты налогов;
 $K_{соб}$ – собственный капитал.

5.3. Метод дисконтирования денежных потоков

Метод дисконтированных денежных потоков (ДДП) является наиболее универсальным и позволяет определить настоящую стоимость будущих денежных потоков. Денежные потоки могут произвольно изменяться, неравномерно поступать и отличаться высоким уровнем риска. Инвестор рассматривает интересующий его бизнес в виде набора будущих преимуществ и оценивает его привлекательность с позиций того, как денежное выражение этих будущих преимуществ соотносится с ценой, по которой бизнес может быть приобретен. Метод ДДП позволяет оценить бизнес на основе текущей стоимости дохода, состоящего из прогнозируемых денежных потоков и остаточной стоимости (реверсии).

Реверсия – стоимость бизнеса, оставшаяся у его собственника после прекращения поступлений доходов, т. е. остаточная стоимость бизнеса в виде материальных ценностей. Таким образом, рыночная стоимость оцениваемой недвижимости, определяемая с применением метода ДДП, представляет собой сумму текущей стоимости прогнозируемых денежных потоков и текущей остаточной стоимости недвижимости (реверсии). Расчет стоимости бизнеса методом ДДП осуществляется в следующей последовательности.

1. Определяется прогнозный период. В международной оценочной практике средняя величина прогнозного периода $5 \div 10$ лет, для России – это период длительностью $3 \div 5$ лет.

2. Прогнозирование величин денежных потоков, включая реверсию, требует:

- а) тщательного анализа на основе данных, представляемых заказчиком, о доходах и расходах от бизнеса в ретроспективном периоде;
- б) изучения текущего состояния рыночных условий функционирования бизнеса и динамики изменения его основных характеристик;
- в) прогноза доходов и расходов на основе реконструированного отчета о доходах.

При использовании метода ДДП также рассчитывается несколько видов дохода от объекта в последовательности:

- потенциальный валовой доход (ПВД);
- действительный валовой доход (ДВД);
- чистый операционный доход (ЧОД);
- денежный поток до уплаты налогов;
- денежный поток после уплаты налогов.

Эти показатели рассчитываются так же, как и в методе прямой капитализации. Однако в случае применения ДДП доход оценивается денежным потоком. Соответственно, потери, связанные с функционированием бизнеса, также рассчитываются и оцениваются с точки зрения потерь, возникающих в денежном потоке, который генерирует бизнес. Особенности расчета денежного потока при использовании метода ДДП сводятся к следующим:

1) имущественный налог (налог на недвижимость), состоящий из налога на землю и налога на имущество, необходимо вычитать из действительного валового дохода в составе операционных расходов;

2) экономическая и налоговая амортизация не является реальным денежным платежом, поэтому учет амортизации при прогнозировании доходов является излишним;

3) капитальные вложения необходимо вычитать из чистого операционного дохода для получения величины денежного потока, поскольку это реальные денежные выплаты, увеличивающие срок функционирования бизнеса и величину стоимости реверсии;

4) платежи по обслуживанию кредита (выплата процентов и погашение долга) необходимо вычитать из чистого операционного дохода, если оценивается инвестиционная стоимость объекта (для конкретного инвестора). При оценке рыночной стоимости бизнеса вычитать платежи по обслуживанию кредита не надо;

5) предпринимательские расходы владельца бизнеса необходимо вычитать из действительного валового дохода, если они направлены на поддержание необходимых характеристик объекта.

Ставка дисконтирования – коэффициент, используемый для расчета текущей стоимости денежной суммы, получаемой или выплачиваемой в будущем. Ставка дисконтирования должна отражать взаимосвязь «риск – доход», а также различные виды риска, присутствующие этой недвижимости.

На практике для расчета ставки дисконтирования применяются следующие методы:

- 1) метод кумулятивного построения;
- 2) метод выделения;
- 3) метод мониторинга.

Метод кумулятивного построения основан на предпосылке, что ставка дисконтирования является функцией риска и, соответственно, рассчитывается как сумма безрисковой ставки и всех рисков, присущих каждому конкретному виду бизнеса. В целом методика расчета ставки дисконтирования методом кумулятивного построения аналогична расчету ставки капитализации кумулятивным методом.

Ставка дисконтирования (в отличие от коэффициента капитализации) прямо из данных о продаже выделена быть не может, так как ее нельзя рассчитать без выявления ожиданий покупателя относительно будущих денежных потоков. Наилучший вариант расчета ставки дисконтирования **методом выделения** – интервьюирование покупателя (инвестора) и выяснение, какая ставка была использована при определении цены продажи, как строился прогноз будущих денежных потоков. Если оценщиком полностью получена интересующая его информация, то он может рассчитать внутреннюю норму прибыли (конечную отдачу) аналогичного объекта. На полученную величину он будет ориентироваться при определении ставки дисконтирования. Хотя каждый вид бизнеса и уникален, но при определенных допущениях можно получить значения ставки дисконтирования методом выделения, которые будут соответствовать общей точности прогноза будущих периодов. Однако необходимо учитывать, что в качестве аналогичных должны подбираться сделки купли-продажи таких сопоставимых объектов, существующее использование которых является наилучшим и наиболее эффективным. Если оценщику удалось найти примеры конкретных продаж объектов с известными арендными ставками, но существующее использование не совпадает с наилучшим и наиболее эффективным использованием бизнеса, то предлагается использовать метод конечной отдачи, основанный на эквивалентности конечной отдачи (отношение эффективного – реального, реализованного – текущего денежного дохода на инвестиции, учитывающее возврат капитала в конце срока функционирования объекта и суммы инвестиций) и ставки дисконта для конкретного инвестора. Обычный алгоритм расчета ставки дисконтирования по методу выделения следующий:

- моделирование для каждого объекта-аналога в течение определенного периода времени по сценарию наилучшего и наиболее эффективного использования потоков доходов и расходов;
- расчет ставки доходности инвестиций по объекту;
- обработка полученных результатов любым приемлемым статистическим или экспертным способом с целью приведения характеристик анализа к оцениваемому объекту.

Метод мониторинга основан на регулярном мониторинге рынка, отслеживании по данным сделок основных экономических показателей инвестиций в бизнес. Подобную информацию необходимо обобщать по различным сегментам рынка и регулярно публиковать. Такие данные служат ориентиром для оценщика, позволяют проводить качественное сравнение полученных расчетных показателей со среднерыночными, проверяя обоснованность различных допущений.

Если необходимо учесть влияние риска на величину дохода, в ставку дисконта при оценке следует вносить поправки. При формировании дохода из двух основных источников (например, из базовой ренты и процентных надбавок), один из которых (базовая рента) можно считать гарантированным и надежным, к нему применяется одна ставка дохода, а другой источник дисконтируется по повышенной ставке (так, размер процентных надбавок зависит от объема оборота арендатора и является величиной неопределенной). Данный прием позволяет учесть разную степень риска при получении дохода от одного объекта недвижимости. По аналогии можно учитывать и различные степени риска получения дохода от бизнеса по годам. В российской практике оценки ставку дисконтирования чаще всего рассчитывают методом кумулятивного построения. Это объясняется его простотой по сравнению с двумя другими методами и соответственно более высокой надежностью. Поэтому далее мы будем говорить о ставке дисконтирования денежного потока, определенной методом кумулятивного построения. Как показывает само его название, кумулятивный метод основан на предпосылке, что ставка дисконтирования «собрана» из ряда факторов риска, представляющих в совокупности характеристику общего дохода, который рассчитывает получить потенциальный покупатель недвижимости. В табл. 10 изложена пошаговая методология обоснования ставки дисконтирования.

Методика кумулятивного построения ставки дисконтирования

№ шага	Действие	Содержание шага
Шаг 1		Определение величины безрисковой ставки дохода
Шаг 2	+	Надбавка за риск вложений в недвижимость
Итог 1		Средняя рыночная доходность на дату оценки бизнеса
		Оценка прочих рисков (рисковых дифференциалов)
Шаг 3	+	Надбавка за риск, связанный со снижением ликвидности бизнеса на возможную дату ее продажи
Шаг 4	+	Надбавка, учитывающая качество инвестиционного менеджмента
Шаг 4	+ или –	Другие факторы риска
Итог 2		Ставка дисконтирования чистого денежного потока
Шаг 5	–	Ставка капитализации реверсии (итог 2 – среднегодовой темп прироста величины денежного потока в прогнозном периоде)

Шаги 1 и 2 представляют собой по существу формирование среднего рыночного дохода от вложений в недвижимость.

На шаге 1 определяется безрисковая ставка дисконтирования.

Безрисковая ставка дохода на капитал – это доход, который может быть получен инвестором от инвестиций с гарантированно низким риском. В оценочной практике таким доходом признается доход от вложений в государственные ценные бумаги или ценные бумаги надежных финансовых институтов (банков), имеющих государственные гарантии. Рыночная стоимость этих ценных бумаг меняется с колебаниями общего уровня процентных ставок.

Надбавка за риск – это дополнительный доход, который рассчитывает получить инвестор за то, что он инвестирует часть своего капитала в недвижимость, не имеющую гарантированной защиты.

Дальнейшие шаги предполагают выявление и оценку величин прочих рисков, называемых **рисковыми дифференциалами**, которые могут как прибавляться, так и вычитаться. Технология и оценка этих рисковых дифференциалов аналогична методике кумулятивного построения ставки капитализации. Для определения дополнительной премии за риск инвестирования в конкретную компанию анализируются следующие наиболее важные факторы.

Размер компании. Риск заключается в том, что относительно небольшие компании имеют более неустойчивую динамику развития, чем их крупные отраслевые конкуренты. Поэтому требуется дополнительная норма доходности для покрытия риска размера. Для объективного подхода к определению размера компании необходимо четко представлять, чем этот размер характеризуется. В качестве фактора риска размера компании должна быть величина стоимости его чистых активов, а численность работающих и величина выручки рассматриваются в качестве вспомогательных критериев.

Финансовая структура бизнеса (организации, предприятия). Финансовая структура характеризуется соотношением собственных и заемных средств предприятия. Фактор риска финансовой структуры – это риск, связанный с привлечением долговых инструментов для финансирования бизнеса. Чем выше доля заемных средств в финансировании бизнеса, тем выше финансовый риск. Рост риска вызван тем, что финансирование при помощи долговых инструментов предполагает выполнение обязательств по выплате процентов, а также по возврату основной суммы долга. Неспособность же выполнения обязательств, вытекающих из использования заемных средств могла бы привести к неудачам и убыткам как для акционеров, так и для собственников. Для определения значения этого фактора анализируются такие финансовые показатели, как коэффициент текущей и абсолютной ликвидности, коэффициент концентрации собственного капитала. Анализ проводится с целью определения основных финансовых показателей и выявления тенденций в деятельности предприятия. Сравниваются отдельные финансовые показатели с данными за ряд предшествующих периодов, и выявляется зависимость (тренд). Таким образом, можно увидеть истинное положение предприятия и определить степень финансовых рисков.

Производственная и территориальная диверсификация. Этот фактор риска подразумевает, что равнозначные доходы должны поступать от вложений в различные сферы бизнеса, как можно меньше связанные между собой, что предполагает защиту от потерь во всех сферах бизнеса. При низкой диверсификации инвестор предполагает получить более высокую норму дохода.

Диверсификация клиентуры. Согласно теории маркетинга цель фирмы – удовлетворение потребностей клиентов. Чем больше у фирмы потребителей, тем при прочих равных условиях более устойчив бизнес. Диверсификация также зависит и от долей сбыта, приходящихся на каждого из потребителей. Чем меньше неравенство долей выручки, приходящихся на конкретных клиентов, тем в меньшей степени компания зависит от конкретного потребителя. Иначе говоря, чем меньше зависимость доходов компании от одного, двух крупных клиентов, тем при прочих равных условиях она стабильнее. Эта зависимость и определяется через долю конкретного клиента в объеме выручки предприятия.

Рентабельность предприятия и прогнозируемость его доходов. Важное значение для успешного развития бизнеса имеет способность компании генерировать прибыль. Чем выше прибыль по сравнению со среднеотраслевыми значениями, тем больше компания привлекательна для инвесторов. Однако высоких прибылей не всегда достаточно для привлекательности. Не меньше высокой рентабельности инвесторы ценят стабильность дохода, возможность спрогнозировать его заранее. Если компания отвечает этому требованию, то инвестор не нуждается в дополнительных стимулах для приобретения компании в виде премии за риск.

Качество управления. Качество управления отражается во всех сферах существования компании. В сфере кадровых проблем возможно появление таких факторов риска, как неверная оценка необходимого периода подготовки и переподготовки кадров, отток квалифицированной рабочей силы вследствие локальных этнополитических конфликтов, природных катаклизмов, появления предприятий с более выгодными условиями оплаты труда в регионе и т. п. В сфере обращения деятельность предприятия может подвергнуться действию таких факторов, как нарушение предприятиями-смежниками согласованных графиков поставок сырья, комплектующих; немотивированный отказ оптовых потребителей вывезти или оплатить полученную готовую продукцию; банкротство или самоликвидация предприятий-контрагентов или деловых партнеров, в результате исчезновение поставщиков сырья или потребителей готовой продукции.

В табл. 11 приведен условный пример расчета ставки дисконтирования кумулятивным методом.

Таблица 11

**Условный пример расчета ставки дисконтирования
кумулятивным методом с учетом видов риска**

Вид риска	Уровень риска					Содержание риска и / или форма его проявления
	1	2	3	4	5	
I. Риск инвестирования						
Государственная гарантия возврата инвестиций				1		Отсутствует правовое поле
Объемы инвестиций				1		Значительные финансовые вложения
Кредитная политика банков			1			Отсутствие долгосрочных кредитов
Количество наблюдений	0	0	1	2	0	
Взвешенная сумма	0	0	3	8	0	
Сумма взвешенных значений	11,00					
Количество факторов	3					
Средневзвешенная величина оценки риска, %	3,67					
II. Размер компании						
Монополизм на рынке				1		Сильная конкуренция
Доля рынка				1		Малая доля рынка
Количество наблюдений	0	0	0	2	0	
Взвешенная сумма	0	0	0	8	0	
Сумма взвешенных значений	8,00					
Количество факторов	1					
Средневзвешенная величина оценки риска, %	8,00					
III. Территориальная и производственная диверсификация						
Наличие филиалов, представительств			1	1		Отсутствие
Гибкие технологические линии				1		Отсутствие
Работа на разных сегментах рынка			1			Единственный сегмент
Ассортимент продукции и услуг				1		Единственный продукт
Количество наблюдений	0	0	3	2	0	
Взвешенная сумма	0	0	9	8	0	
Сумма взвешенных значений	18,00					
Количество факторов	4					
Средневзвешенная величина оценки риска, %	4,50					

Вид риска	Уровень риска					Содержание риска и / или форма его проявления
	1	2	3	4	5	
IV. Диверсификация клиентуры						
Число потребителей продукции			1			Единственный потребитель
География поставок				1		Работа в пределах одного региона
Удельные веса продаж различным потребителям		1				
Количество наблюдений	0	0	2	1	0	
Взвешенная сумма	0	0	6	4	0	
Сумма взвешенных значений	10					
Количество факторов	3					
Средневзвешенная величина оценки риска, %	3,33					
V. Качество управления						
Зависимость от «ключевой» фигуры в управлении				1		Зависимость от ключевой фигуры
Стратегия маркетинга				1		Отсутствие плана маркетинга
Финансовая структура				1		Неудовлетворительная
Ретроспективная прогнозируемость				1		Неудовлетворительная
Мотивация				1		Низкая
Количество наблюдений	0	0	1	4	0	0
Взвешенная сумма	0	0	3	16	0	0
Сумма взвешенных величин	19,0					
Количество факторов	5					
Средневзвешенная величина оценки риска, %	3,80					
Итого суммарный риск или ставка дисконтирования, %	3,67 + 8 + 4,5 + 3,33 + 3,8 = 23,30					

На основе рассчитанной ставки дисконтирования стоимость оцениваемого бизнеса с учетом продолжительности прогнозного периода

$$C_p = \sum_{i=1}^t \frac{Дп_t}{\left(1 + \frac{d}{100}\right)^t}, \quad (20)$$

где C_p – рыночная стоимость недвижимости, рассчитанная методом дисконтирования денежных потоков, ден. ед.;

$Дп_t$ – денежный поток в t -ом году прогнозного периода, ден. ед.;

d – ставка дисконтирования;

t – количество лет в прогнозном периоде.

Вместе с тем следует учитывать, что в наработанной практике оценки бизнеса применяется так называемое **правило о дисконтировании показателей денежного потока на середину соответствующего года**. Необходимость и цель применения этого правила обусловлена следующим. Как следует из формулы (20) сопоставимость показателей денежного потока обеспечивается путем применения процедуры дисконтирования только в годовом исчислении. Однако каждый из прогнозируемых годов сам по себе обладает определенной и существенной продолжительностью. Из этого следует, что стоимость денег на начало года может существенным образом отличаться от стоимости денег на конец года. Возможны ситуации, когда поступление денежных средств от бизнеса в течение года неравномерно. Для того чтобы учесть влияние этих обстоятельств в оценочной практике и применяется вышеназванное правило. Существуют два способа выполнения правила о дисконтировании показателей на середину года. Один относится к количеству месяцев, используемых в формуле дисконтирования, другой модифицирует коэффициент дисконтирования. На практике в подавляющем количестве случаев применяется второй метод. Расчет коэффициента K_M , модифицирующего ставку дисконтирования, проводится по следующей формуле:

$$K_M = \left(1 + \frac{d}{100}\right)^{\frac{1}{2}}. \quad (21)$$

Пример, поясняющий суть процедуры усреднения ставки дисконтирования, представлен в табл. 12.

Таблица 12

Процедура усреднения ставки дисконтирования

Номер года	Ставка дисконтирования	Коэффициенты дисконтирования, рассчитанные для каждого прогнозного года по формуле (20)	Коэффициент модификации, рассчитанный по формуле (21)	Срединно-годовые коэффициенты дисконтирования (гр. 3 · гр. 4)
1	23,30	0,8110	1,1104	0,9006
2	23,30	0,6578	1,1104	0,7304
3	23,30	0,5335	1,1104	0,5924

Кумулятивное построение ставки дисконтирования в отличие от кумулятивного построения ставки капитализации предусматривает еще один шаг – **обоснование ставки капитализации реверсии и, соответственно, определение стоимости самой реверсии.**

Как отмечалось выше, **реверсия** – это стоимость недвижимости за пределами прогнозного периода, принятого оценщиком для расчета стоимости бизнеса методом дисконтирования денежных потоков. Существует несколько методов, которые могут использоваться для оценки стоимости бизнеса в постпрогнозном году. Например, стоимость реверсии путем установления цены продажи этого бизнеса на основе предположений относительно будущего состояния объекта или принятия допущений относительно изменения стоимости бизнеса за период владения. Однако эти методы не гарантируют точности, а самое главное, обоснованности результата.

Поэтому на практике всегда при определении величины стоимости реверсии используется капитализация дохода за год, следующий за годом окончания прогнозного периода, с использованием самостоятельно рассчитанной ставки капитализации. В основе этого подхода лежит **метод Гордона**. Этот метод предполагает, что стоимость бизнеса в постпрогнозном году принимается равной денежному потоку, разделенному на ставку дисконтирования за вычетом среднегодового темпа прироста денежного потока в прогнозном периоде.

Стоимость реверсии Cr может быть рассчитана по следующей формуле:

$$Cr = \frac{D_{ппрг}}{(d - r)/100}, \quad (22)$$

где $D_{ппрг}$ – денежный поток в постпрогнозном периоде, ден. ед.;

d – ставка дисконтирования денежного потока в прогнозируемом периоде, %;

r – среднегодовой темп прироста денежного потока в прогнозируемом периоде, %.

Таким образом, стоимость бизнеса равна **сумме текущих стоимостей прогнозируемых денежных потоков и реверсии (остаточной стоимости бизнеса)**. В формализованном виде это выглядит следующим образом:

$$C_p = \sum_{i=1}^t \frac{Дп_t}{(1 + \frac{d_M}{100})^t} + Cr, \quad (23)$$

где C_p – рыночная стоимость бизнеса, рассчитанная методом дисконтирования денежных потоков, ден. ед.;

$Дп_t$ – денежный поток в t -м году прогнозного периода, ден. ед.;

d_M – модифицированная ставка дисконтирования;

t – количество лет в прогнозируемом периоде.

В табл. 13 приведен сводный расчет стоимости бизнеса с применением метода ДДП.

Таблица 13

Пример расчета рыночной стоимости бизнеса
с применением метода ДДП

№ п/п	Показатель	Прогнозный период			Пост-прогнозный период
1	Денежный поток, у. е.	32 900	35 200	38 100	–
2	Реверсия, у. е.	–	–	–	40 800
3	Темпы прироста денежного потока, %	–	6,99	8,24	7,09
4	То же в среднегодовом исчислении, %	–	–	–	7,44
5	Ставка дисконтирования, %	23,30	23,30	23,30	–
6	Ставка капитализации реверсии, %	–	–	–	15,86
7	Коэффициенты дисконтирования	0,8110	0,6578	0,5335	0,8631
8	Коэффициент модификации	1,1104	1,1104	1,1104	1,1104
9	Срединно-годовые коэффициенты дисконтирования	0,9006	0,7304	0,5924	0,9584
10	Дисконтированные величины денежных потоков, у. е.	29 628,8	25 709,8	22 569,3	39 102,4
ИТОГО стоимость недвижимости, полученная с применением метода ДДП, у. е.					117 010,2

Вопросы для самоконтроля освоения темы

1. *Дайте общую характеристику доходного подхода.*
2. *Условия применения доходного подхода.*
3. *Метод прямой капитализации: содержание, условия применения.*
4. *Порядок расчета чистого операционного дохода.*
5. *Порядок обоснования коэффициента капитализации.*
6. *Условия применения метода дисконтирования денежных потоков и его отличие от метода прямой капитализации.*
7. *Содержание и последовательность реализации метода дисконтирования денежных потоков.*
8. *Порядок обоснования величины денежного потока.*
9. *Порядок обоснования ставки дисконтирования.*

ТЕМА 6. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ЗЕМЕЛЬНЫХ УЧАСТКОВ

6.1. Особенности земельного участка как объекта оценки

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 следующими факторами:

- 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.

На практике земельный участок неразрывно связан с расположенными на нем строениями, инженерными сетями, насаждениями и

прочими элементами, которые являются его неотъемлемыми частями. В частности, к таким неотъемлемым частям земельного участка могут быть отнесены:

- здания, инженерные сети и сооружения;
- 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, пешеходные дорожки и другие объекты, имеющиеся на территории участка.

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 которому все прочно связанные с земельным участком объекты следуют судьбе земельного участка и наоборот (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 закреплён единый объект недвижимости, включающий земельный участок и все улучшения. Оценка земельного участка в отличие от оценки других видов объектов, как правило, предполагает обоснование трех видов стоимостей: кадастровой, рыночной (единичной) и инвестиционной. Ликвидационная стоимость в отношении земельного участка в силу его специфики не рассматривается. Для решения обоснования стоимости земельного участка в оценочной практике традиционно применяются три подхода:

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

Однако следует иметь в виду, что применение затратного подхода возможно только в том случае, если земельный участок имеет на своей территории улучшения. Это объясняется тем, что земля или его часть – земельный участок – является созданием природы и поэтому рассчитать стоимость затрат по его созданию невозможно.

В рамках каждого из подходов оценщик вправе самостоятельно выбирать конкретные методы оценки. При этом учитывается объем и достоверность доступной для использования того или иного метода рыночной информации. Как правило, при оценке рыночной стоимости земельных участков используется 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.

6.2. Применение сравнительного подхода при 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 приобретается 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.

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

$$C_{3y} = Ц_i \pm K_i, \quad (24)$$

где C_{3y} – рыночная стоимость оцениваемого земельного участка;

$Ц_i$ – цена продажи i -го сравнимого земельного участка;

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

Подход реализуется следующими этапами.

1 этап. 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.

Практика продаж земельных участков выявила следующие наиболее типичные сегменты рынка земельных участков:

- 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.

После отнесения земельного участка к кому-то сегменту рынка земельных участков собирается информация 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 количество повышает достоверность оценки. В странах с развитым рынком продаж земельных участков 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. Критерием 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.

2 этап. 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;
- риелторские 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. Ин-

весторы 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 могут рассматриваться как сравнимые.

3 этап. Сравнение оцениваемого земельного участка с участками, проданными на рынке, и внесение поправок с учетом различий между оцениваемым и сравниваемыми участками.

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 корректировке фактических цен продаж сравниваемых объектов поправки производятся в цене сопоставимого участка. При этом необходимо ответить на вопрос, за какую цену был бы продан сопоставимый земельный участок, обладай он теми же характеристиками, что и оцениваемый участок. 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, безвозмезд-

ного 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-регрес-

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

Экономические характеристики. К ним относятся 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.

Например, стоимость земельного участка – 600 долл. за одну сотку или стоимость жилья – 700 долл. за 1 м² площади.

При сделках с незастроенными земельными участками используются следующие единицы сравнения.

Цена за 1 га – при оценке больших массивов земли сельскохозяйственного или лесного назначения, под промышленное использование, при разделении земельных массивов на стандартные участки.

Цена за 1 м² – при продажах земли в центрах городов под коммерческую застройку. Участки должны быть сопоставимы по важнейшим признакам: для офисных зданий – доступ к транспортным магистралям и местам парковки, другим офисным зданиям, банкам и т. п.; для складских помещений – доступ к транспортным коммуникациям.

Цена за 1 фронтальный метр – при оценке земли, предназначенной для торговых предприятий, а также предприятий сферы обслуживания. Общая стоимость земельного участка считается пропорциональной длине его границы по какой-либо улице или шоссе.

Цена за лот – цена за стандартные по форме и размеру земельные участки в районах массовой жилой или дачной застройки. Колебания цен на стандартные по размеру и форме участки могут быть вызваны перепадами в рельефе, дренажными проблемами или опасностью паводков.

Цена за единицу плотности. Нормативные акты по зонированию обычно ограничивают плотность застройки на различных участках. На некоторых сегментах рынка это приводит к тому, что цена котируется на основе максимальной плотности, утвержденной нормами зонирования, например на основе количества разрешенных для строительства единиц жилья.

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. 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. 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 формула 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. Для определения рыночной стоимости земельного участка методом сравнения продаж используется следующая информация:

- титул собственности и регистрационные данные по земельному участку, обременения и сервитуты;
- категория земель, в границах которых расположен земельный участок;
- физические характеристики участка;
- данные о взаимосвязи участка с окружением.

Источниками этих данных являются:

- городские, районные и поселковые земельные комитеты и органы, в которых осуществляется регистрация сделок с земельными участками;
- риелторские фирмы, специализирующиеся на сделках с недвижимостью;
- ипотечные кредитные организации, оценочные фирмы, периодическая печать и др.

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. Если продаж незастроенных земельных участков недостаточно для использования метода сравнения, следует обращаться к косвенным и менее надежным способам, в частности к методу переноса, для успешного применения которого необходимы тщательный анализ исходной информации и определенный опыт оценщика.

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 соотноше-

ние между стоимостью земли и стоимостью улучшений, его используют для расчета стоимости оцениваемого земельного участка.

$$d_{зу} = \frac{C_{зу}}{C_{ул}}, \quad (25)$$

где $d_{зу}$ – доля земли в стоимости объекта недвижимости;

$C_{зу}$ – стоимость земельного участка;

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

Пример 8

В городском микрорайоне жилой застройки требуется обосновать стоимость земельного участка, на котором построены жилые помещения. Оценщику удалось найти информацию о недавно проданных земельных участках с расположенными на них улучшениями (жилыми постройками).

На основании этих данных оценщик рассчитал соотношение стоимости земельных участков и улучшений, расположенных на этих участках. Результаты расчетов отражены в табл. 14.

Таблица 14

Данные о стоимости земельных участков и расположенных на них улучшений, у. е.

<i>Участок</i>	<i>Средняя стоимость земли, у. е.</i>	<i>Средняя стоимость улучшений, у. е.</i>	<i>Соотношение стоимости земельного участка и улучшений</i>
<i>1</i>	<i>33 011</i>	<i>183 962</i>	<i>0,179</i>
<i>2</i>	<i>37 836</i>	<i>199 954</i>	<i>0,189</i>
<i>3</i>	<i>36 294</i>	<i>189 090</i>	<i>0,192</i>

Оценочная стоимость жилых построек, расположенных на оцениваемом земельном участке составляет 188 985 у. е.

1. Определяем типичное отношение стоимости земли к стоимости улучшений.

2. Рассчитываем средневзвешенное значение соотношения стоимости земельного участка и улучшений, которое равно 0,1869 («взвешивание» производится по стоимости земельного участка).

3. По результатам оценки улучшений, расположенных на оцениваемом земельном участке, их стоимость равна 188 985 у. е. Следовательно, стоимость оцениваемого земельного участка равна:

$$C_{зу} = 188\,985 \cdot 0,1869 = 35\,321,3 \text{ у. е.}$$

Данная задача может быть сформулирована иным образом. Например, оценщику известна информация о стоимости проданных земельных участков с улучшениями и стоимости улучшений на этих

земельных участках. Определив соотношение между ценой продаж земельных участков и стоимостью улучшений, расположенных на них, оценщик сможет посчитать стоимость оцениваемого земельного участка. Например, оценщику известна стоимость улучшений, расположенных на оцениваемом земельном участке (153 644,8 у. е.), и соотношение стоимости улучшений и цен продаж земельных участков (0,817). Следовательно, стоимость оцениваемого земельного участка будет равна

$$C_{зу} = 153\,644,8 / 0,817 - 153\,644,8 = 34\,414,9 \text{ у. е.}$$

Следует помнить, что метод переноса (распределения) позволяет определить стоимость земельного участка с большой погрешностью. Причина этой погрешности – методика расчета стоимости земельного участка.

Как видно из примеров, стоимость земельных участков «привязывается» к стоимости улучшений, расположенных на земельных участках. Следовательно, чем выше стоимость улучшений, тем выше стоимость земельного участка. В реальности такой зависимости, как правило, не существует. Стоимость земельного участка определяется в первую очередь его местоположением. По этим соображениями метод переноса «распределения» ограничен к применению. Его целесообразно использовать только в случае невозможности применения других методов.

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.

Алгоритм оценки земельного участка методом изъятия.

1 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 этап. Расчет восстановительной стоимости возведения зданий и сооружений, аналогичных тем, которые расположены на земельном участке. Для расчета восстановительной стоимости можно использовать стоимость воспроизводства или стоимость замещения.

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

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

5 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.

6.3. Применение доходного подхода при 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. Расчет стоимости земли методом капитализации осуществляется по следующей формуле:

$$C_{зу} = \frac{R}{K_{кз}}, \quad (26)$$

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

R – рента (рентный доход);

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

Метод капитализации земельной ренты реализуется через следующие этапы:

- 1) 1 этап. Определение величины капитализируемого дохода;
- 2) 2 этап. Определение коэффициента капитализации;
- 3) 3 этап. Определение рыночной стоимости земельного участка.

Последовательность действий при реализации этапов применения доходного подхода при оценке земельных участков следующая.

1 этап. Определение величины капитализируемого дохода.

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

- при оценке сельскохозяйственных земель 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 владения земельным участком могут быть использованы следующие техники:

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

Метод арендной платы.

В Международных стандартах оценки (МСО) 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, 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 коэффициента: вид деятельности арендатора и коммерческую ценность местоположения земельного участка. Исходя из этих данных годовая арендная плата может быть рассчитана по следующей формуле:

$$A = A_{\text{б}} \cdot K_{\text{д}} \cdot K_{\text{м}} \cdot S, \quad (27)$$

где A – величина годовой арендной платы за земельный участок;

$A_{\text{б}}$ – базовая ставка арендной платы за 1 м²;

$K_{\text{д}}$ – коэффициент вида деятельности арендатора;

$K_{\text{м}}$ – коэффициент коммерческой ценности местоположения земельного участка;

S – площадь земельного участка.

Для упрощения расчетов в районных городах в качестве базовой ставки годовой арендной платы используется 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.

Пример 9

Два угледобывающих предприятия продают добытый уголь по цене 200 у. е. за тонну. Себестоимость добычи угля на обоих составляет 120 у. е. за тонну. Предприятие I отгрузило 5 000 тонн угля на сумму 1 000 000 у. е. ($200 \text{ у. е.} \cdot 5 000 \text{ т} = 1 000 000 \text{ у. е.}$). Расстояние до места разгрузки – транспортное плечо – составляет 100 км. Стоимость транспортировки 1 т угля составляет 0,5 у. е./км. Затраты угольного предприятия I на добычу и транспортировку угля составили:

$$120 \text{ у. е.} \cdot 5 000 \text{ т} + 0,5 \text{ у. е.} \cdot 5 000 \text{ т} \cdot 100 \text{ км} = 850 000 \text{ у. е.}$$

Таким образом, доход с 1 т угля составил:

$$(1 000 000 \text{ у. е.} - 850 000 \text{ у. е.}) / 5 000 \text{ т} = 30 \text{ у. е.}$$

Предприятие II отгрузило 3 000 т угля на сумму 600 000 у. е. ($3 000 \text{ т} \cdot 200 \text{ у. е.} = 600 000 \text{ у. е.}$). У второго предприятия транспортное плечо равно 10 км, стоимость транспортировки 1 т угля – 0,5 у. е./км. Затраты у предприятия II на добычу и транспортировку угля составили:

$$120 \text{ у. е.} \cdot 3 000 \text{ т} + 0,5 \text{ у. е.} \cdot 3 000 \text{ т} \cdot 10 \text{ км} = 375 000 \text{ у. е.}$$

Таким образом, доход у второго предприятия с 1 т угля составил:

$$(600 000 \text{ у. е.} - 375 000 \text{ у. е.}) / 3 000 \text{ т} = 75 \text{ у. е.}$$

Если бы оба угольных предприятия имели одинаковые транспортные расходы, то доход на 1 т угля у них был бы одинаковым. Однако за счет того, что второе предприятие имеет более выгодное расположение (меньшее транспортное плечо), оно имеет дополнительный рентный доход в размере 45 у. е. с 1 т угля.

В общем виде доход от объектов, расположенных на оцениваемом земельном участке, определяется в такой 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.

Метод остатка.

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

При применении метода остатка должны быть известны:

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

Условия применения техники остатка дохода для земли:

1) объекты, имеющиеся 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, т. е. от земельного участка и находящихся на нем объектов.

Рыночная стоимость земельного участка находится по формуле

$$C_{зу} = D_{об} - D_{ик} \cdot K_k, \quad (28)$$

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

$D_{об}$ – общий доход от оцениваемого земельного участка с расположенным на нем имущественным комплексом (улучшениями);

$D_{ик}$ – доход от имущественного комплекса (улучшений), расположенного на оцениваемом земельном участке.

Метод остатка предполагает 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 потенциального 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 необходимой информацией, а на величине ставки арендной платы не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства).

Порядок расчета стоимости земельного участка методом остатка представлен в примере 10.

Пример 10

Рыночная стоимость построенных сооружений равна 450 000 у. е. Ставка дохода на инвестиции – 12 %. Ставка капитализации – 15 %.

В первый год эксплуатации данный имущественный комплекс (земельный участок и построенные на нем сооружения) принес чистый операционный доход в 65 000 у. е.

1. Чистый операционный доход, приносимый сооружениями

$$450\,000 \text{ у. е.} \cdot 0,12 = 54\,000 \text{ у. е.}$$

2. Чистый операционный доход, приносимый землей

$$65\,000 \text{ у. е.} - 54\,000 \text{ у. е.} = 11\,000 \text{ у. е.}$$

3. Стоимость земельного участка

$$11\,000 \text{ у. е.} / 0,12 = 73\,333,3 \text{ у. е.}$$

При применении метода остатка возможно получение отрицательной величины остаточного дохода, приписываемого земле. Это может сигнализировать о том, что здание является избыточным улучшением для данного участка.

2 этап. Определение коэффициента капитализации.

На практике рекомендовано к применению *четыре подхода к расчету* коэффициента капитализации.

Первый подход – это рассмотрение земельного участка как разновидности денежного капитала и расчет коэффициента капитализации исходя из характеристик денежного рынка на дату оценки. В качестве коэффициента капитализации (ставки дисконтирования) можно использовать ставку рефинансирования Центрального Банка РФ. Ставка рефинансирования (учетная ставка) представляет собой процентную ставку, которую использует Центральный Банк при предоставлении кредитов коммерческим банкам в порядке рефинансирования. 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.

Формула для расчета коэффициента капитализации данным методом имеет следующий вид:

$$K_{\text{кз}} = K_{\text{б}} \pm \sum_{i=1}^n K_i, \quad (29)$$

где $K_{\text{кз}}$ – коэффициент капитализации;

$K_{\text{б}}$ – безрисковая ставка доходности на капитал;

K_i – премия за риск по i -му фактору риска;

n – число факторов риска.

Наиболее традиционный набор факторов риска включает в себя надбавку за риск инвестиций ($K_{\text{и}}$), надбавку за низкую ликвидность ($K_{\text{л}}$), надбавку за уровень менеджмента ($K_{\text{м}}$), надбавку за иные виды рисков ($K_{\text{ир}}$). Под безрисковой ставкой понимается ставка отдачи на капитал при наименее рискованном инвестировании капитала (например, ставка доходности по депозитам банков высшей категории надежности или ставка доходности к погашению по государственным ценным бумагам). Все инвестиции имеют разные степени риска, зависящие от особенностей оцениваемого вида недвижимости. Общее правило расчета надбавки за риск инвестиций состоит в том, что чем выше риск, тем больше должна быть величина процентной ставки, чтобы побудить инвесторов к риску. Размер премии за данный риск в отечественной литературе колеблется в диапазоне $0 \div 5 \%$. Ликвидность показывает, насколько быстро недвижимость может быть превращена в наличные деньги. Размер этой поправки обычно находится в диапазоне $1 \div 5 \%$. Надбавка за уровень менеджмента отражает зависимость дохода от сложности процессов управления и принятия решений в данной сфере деятельности. Возможны и иные виды рисков, отражающие специфические особенности объектов оценки. Основным недостатком данного способа является субъективный характер определения надбавок за риск, которые большей частью определяются экспертно. Поэтому значения ставки дисконтирования, полученные этим методом, бывает трудно обосновать.

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.

Порядок расчета коэффициента капитализации методом сравнительных продаж представлен в примере 11.

Пример 11

При анализе продаж земельных участков оценщик нашел информацию о недавних продажах аналогичных участков. Кроме того, оценщику удалось собрать и прочую информацию по сделкам, совершенным с земельными участками. Эта информация, а также коэффициент капитализации по оцениваемому земельному участку представлены в табл. 15.

Таблица 15

*Расчет коэффициента капитализации
методом сравнительных продаж (методом рыночной «выжимки»)*

Показатели	Участки сравнения			
	1	2	3	5
1. Цена продаж участка, у. е.	100	80	120	95
2. Чистый доход, у. е.	17	12,5	21,5	14,25
3. Ставка капитализации, ед.	0,17	0,15625	0,179167	0,15
4. Весовой коэффициент, доли	0,4000	0,1500	0,3000	0,1500
5. Взвешенное значение коэффициента капитализации	0,0680	0,0234	0,0538	0,0225
Итого искомый капитализации	16,77			

Примечание к примеру. Результатом строки 5 является произведение строк 3 и 4. Весовые коэффициенты в таблице отражают степень схожести аналогов с оцениваемым участком по основным ценообразующим факторам. При большой схожести оцениваемого и сравнимого участков коэффициент капитализации можно определить по одному аналогу.

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

6.4. Особенности применения затратного подхода при 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 обратная ситуация: 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 (например городскими зелеными насаждениями), рыночную стоимость которых невозможно определить. В Европейских стандартах оценки данный подход рекомендуется использовать для оценки многолетних сельскохозяйственных культур. В соответствии с Методическими рекомендациями по определению рыночной стоимости земельных участков элементы затратного подхода в части расчета стоимости воспроизводства или замещения улучшений земельного участка используются в методе остатка и методе выделения.

Вопросы для самоконтроля освоения темы

- 1. Особенности земельного участка как объекта оценки.*
- 2. Этапы применения сравнительного подхода при оценке земельного участка.*

3. Сущность метода переноса (распределения), применяемого в рамках сравнительного подхода.

4. Сущность метода выделения (изъятия), применяемого в рамках сравнительного подхода.

5. Процедура применения доходного подхода при оценке земельных участков.

6. Последовательность этапов реализации доходного подхода при оценке земельных участков.

7. Методы обоснования рентного дохода при оценке земельных участков.

8. Методы обоснования коэффициента капитализации при оценке земельных участков доходным подходом.

ТЕМА 7. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

7.1. Необходимость процедуры согласования результатов оценки

Согласно разделу III Федерального стандарта оценки № 1 «Общие понятия оценки, подходы к проведению оценки» оценщик при проведении оценки стоимости объекта оценки может применить три подхода: затратный, сравнительный и доходный. Результаты оценки, полученные каждым из подходов, характеризуют оцениваемую недвижимость с разных сторон. Затратный подход позволяет увидеть, во сколько обойдется создание аналогичного бизнеса на дату оценки, сравнительный подход показывает стоимость аналогичного бизнеса, сложившуюся на дату проведения оценки, доходный подход – способность оцениваемого бизнеса генерировать доходы. Таким образом, оценщик по результатам своей работы получает три итога, которые разнятся между собой, и в отдельных случаях это различие может достигать существенных величин. Во многом это объясняется достоверностью информации, которой располагал оценщик. Тем не менее пренебрегать каким-то из итогов оценщик не вправе, а в большинстве случаев это нерационально. Расхождение в результатах оценки является следствием объективных и субъективных причин.

К объективным причинам, обуславливающим различие в полученных величинах стоимости, можно отнести:

- состав используемой информации;

- экономическую среду, генерирующую используемые в расчетах и обоснованиях данные;
- инструментарий методов доходного, сравнительного и затратного подходов;
- доказательную базу и логику обоснований и пр.

К субъективным причинам существенного расхождения полученных результатов стоимости можно отнести:

- качество используемой информации;
- профессионализм оценщика;
- противоречия в выводах и обоснованиях доходного, сравнительного и затратного подходов;
- арифметические ошибки и пр.

В итоге оценщик обязан высказать свое обоснованное суждение о предпочтительности какого-либо из примененных подходов, для чего он проводит так называемую процедуру *согласования*. Обязательность проведения этой процедуры вытекает из Федерального стандарта оценки № 1 «Общие понятия оценки, подходы к проведению оценки», в п. 24 которого сказано, что «оценщик для получения итоговой стоимости объекта оценки осуществляет согласование (обобщение) результатов расчета стоимости объекта оценки при использовании различных подходов к оценке и методов оценки». При согласовании результатов расчета стоимости объекта оценки должен учитываться вид стоимости, установленный в задании на оценку, а также суждения оценщика о качестве результатов, полученных в рамках примененных подходов. Этим же стандартом предусмотрено проведение процедуры согласования и в том случае, если в рамках какого-либо из подходов было применено более одного метода. Выбранный оценщиком способ согласования, а также все его суждения, допущения и использованная информация должны быть обоснованы.

Итоговая стоимость оцениваемого бизнеса представляет собой экспертное, беспристрастное и обоснованное суждение квалифицированного оценщика о денежном эквиваленте потенциальной сделки с объектом, зафиксированной в задании на оценку. В отчете об оценке итоговая величина стоимости может быть представлена в виде одного числа, диапазона стоимостей или в обоих вариантах. В соответствии с требованиями к отчету величина стоимости дается в виде единой рублевой суммы, представляющей точечную величину оценки. Это является наилучшим вариантом проведенного оценщиком расчета стоимости бизнеса.

7.2. Метод расстановки приоритетов

Метод расстановки приоритетов заключается в том, что оценщик сравнивает подходы между собой, отдавая при проведении сравнения предпочтение какому-либо из подходов либо, напротив, признавая достоверность результатов по подходам равнозначной. Результаты сравнения описываются следующими знаками:

➤ «>» и «<» – если один из сравниваемых подходов по мнению оценщика имеет преимущество или, наоборот, такого преимущества не имеет;

➤ «=» – если сравниваемые подходы равны между собой.

Проводя такое сравнение, оценщик строит так называемую матрицу сравнений, которая имеет вид, представленный в табл. 16.

Таблица 16

Матрица сравнений достоверности подходов

	Затратный подход	Сравнительный подход	Доходный подход
Затратный подход			
Сравнительный подход			
Доходный подход			

В этой матрице при сравнении подходов между собой оценщик проставляет указанные выше знаки сравнения. При этом сравнение проводится по горизонтали.

Пример 12

Оценщик, исходя из имеющейся информации об объекте оценке при проведении процедуры согласования пришел к следующим результатам и выводам. Применение затратного подхода показало, что рыночная стоимость объекта оценки составила 1 550 000,00 руб. Применение сравнительного подхода показало, что рыночная стоимость объекта оценки составила 1 240 000,00 руб., и согласно доходному подходу объект оценки стоит 1 880 000,00 руб. Вместе с тем оценщик, анализируя качество использованной информации, а также исходя из целей оценки, пришел к убеждению, что достоверность результатов по подходам не равнозначна. Для выведения итогового значения рыночной стоимости объекта оценки оценщик провел процедуру согласования результатов, применив метод расстановки приоритетов. Затратный подход не учитывает рыночную ситуацию, сложившуюся на рынке на дату оценки, и не позволяет оценить доходность недвижимости. Поэтому оценщик пришел к убеждению, что сравнительный и доходный подходы более достоверны. Исходя из этого вывода, оценщик заполнил первую строку матрицы (табл. 17).

Таблица 17

Пример сравнения подходов при оценке объекта оценки

	Затратный подход	Сравнительный подход	Доходный подход
Затратный подход	=	<	<
Сравнительный подход	>	=	>
Доходный подход	>	<	=

Каждый знак сравнения имеет свое численное значение, а именно: «<» – 0,5; «=» – 1,0; «>» – 1,5.

Заменяя знаки сравнения на их численные эквиваленты, оценщик получил следующую матрицу (табл. 18):

Таблица 18

Расчет значимости подходов на основании сравнения между собой

	Затратный подход	Сравнительный подход	Доходный подход	Сумма	Удельный вес
Затратный подход	1,50	0,50	0,50	2,50	0,20
Рыночный подход	2,50	1,00	2,50	6,00	0,48
Доходный подход	2,50	0,50	1,00	4,00	0,32
Итого				12,5	1,00

В графе матрицы «удельный вес» оценщик получил коэффициенты, по которым им будет проводиться «взвешивание» результатов оценки недвижимости, полученных в каждом из подходов. В результате проведения процедуры согласования оценщик получил следующую итоговую рыночную стоимость недвижимости (табл. 19).

Таблица 19

Итоговая рыночная стоимость недвижимости

	Итог по подходу, руб.	Коэффициент взвешивания	«Взвешенный» итог по подходу, руб.
Затратный подход	1 550 000,00	0,20	310 000,00
Сравнительный подход	1 240 000,00	0,48	595 200,00
Доходный подход	1 880 000,00	0,32	601 600,00
Итого рыночная стоимость объекта оценки			1 506 800,00

Вопросы для самоконтроля освоения темы

1. Объясните необходимость процедуры согласования результатов оценки недвижимости, полученных с применением различных подходов.

2. Изложите содержание метода расстановки приоритетов и последовательность его реализации.

3. Содержание и последовательность реализации метода ранжированной оценки критериев стоимости.

4. Содержание и последовательность реализации метода распределения весовых коэффициентов.

СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативная литература

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 16.12.2019, с изм. от 12.05.2020). – Текст : непосредственный.

2. Методические рекомендации по определению рыночной стоимости земельных участков. Утверждено распоряжением Минимущества России от 06.03.2002 № 568-Р. – Текст : непосредственный.

3. Приказ Минфина России «Об утверждении Порядка определения стоимости чистых активов» от 28.08.2014 № 84н (ред. от 21.02.2018). – Текст : непосредственный.

4. Федеральный закон РФ «О государственной регистрации недвижимости» от 13.07.2015 № 218-ФЗ (с изм. и доп. от 02.08.2019). – Текст : непосредственный.

5. Федеральный закон РФ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 № 135-ФЗ (ред. от 18.03.2020). – Текст : непосредственный.

6. Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015, № 297. – Текст : непосредственный.

7. Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 298. – Текст : непосредственный.

8. Федеральный стандарт оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 299. – Текст : непосредственный.

9. Федеральный стандарт оценки «Определение кадастровой стоимости объектов недвижимости (ФСО № 4)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 22.10.2010 № 508. – Текст : непосредственный.

10. Федеральный стандарт оценки «Порядок проведения экспертизы, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения (ФСО № 5)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 04.07.2011 № 328. – Текст : непосредственный.

11. Федеральный стандарт оценки «Оценка недвижимости (ФСО № 7)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 25.09.2014 № 611. – Текст : непосредственный.

12. Федеральный стандарт оценки «Оценка бизнеса (ФСО № 8)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 326. – Текст : непосредственный.

13. Федеральный стандарт оценки «Оценка для целей залога (ФСО № 9)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 327. – Текст : непосредственный.

14. Федеральный стандарт оценки «Оценка стоимости машин и оборудования (ФСО № 10)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 № 328. – Текст : непосредственный.

15. Федеральный стандарт оценки «Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности (ФСО № 11)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 22.06.2015 № 385. – Текст : непосредственный.

16. Федеральный стандарт оценки «Определение ликвидационной стоимости (ФСО № 12)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 17.11.2016 № 721. – Текст : непосредственный.

17. Федеральный стандарт оценки «Определение инвестиционной стоимости (ФСО № 13)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 17.11.2016 № 722. – Текст : непосредственный.

Учебники и учебные пособия

18. Бусов, В. И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учебник для бакалавров / В. И. Бусов. – Москва : Юрайт, 2012. – 430 с. – Текст : непосредственный.

19. Витчукова, Е. А. Оценка стоимости бизнеса : конспект лекций / Е. А. Витчукова. – Йошкар-Ола : ПГТУ, 2015. – 104 с. – Текст : непосредственный.

20. Ершова, Е. А. Гудвилл бизнеса / Е. А. Ершова. – Москва : Статут, 2013. – 223 с. – Текст : непосредственный.

21. Когденко, В. Г. Управление стоимостью компании: ценностно-ориентированный менеджмент : учебник / В. Г. Когденко. – Москва : Юнити-Дана, 2012. – 448 с. – Текст : непосредственный.

22. Лопатников, Л. И. Оценка бизнеса. Словарь-справочник / Л. И. Лопатников, В. М. Рутгайзер. – Москва : Маросейка, 2010. – 306 с. – Текст : непосредственный.

23. Рутгайзер, В. М. Подходы, методы и модели оценки стоимости бизнеса / В. М. Рутгайзер. – Москва : Лаборатория книги, 2010. – 56 с. – Текст : непосредственный.

24. Тепман, Л. Н. Оценка недвижимости : учебное пособие / Л. Н. Тепман. – Москва : Юнити-Дана, 2015. – 463 с. – Текст : непосредственный.

25. Царев, В. В. Оценка стоимости бизнеса: теория и методология : учебное пособие / В. В. Царев. – Москва : Юнити-Дана, 2015. – 569 с. – Текст : непосредственный.

26. Тепман, Л. Н. Оценка недвижимости : учебное пособие / Л. Н. Тепман, В. А. Артамонов. – Москва : Юнити-Дана, 2015. – 591 с. – Текст : непосредственный.

27. Чеботарев, Н. Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учебник для бакалавров / Н. Ф. Чеботарев. – Москва : Дашков и К°, 2015. – 253 с. – Текст : непосредственный.

28. Щепотев, А. В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учебное пособие / А. В. Щепотев, А. А. Вязьмов, Т. Е. Карпова. – Москва, Берлин : Директ-Медиа, 2014. – 183 с. – Текст : непосредственный.

Составители
Мищенко Владимир Владимирович
Ермолаева Галина Сергеевна

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Учебное пособие

Редактор О. А. Салтымакова

Подписано в печать 27.10.2020. Формат 60×84/16
Бумага офсетная. Гарнитура «Times New Roman». Уч.-изд. л. 6,9
Тираж 100 экз. Заказ.....
Кузбасский государственный технический университет
имени Т. Ф. Горбачева, 650000, Кемерово, ул. Весенняя, 28
Издательский центр УИП Кузбасского государственного технического
университета имени Т. Ф. Горбачева, 650000, Кемерово, ул. Д. Бедного, 4 а