

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

---

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего профессионального образования  
«Пензенский государственный университет  
архитектуры и строительства»  
(ПГУАС)

**М.С. Акимова, Н.Ю. Улицкая**

## **ОЦЕНКА ЗЕМЕЛЬНО-ИМУЩЕСТВЕННОГО КОМПЛЕКСА**

Рекомендовано Редсоветом университета  
в качестве учебного пособия для студентов,  
обучающихся по направлению подготовки 21.03.02  
«Землеустройство и кадастры»

Пенза 2015

УДК 332.6(075.8) 3

ББК 65.32-5я73

А39

Рецензенты: кандидат экономических наук, генеральный директор ООО «Центр бизнес-планирования» Р.И. Аксененко;  
кандидат экономических наук, доцент Т.В. Учинина (ПГУАС)

**Акимова М.С.**

А39 Оценка земельно-имущественного комплекса: учебное пособие / М.С. Акимова, Н.Ю. Улицкая. – Пенза: ПГУАС, 2015. – 136 с.

Изложены основы оценки стоимости предприятия (бизнеса) как земельно-имущественного комплекса. Рассмотрены основополагающие составляющие теории оценки, доходный, затратный и сравнительный подходы к оценке, описан процесс оценки стоимости бизнеса.

Учебное пособие подготовлено на кафедре «Кадастр недвижимости и право» и предназначено для использования студентами, обучающимися по направлению подготовки 21.03.02 «Землеустройство и кадастры», при изучении дисциплины «Оценка земельно-имущественного комплекса».

© Пензенский государственный университет архитектуры и строительства, 2015  
© Акимова М.С., Улицкая Н.Ю., 2015

## ВВЕДЕНИЕ

Перемены и преобразования, происходящие в современной России, расширение рыночных отношений, и, как следствие, стремление предприятий всех отраслей народного хозяйства к достижению максимальной прибыли, ставят на первый план задачи формирования механизма эффективного использования всех имеющихся у предприятий ресурсов для достижения наилучших результатов деятельности.

Такие производственные ресурсы, как земля, недвижимость, интеллектуальная собственность, хотя и имеют формальную оценку в хозяйственном обороте, но, будучи воспроизводимыми ресурсами, тем не менее, не имеют экономической оценки, соответствующей своей воспроизводственной стоимости.

В ситуации становления рынка земельных отношений в регионах Российской Федерации, актуальным становится вопрос оценки земельных участков и существующих имущественных прав на земельные участки, расположенные под предприятиями.

Наиболее востребованным направлением в оценке в настоящий момент является определение стоимости предприятия как земельно-имущественного комплекса.

Периодическое проведение оценки стоимости бизнеса можно использовать для анализа эффективности управления предприятием. Традиционные методы финансового анализа основаны на расчете финансовых коэффициентов и только на данных бухгалтерской отчетности предприятия. Однако наряду с внутренней информацией в процессе оценки стоимости предприятия необходимо анализировать данные, характеризующие условия работы предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом.

Результаты оценки бизнеса, получаемые на основе анализа внешней и внутренней информации, необходимы не только для проведения переговоров о купле-продаже – они играют существенную роль при выборе стратегии развития предприятия: в процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы предприятия, степень его устойчивости и ценность имиджа; для принятия обоснованных управленческих решений необходима инфляционная корректировка данных финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений; для обоснования инвестиционных проектов по приобретению и развитию бизнеса нужно иметь сведения о стоимости всего предприятия или части его активов.

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

Данное учебное пособие предназначено для освоения дисциплины «Оценка земельно-имущественного комплекса», в результате чего у студентов формируются следующие компетенции, необходимые в будущей практической деятельности:

✓ способность использовать основы экономических знаний в различных сферах деятельности;

✓ способностью осуществлять поиск, хранение, обработку и анализ информации из различных источников и баз данных, представлять ее в требуемом формате с использованием информационных, компьютерных и сетевых технологий;

✓ способностью использовать знания о принципах, показателях и методиках кадастровой и экономической оценки земель и других объектов недвижимости.

Учебное пособие состоит из 7 глав.

В первом разделе изложены основные задачи, цели, понятия оценки бизнеса, а также даны нормативно-правовые документы, регламентирующие оценочную деятельность.

Второй раздел посвящен применению оценки предприятия в антикризисном управлении, особенно при проведении процедур банкротства.

В третьем разделе приводятся основные этапы исследования предприятия в целях реструктуризации.

Четвертый раздел затрагивает процесс оценки стоимости предприятия: определение объекта; заключение договора об оценке; сбор и проверка данных; финансовый анализ; выбор и применение подходов к оценке; приведение результатов к итоговой оценке стоимости.

Пятый раздел посвящен применению трех подходов (доходного, затратного и сравнительного) при оценке стоимости предприятия.

В шестом разделе рассмотрен вопрос прогнозирования доходов в оценке бизнеса.

В седьмом разделе показан пример оценки рыночной стоимости предприятия.

# 1. ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

Определение земельно-имущественного комплекса. Определения бизнеса и предприятия. Принципы оценки земельно-имущественного комплекса.

Условия необходимости оценки предприятия (бизнеса). Субъекты и объекты оценки.

Определение оценки предприятия. Бизнес (предприятие) как товар.

Факторы, влияющие на стоимость бизнеса. Основные нормативно-правовые акты, регулирующие оценку земельно-имущественного комплекса в Российской Федерации.

Нематериальные активы бизнеса. Определение гудвилла.

Предприятие – 1) юридическое лицо, коммерческая организация в форме унитарного предприятия; 2) имущественный комплекс, используемый для предпринимательской деятельности.

Налицо две составляющих предприятия (бизнеса): во-первых, обособленный имущественный комплекс, во-вторых, деятельность, приносящая определенный доход.

В состав *предприятия как имущественного комплекса* входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги (коммерческое обозначение, товарные знаки, знаки обслуживания), и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договором (п. 2 ст. 132 ГК РФ).

Предприятие в целом как имущественный комплекс признается недвижимостью (рис. 1).

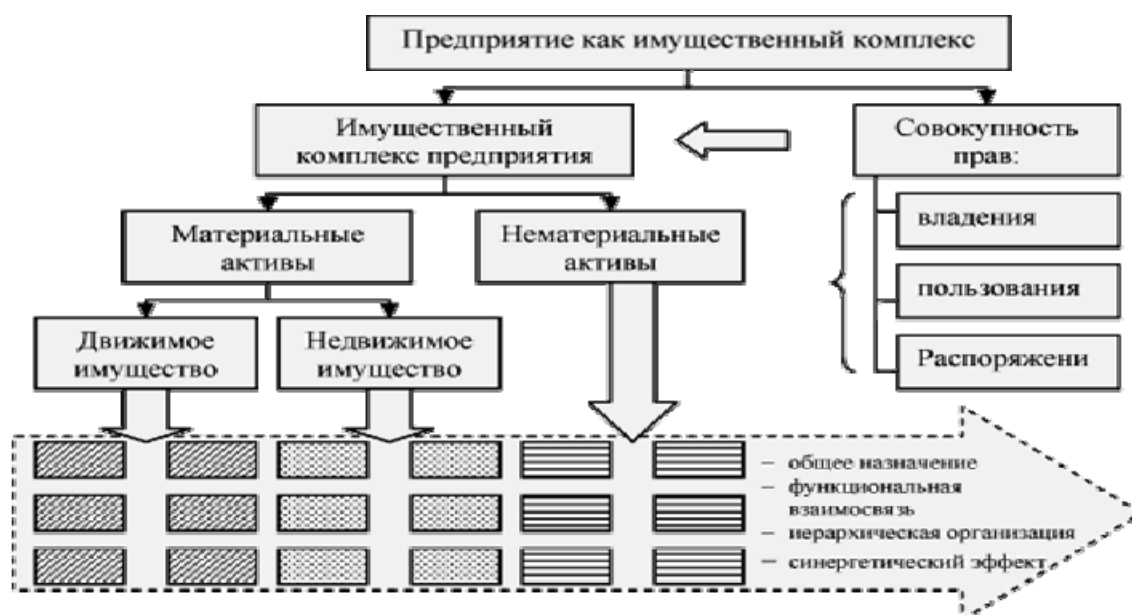


Рис. 1. Предприятие как имущественный комплекс

Имущественный комплекс – совокупность объектов недвижимого имущества и используемого в технологическом процессе внутреннего и внешнего производственного оборудования, расположенных в границах определенного земельного участка.

В современной научной литературе нет единства мнений в определении понятия «земельно-имущественный комплекс». В.Р. Беленький определяет земельно-имущественный комплекс как «земельный участок без каких-либо строений, либо участок с тесно связанной с ним прочей недвижимостью разного состава, типа, степени завершенности строительства».

Сай С.И. рассматривает земельно-имущественный комплекс как «совокупность объектов недвижимости, объединенных одной общей территорией».

В условиях рыночной экономики земельно-имущественный комплекс является предметом сделок. При этом предметом сделки может выступать совокупность объектов недвижимости, образующих земельно-имущественный комплекс, либо каждый из компонентов по отдельности.

*Доходная деятельность предприятия* – совокупность бизнес-процессов, обеспечивающих получение дохода.

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

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

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

Независимая оценка может применяться даже на этапе создания предприятия, когда речь идет о взносе в уставный капитал.

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

Объектом оценки является любая собственность, т.е. любое имущество в совокупности с пакетом связанных с ним прав.

Согласно ст. 5 Федерального закона от 29.07.1998 №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» объектом оценки могут быть:

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия);
- право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
- права требования, обязательства (долги);
- работы, услуги, информация;
- иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

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

В соответствии с законодательством должностные обязанности оценщиков включают:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Основные факторы, влияющие на стоимость бизнеса:

- ликвидность доли и (или) бизнеса (зависит от спроса);
- полезность бизнеса для собственника: характеристики дохода (величина, время получения дохода) и риски, связанные с его получением;



- нематериальные активы, имидж предприятия на рынке;
- ограничения для рассматриваемого бизнеса;
- размер оцениваемой доли бизнеса;
- степень контроля, получаемая новым собственником;
- перспективы развития оцениваемого бизнеса;
- финансовое положение предприятия (наличие собственных средств, оборачиваемость капитала и др.);
- затраты на создание аналогичных предприятий;
- степень конкурентной борьбы в данной отрасли;
- диверсификация производства (состав и структура выпускаемой продукции, услуг);
- качество выпускаемой предприятием продукции;
- технология и затраты производства;
- степень изношенности оборудования;
- ценовая политика;
- взаимоотношения с потребителями и поставщиками;
- уровень управления;
- кадровый состав предприятия.

На стоимость имущества влияет значительное количество экономических факторов.

Принципы оценки позволяют учесть наиболее значимые из них, отражая тенденцию экономического поведения субъектов рыночных отношений. Основные принципы оценки имущества можно разделить на четыре группы (табл. 1).

Т а б л и ц а 1

Группы принципов оценки имущества

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

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

Принципы оценки не могут учесть абсолютно все факторы, влияющие

на стоимость объекта недвижимости, однако при правильном применении позволяют обеспечить достоверное заключение о его стоимости.

Основные нормативные правовые акты, регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса) в России, представлены в табл. 2.

Т а б л и ц а 2

Основные нормативно-правовые акты, регулирующие оценку стоимости предприятия (бизнеса) в Российской Федерации

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

Имущество играет значительную роль в формировании стоимости предприятия, так как является неотъемлемым элементом оценки в каждом из подходов к оценке стоимости бизнеса:

– при оценке затратным подходом все имеющееся имущество предприятия учитывается по рыночной стоимости;

– при оценке сравнительным – учитывается сходство предприятий-аналогов, в том числе и по наличию активов, например применяются

мультипликаторы «цена / стоимость основных средств», «цена / стоимость активов»;

– в доходном подходе учитывается доход, приносимый предприятием как имущественным комплексом, а не используемые в производстве, «нефункционирующие» активы прибавляются к величине стоимости, полученной в результате дисконтирования денежных потоков от деятельности предприятия.

Оценщик в рамках затратного подхода определяет стоимость материальных и нематериальных активов.

Этапы оценки недвижимости и бизнеса во многом совпадают, но имеют ряд различий:

- 1) в оценке недвижимости не проводится финансовый анализ;
- 2) доходы от объекта прогнозируются на основе рыночных арендных ставок объектов-аналогов;
- 3) обязательными этапами процесса оценки недвижимости являются оценка стоимости земельного участка и анализ наилучшего и наиболее эффективного использования, который проводят в два этапа:

- а) анализ предположительного вакантного земельного участка;
- б) анализ земельного участка с имеющимися улучшениями.

При выборе варианта наилучшего и наиболее эффективного использования анализируются текущая ситуация и перспективы развития района (города, региона) местоположения объекта.

Понятие нематериальных активов (НМА), применяемое в российском бухгалтерском учете, установлено ПБУ14/2000 «Учет нематериальных активов», согласно которому это:

- 1) объекты интеллектуальной собственности:
  - исключительное право патентообладателя на изобретение, промышленный образец, полезная модель;
  - исключительное авторское право на программы для ЭВМ, базы данных;
  - имущественное право автора или иного правообладателя на топологии интегральных микросхем;
  - исключительное право владельца на товарный знак и знак обслуживания, наименование места происхождения товаров;
  - исключительное право патентообладателя на селекционные достижения;

2) деловая репутация организации – разность между ценой покупки предприятия как единого имущественно-хозяйственного комплекса и стоимостью его чистых активов;

3) организационные расходы – расходы, связанные с образованием юридического лица, признанные в соответствии с учредительными документами частью вклада учредителей в уставный капитал организации:

- затраты по созданию пакета учредительных документов и расчетов по обоснованию направлений его деятельности;
- гонорары юристам за составление учредительных документов, услуг и по регистрации фирмы;
- расходы по оплате услуг посреднических и консультационных фирм;
- оплата сборов и пошлин в размере, признанном в соответствии с учредительными документами.

Могут быть оценены следующие нематериальные активы: гудвилл, клиентура, обученный персонал, торговая марка, патенты, собственные технологии и т.п.

Обратите внимание, что в бухгалтерском учете трудовые навыки персонала не относятся к НМА и не оцениваются.

**Гудвилл** – это способность предприятия эффективно функционировать и привлекать клиентов. За счет наличия гудвилла покупатель готов заплатить за предприятие сверх рыночной стоимости его материальных активов.

Гудвилл представляет собой совокупность элементов бизнеса или персональных качеств руководителя (ведущего специалиста), которые стимулируют клиентов продолжать пользоваться услугами данного предприятия или данного лица и которые приносят фирме избыточную прибыль, превышающую разумный доход на другие активы предприятия.

Гудвилл всегда неразрывно связан с предприятием или с определенным физическим лицом и не может быть продан отдельно от них, хотя оценить его можно. Обычно дополнительная прибыль получается в результате влияния двух элементов: особенностей предприятия и персональных качеств руководителя (например, для оценочных и аудиторских фирм) или ведущего специалиста (особенно для медицинских фирм).

Основным методом оценки избыточной прибыли, являющейся ключевым фактором стоимости гудвилла, является метод избыточного дохода.

*Метод избыточного дохода.* С учетом степени риска аналогичных инвестиций анализируется рыночный уровень дохода на имеющиеся у предприятия материальные и нематериальные активы (исключая гудвилл). Если избыточная прибыль есть, значит, у предприятия есть гудвилл. Если избыточной прибыли нет, то гудвилл отсутствует. Однако следует учесть, что фирма может не иметь гудвилла, несмотря на наличие избыточной прибыли, потому что круг клиентов ограничен одним-двумя заказчиками, которые могут отказаться от услуг фирмы.

Итак, **гудвилл** – это совокупность активов предприятия, определяющих его имидж и способствующих получению избыточного уровня прибыли по сравнению с типичным для отрасли.

Основные этапы оценки:

- 1) определение стоимости чистых материальных активов;

- 2) нормализация фактически полученной компанией прибыли;
- 3) расчет прибыли, получаемой за счет использования материальных активов (умножение среднеотраслевой ставки рентабельности материальных активов на их стоимость);
- 4) определение величины избыточной прибыли как разницы между нормализованной прибылью, полученной за счет материальных активов;
- 5) капитализация избыточной прибыли;
- 6) определение полной стоимости бизнеса как суммы стоимости чистых активов и надбавки, полученной методом капитализации избыточной прибыли.

Для целей оценки нематериальных активов, отличных от гудвилла и имеющих рыночную стоимость, выделяют различные права, льготы, массивы информации и ноу-хау, которые могут быть идентифицированы и отдельно оценены.

### Контрольные вопросы

1. Определение земельно-имущественного комплекса.
2. Определения «бизнес» и «предприятие».
3. Принципы оценки земельно-имущественного комплекса.
4. Условия необходимости оценки предприятия (бизнеса).
5. Субъекты и объекты оценки.
6. Определение оценки предприятия.
7. Бизнес (предприятие) как товар.
8. Факторы, влияющие на стоимость бизнеса.
9. Основные нормативно-правовые акты, регулирующие оценку в РФ.
10. Нематериальные активы бизнеса.
11. Определение гудвилла.

## 2. ОЦЕНКА БИЗНЕСА В ЦЕЛЯХ АНТИКРИЗИСНОГО УПРАВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЕМ

Определение антикризисного управления. Цели антикризисного управления.  
Правовые основы оценки предприятий в процессе антикризисного управления.  
Функции оценки на различных стадиях (досудебная санация, наблюдение, внешнее управление, завершающая стадия) арбитражного управления.  
Значение оценки в системе антикризисного управления.

В условиях нестабильности российской экономики, отражающейся на положении на рынке российских предприятий, оценка стоимости предприятия и его активов приобретает особое значение.

В частности, необходимым является применение оценки предприятия в антикризисном управлении, особенно при проведении процедур банкротства, при реструктуризации.

*Антикризисное управление* – это управляемый процесс предотвращения или преодоления кризиса, отвечающий целям предприятия и соответствующий объективным тенденциям его развития.

В таком управлении сочетаются предвидение опасности кризиса, анализ его симптомов, меры по снижению отрицательных последствий кризиса и использование его факторов для последующего развития.

Суть антикризисного управления выражается в следующих положениях:

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

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

Оценка бизнеса – одна из важных задач внешних (антикризисных) управляющих, назначаемых по решению суда для осуществления финансового оздоровления или ликвидации признанных судом банкротами

предприятий. Можно выделить следующие цели оценки бизнеса, которые существенно взаимосвязаны с финансовым состоянием предприятия:

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

Оценка бизнеса, проводимая при антикризисном управлении, выполняет ряд специфических функций. В частности, оценка позволяет определить соотношение между стоимостью имущества и размером задолженности по денежным обязательствам.

Знание этого соотношения необходимо для принятия управленческих и судебных решений во всех процедурах арбитражного управления.

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

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

Непосредственным основанием для заключения договора арбитражного управляющего с независимым оценщиком на оценку предприятия являются положения ст. 24 и 130 закона «О несостоятельности (банкротстве)», в которых предусмотрено право арбитражного управляющего привлекать для обеспечения своих полномочий на договорной основе иных лиц с оплатой их деятельности из средств должника. Основанием для

оценки в арбитражных процедурах являются также положения Арбитражно-процессуального кодекса РФ, в которых говорится, что для разрешения вопросов, требующих специальных знаний, арбитражный суд вправе назначить экспертизу, в том числе экспертизу по оценке стоимости несостоятельного предприятия.

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

С момента принятия арбитражным судом решения о судопроизводстве наступают пять основных этапов арбитражного управления: наблюдение, финансовое оздоровление, внешнее управление, конкурсное производство, мировое соглашение. Во всех случаях к основным функциям арбитражного управляющего относится проведение анализа финансового состояния предприятия, проведение инвентаризации, а в случае открытия конкурсного производства обязательна и оценка имущества должника.

При этом анализ финансового состояния должника проводится в целях определения достаточности принадлежащего должнику имущества для покрытия судебных расходов, расходов на выплату вознаграждения арбитражным управляющим, а также возможности или невозможности восстановления платежеспособности должника.

Первым этапом арбитражного управления неплатежеспособным предприятием является наблюдение, по окончании которого арбитражным судом принимается решение о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства, или же выносится определение о введении процедур финансового оздоровления или внешнего управления (возможно также утверждение мирового соглашения). В процессе проведения процедуры банкротства для арбитражного управляющего среди его специфических функций выделяется проведение анализа финансового состояния предприятия-должника на основе бухгалтерской отчетности должника, которая не всегда адекватно отражает реальное размещение и использование средств (активов) и источники их формирования. Так, установленная в ходе процедуры наблюдения достаточность имущества для покрытия основных расходов и погашения кредиторской задолженности может не подтвердиться после оценки имущества независимым оценщиком на этапе конкурсного производства, может также обнаружиться резкое несоответствие балансовой стоимости активов предприятия и их реальной рыночной стоимости. Из этого следует, что анализ финансового состояния должника на этапе наблюдения не всегда раскрывает реальную сложившуюся ситуацию, а проведение на этом этапе оценки стоимости предприятия и его имущества облегчит работу арбитражного управляющего на последующих этапах банкротства и позволит ему сразу с момента



назначения получить реальное представление о состоянии имущества должника.

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

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

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

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

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

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

На этапе наблюдения результаты оценки используются в следующих целях:

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

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

При завершающей стадии процедуры банкротства – конкурсном производстве – конкурсный управляющий обязан привлечь независимого оценщика для оценки имущества. В этом случае требуется определение ликвидности активов предприятия-должника для установления сроков их реализации при расчете общего срока конкурсного производства, оценка имущественного комплекса предприятия-должника для разработки промежуточного ликвидационного баланса.

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

- продажа имущества не может рассматриваться в качестве добровольной сделки, так как конкурсный управляющий реализует имущество по решению суда;
- реализуемое имущество чаще всего продается в сроки, ограниченные периодом конкурсного производства, которые часто меньше обычных сроков реализации подобных объектов;
- ограниченность сроков продажи не позволяет конкурсному управляющему реализовать активы по максимально возможной цене.

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

Другим фактором, определяющим дату оценки, может быть дата проведения инвентаризации имущества или дата осмотра объекта оценки экспертом-оценщиком.

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

- цена, по которой предприятие или доля в нем предлагаются на продажу, не должна быть занижена во избежание нанесения прямого имущественного ущерба кредиторам предприятия;

- цена, по которой предприятие или доля в нем предлагаются на продажу, не должна быть завышена, так как и в этом случае может быть нанесен ущерб кредиторам предприятия-банкрота из-за задержки получения ими компенсации по долгам, ведь при завышенной цене могут не найтись покупатели-инвесторы и цену впоследствии придется все равно снижать;

- если известны потенциальные покупатели (инвесторы), то оценка готовящегося к продаже несостоятельного предприятия должна проводиться с учетом их информированности, деловых возможностей, предполагаемых планов;

- большой или меньший комплекс проведенных мероприятий по санации такого предприятия также может повлиять на величину стоимости.

Санация предприятий-банкротов предполагает их финансовое оздоровление, направленное на повышение цены ожидаемой продажи. Задачи оценки бизнеса в этом случае специфичны.

Прогнозируется оценочная стоимость с учетом конкретных инвесторов (если они есть) и запланированного комплекса санационных мероприятий.

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

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

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

В-третьих, оценка стоимости играет немаловажную роль в арбитражном управлении на различных стадиях процедуры банкротства. Так, на стадии внешнего управления внешний управляющий для определения дальнейшего хода процесса банкротства с помощью метода дисконтированных денежных потоков может просчитать различные варианты разви-

тия предприятия в зависимости от сумм и условий инвестирования. Принимать решения относительно дальнейшего использования активов (их сдаче в аренду, продаже и др.) помогут результаты затратного подхода к оценке бизнеса. На стадии конкурсного производства конкурсный управляющий с помощью метода ликвидационной стоимости составляет календарный график реализации активов предприятия и оперирует с величиной ликвидационной стоимости бизнеса.

### Контрольные вопросы

1. Определение антикризисного управления.
2. Цели антикризисного управления.
3. Правовые основы оценки предприятий в процессе антикризисного управления.
4. Функции оценки на различных стадиях (досудебная санация, наблюдение, внешнее управление, завершающая стадия) арбитражного управления.
5. Значение оценки в системе антикризисного управления.

### 3. ОЦЕНКА БИЗНЕСА В ЦЕЛЯХ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Определение реструктуризации. Цели и задачи реструктуризации.

Три этапа исследования предприятия в целях реструктуризации.

Внутренние и внешние факторы предприятия.

Основные направления реструктуризации и соответствующие мероприятия.

Сокращение (разделение, внедрение) предприятия. Синергетический эффект.

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

Процесс реструктуризации направлен на обеспечение эффективного использования производственных ресурсов, приводящего к увеличению стоимости бизнеса.

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

*Реструктуризация* – это совокупность мероприятий по комплексному приведению условий функционирования компании в соответствие с изменяющимися условиями рынка и выработанной стратегией развития данной компании. Реструктуризация нацелена на быстрое скачкообразное улучшение показателей деятельности компании.

Итак, можно сделать следующие выводы:

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

Специфика реструктуризации как стратегии преодоления кризисного состояния применительно к российским компаниям состоит в необходимости, во-первых, резкого повышения эффективности управления компанией, а во-вторых, создания механизмов адаптации предприятия к конкурентной рыночной среде.

Решение подобных проблем и в западной экономике требует достаточно сложных управленческих навыков. Российские же предприятия столкнулись с отсутствием должных навыков управления во всех функциональных областях.

Многочисленные примеры реструктуризации российских предприятий показывают, что речь идет не просто о замене управленческих кадров, а о создании целых областей управления с нуля. Необходимыми для этого организационными ресурсами располагали, пожалуй, только наиболее крупные компании.

Лишь немногие из них представляли направление своего движения и еще меньшее число смогло обеспечить необходимую для проведения реструктуризации поддержку руководства.

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

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

Задачи реструктуризации, традиционные для западной экономики, – преодоление кризисного состояния компании и обеспечение долгосрочного стратегического развития – в условиях российской экономики дополняются необходимостью повышения эффективности производства.

Как показывает практика, при проведении реструктуризации как отдельных компаний, так и финансово-промышленных групп, первоочередной мерой стала реорганизация управления на корпоративном и функциональном уровне, а также в структурных подразделениях. Первая практическая проблема реструктуризации состоит в отсутствии адекватной для намеченных мер системы управления. Неадекватность выражается в методической и технической слабости, недостаточной координации всех систем управления, и прежде всего систем финансового учета и контроля,

поставок и сбыта, что попросту ведет к недостатку информации для полноценного управления предприятием.

Опыт реструктуризации российских предприятий показывает, что реальный процесс реструктуризации на практике оказался очень длительным и почти во всех случаях незавершенным.

Это связано и со сложностью преобразований, и с налагаемыми на них ограничениями, и с новизной возникающих управленческих задач для руководства и сотрудников предприятий. Поэтому неудивительно, что на крупном российском предприятии только организация новой системы управления может растянуться не на один год, а реструктуризация зачастую проводится в несколько этапов.

Исследование предприятия в целях реструктуризации проводится в три этапа.

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

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

3. Анализ возможностей реструктурирования:

– организационного (продажа производственных подразделений, покупка компаний, слияние, создание совместного предприятия, ликвидация подразделения и т.д.);

– финансового (принятие решений в отношении задолженности, увеличения собственного капитала).

Главная цель реструктуризации – поиск источников развития предприятия (бизнеса) на основе внутренних и внешних факторов.

Внутренние факторы основаны на выработке операционной, инвестиционной и финансовой стратегий, а внешние – на реорганизации видов деятельности и структуры предприятия. Внутренние факторы представлены в табл. 3.

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

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

Преследуются следующие стратегические цели:

– повышение стоимости бизнеса за счет изменения структуры активов;

– аккумуляция средств на главных направлениях развития бизнеса;

– сохранение корпоративного контроля.

Т а б л и ц а 3

## Стратегии развития предприятия и их воздействие на факторы его стоимости

| Стратегии развития предприятия | Анализируемые параметры   | Подходы к разработке и реализации стратегий   |   |
|--------------------------------|---|---|---|
|                                |   | <i>лидерство по затратам</i> – строгий контроль затрат предприятия и максимальное повышение эффективности производства  | <i>дифференциация</i> – концентрация усилий предприятия на производстве и реализации продукции, не имеющей конкурирующих аналогов   |
| Операционные                   | Ассортимент производимой продукции или услуг; ценообразование; рынки сбыта; реклама; эффективность затрат; система сбыта; качество обслуживания клиентов  | Сокращение доли постоянных затрат путем экономии на административных и накладных расходах. Оптимизация связей с поставщиками с целью дополнительной экономии на затратах. Увеличение своей доли на рынке для достижения экономии на масштабах по каждому виду деятельности. Обеспечение конкурентоспособных цен на реализуемую продукцию                    | Использование потенциала увеличения цены в сегментах рынка, где есть ощутимое преимущество перед конкурентами   |
| Инвестиционные                 | Уровень товарно-материальных запасов; сбор дебиторской задолженности; управление кредиторской задолженностью; расширение производственных мощностей; планирование капиталовложений; продажа активов | Минимизация остатка денежных средств. Стимулирование дебиторов к сокращению средних сроков погашения задолженности. Минимизация уровня товарно-материальных запасов без ущерба для бесперебойной работы. Экономия на использовании основных средства (например, вместо приобретения аренда машин и оборудования). Продажа избыточных неиспользуемых активов | Налаживание связи управления дебиторской задолженностью с ценовыми факторами. Получение у поставщиков наиболее выгодных условий погашения кредиторской задолженности. Инвестирование средств в специальные активы, необходимые для дифференциации |
| Финансовые                     | Структура капитала, способы финансирования, риски   | Создание оптимальной структуры капитала. Выбор наиболее дешевых способов финансирования заемного и собственного капиталов. Максимальное сокращение факторов делового риска  |   |



Реструктуризация возможна в случаях, когда различаются текущая стоимость предприятия и потенциальная стоимость, достигаемая после реструктуризации с учетом инвестиционных затрат на ее проведение.

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

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

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

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

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

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

Основные направления реструктуризации предприятий и соответствующие мероприятия представлены в табл. 4.

Т а б л и ц а 4

Основные направления реструктуризации предприятий

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

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

- передачи упомянутого имущества в соответствии с его текущим стоимостным эквивалентом в уставный фонд учреждаемой фирмы (покупки за рыночную стоимость данного имущества некоторого пакета акций учреждаемого акционерного общества);

- предоставления дочерней фирме указанного имущества в продлеваемую долгосрочную аренду, плата за которую в действительности не будет взиматься (капитализируется и дает величину взноса в уставный фонд учреждаемого предприятия);

- приобретения относительно небольшой части акций (паев) вновь учреждаемого (оформляемого как самостоятельное) дочернего предприятия за «живые» деньги.

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

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

2. Санация (финансовое оздоровление) крупного предприятия может быть облегчена выделением юридически отдельных имеющих самостоятельный баланс, заведомо коммерчески неперспективных предприятий. Они – кандидаты на банкротство, которое только в некоторой мере затронет имущество выделившей их из своего состава материнской фирмы, так как учредители несут лишь ограниченную указанной величиной ответственность за долги.

От коммерческой неудачи дочерних предприятий пострадают в первую очередь их кредиторы, долги которым в случае упомянутого банкротства

частично не будут погашены. Если выделенное предприятие станет прибыльным, владельцы материнской фирмы смогут получить выгоду: оформление частных владельцев материнской фирмы на завышенную заработную плату в указанные дочерние предприятия; упорядоченная ликвидация коммерчески успешного дочернего предприятия (ликвидация дочернего предприятия с продолжением его бизнеса центральной компанией и одновременным получением свободного от долгов ликвидного остатка имущества дочернего предприятия). Материнская фирма сохраняет решающие для нормального функционирования дочерних структур функциональные службы: научно-исследовательский центр, централизованную бухгалтерию, финансово-инвестиционный отдел, единый отдел стандартизации, научно-техническую библиотеку, отдел кадров, транспортный цех.

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

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

Выгода может быть прямая и косвенная:

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

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

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

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

Оценить эффективность реорганизации может оказаться легче, чем новый инвестиционный проект, так как объединяются действующие предприятия. Прогнозы объема продаж издержек, как правило, бывают основаны на результатах прошлых лет, следовательно, они более точные.

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

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

## Контрольные вопросы

1. Определение реструктуризации.
2. Цели и задачи реструктуризации.
3. Три этапа исследования предприятия в целях реструктуризации.
4. Внутренние и внешние факторы предприятия.
5. Основные направления реструктуризации и соответствующие мероприятия.
6. Сокращение (разделение, внедрение) предприятия.
7. Синергетический эффект.

## 4. ПРОЦЕСС ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Содержание и смысл этапов оценки: определение объекта; заключение договора об оценке; сбор и проверка данных; финансовый анализ; выбор и применение подходов к оценке; приведение результатов к итоговой оценке стоимости.

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

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

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

Рассмотрим перечисленные этапы с учетом особенностей оценки бизнеса (рис. 2).

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

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

Стоимость бизнеса и любого другого имущества меняется со временем, поэтому важным является установление даты оценки.

Возможно проведение оценки на уже прошедшую дату, а вот дата составления отчета об оценке в соответствии с законодательством должна быть только текущей.



Рис. 2. Этапы оценки бизнеса

Фактором, определяющим дату оценки, может быть дата проведения инвентаризации имущества предприятия, так как именно данные о составе и состоянии имущества, определяемые актом инвентаризации, являются основной информационной базой для оценки. Учитывается также дата осмотра объекта оценки экспертом-оценщиком.

Если к предприятию применена процедура банкротства, дата оценки может устанавливаться на момент подачи в арбитражный суд заявления о признании должника банкротом. Применительно к отдельным этапам банкротства при определении состава и размера обязательств должника Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» придает юридическое значение не дате подачи в суд заявления, а моменту принятия судом решения или определения о введении соответствующей процедуры. Например, при проведении процедуры внешнего управления мораторий на удовлетворение требований кредиторов распространяется на обязатель-

ства, сроки исполнения которых наступили до введения внешнего управления, введении конкурсного производства срок исполнения всех обязательств должника, а также отсроченных обязательных платежей считается вступившим в силу с момента принятия судом решения о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства.

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

Требования к договору содержатся в ст. 10 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».

Договор между оценщиком и заказчиком заключается в письменной форме и не требует нотариального удостоверения. Договор должен содержать:

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

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

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

Оплата работ на начальном этапе процесса оценки, во-первых, способна защитить оценщика от возможного воздействия заказчика относительно желаемой им величины стоимости объекта оценки и, во-вторых, обеспечивает оценщика денежными средствами, необходимыми для проведения работ по оценке.

Это могут быть затраты на покупку информации (например, в отделе статистики), привлечение сторонних специалистов (аудиторов для проверки финансовой отчетности, специалистов по технической экспертизе для

определения физического износа, сметчиков для определения стоимости строительства объектов оценки и др.).

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

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

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

При установлении количественных и качественных характеристик оцениваемого предприятия необходимо исследовать направления его деятельности, ретроспективные данные об истории предприятия, характеристики поставщиков, сведения о производственных мощностях, рабочем и управленческом персонале, внутреннюю финансовую информацию (данные бухгалтерского баланса, отчетов о финансовых результатах и движении денежных средств за три-пять лет).

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

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

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

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

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

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



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

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

При оценке с позиции доходного подхода основным фактором, определяющим величину стоимости объекта, считается доход. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях. При этом применяется оценочный принцип ожидания и учитываются продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс.

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

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

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

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

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

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

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

## Контрольные вопросы

1. Перечислите этапы оценки в соответствии с постановлением Правительства РФ «Об утверждении стандартов оценки».
2. Этапы оценки бизнеса.
3. Требования к договору о проведении оценки бизнеса.
4. Выбор подхода при проведении оценки бизнеса.
5. Сбор и проверка данных при проведении оценки бизнеса.

## 5. ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

Сущность доходного подхода и его методов: капитализации доходов и дисконтирования денежных потоков. Сущность затратного подхода и его методов: чистых активов (активы, пассивы, корректировка баланса); ликвидационной стоимости (упорядоченная ликвидация, принудительная ликвидация, ликвидация с прекращением существования предприятия). Обоснование выбора ликвидационной стоимости.

Базовая формула затратного подхода. Сущность сравнительного подхода и его методов: общей суммы; мультипликативных процентных отклонений; смешанный метод. Преимущества и недостатки подходов.

Условия применения этих методов и подходов.

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

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

Рассмотрим методы оценки, применяемые при различных подходах (рис. 3).

|                                 |  |  |   |
|---------------------------------|--|--|---|
| Условия применения              | <b>Отсутствие информации о продаже аналогичных объектов.<br/>Отсутствие дохода</b> | <b>Не развита рыночная инфраструктура</b>        | <b>Доход стабилен и прогнозируем</b>                    |
| Подход оценки стоимости бизнеса | <b>ЗАТРАТНЫЙ</b>   | <b>СРАВНИТЕЛЬНЫЙ</b>                             | <b>ДОХОДНЫЙ</b>   |
| Методы оценки стоимости бизнеса | стоимость чистых активов;<br>ликвидационная стоимость                              | рынка капитала; сделок; отраслевых коэффициентов | капитализация доходов; дисконтирование денежных потоков |

Рис. 3. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)

## 5.1. Доходный подход и его методы

Доходный подход считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете покупает не набор активов, состоящий из зданий, сооружений, машин, оборудования, нематериальных ценностей и т.д., а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние.

С этой точки зрения все предприятия, к каким бы отраслям экономики они ни принадлежали, производят всего один вид товарной продукции – деньги.

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

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

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

Методы доходного подхода к оценке бизнеса основаны на определении текущей стоимости будущих доходов.

Основных методов доходного подхода два.

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

$$V = D/R, \quad (1)$$

где  $D$  – чистый доход бизнеса за год;

$R$  – коэффициент капитализации.

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

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

Ставку дисконтирования обычно определяют кумулятивным методом, который основывается на учете безрисковой ставки дохода, к которой

прибавляется экспертно оцениваемая премия за инвестирование в данную компанию. Эта премия представляет собой доход, который требует инвестор в качестве компенсации за дополнительный риск, связанный с капиталовложениями в данную компанию, по сравнению с безрисковыми инвестициями.

Кумулятивный метод наилучшим образом учитывает все виды рисков инвестиционных вложений, связанные как с факторами общего для отрасли и экономики характера, так и со спецификой оцениваемого предприятия.

**1. При оценке методом капитализации дохода** определяется уровень дохода за первый прогнозный год и предполагается, что доход будет таким же и в последующие прогнозные годы (в случае применения метода дисконтирования денежных потоков определяется уровень доходов за каждый год прогнозного периода).

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

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

Предполагается, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, а собственник не продаст свой бизнес по цене, которая ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов.

В результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

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

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

Преимущества доходного подхода:

– учитывается доходность предприятия, что отражает основную цель его функционирования – получение дохода собственником;

– применение подхода необходимо при принятии решений о финансировании, анализе целесообразности инвестирования, при обосновании решений о купле-продаже предприятия;

– подход учитывает перспективы развития предприятия.

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

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

– предприятия, связанные с информационно-рекламной сферой деятельности, так как их стоимость зависит от размеров и эффективности первоначальных затрат, последующих объемов реализации услуг и чистых доходов;

– предприятия, деятельность которых базируется на новых технологиях, когда стоимость предприятия существенно зависит от конъюнктуры соответствующего сектора рынка;

– предприятия, имеющие исключительные права, каналы связи, каналы реализации продукции, услуг, обладание которыми позволяет таким предприятиям ограничить конкуренцию на соответствующем рынке и получать высокие и стабильные доходы, а следовательно, иметь высокую стоимость;

– предприятия, действующие на рынке интеллектуальных услуг (оценочных, медицинских, юридических, аудиторских и пр.), так как их стоимость в значительной степени зависит от индивидуальных качеств руководителя, его квалификации, связей и т.д.

Основные недостатки доходного подхода:

– прогнозирование долговременного потока дохода затруднено сложившейся недостаточно устойчивой экономической ситуацией в России, из-за чего вероятность неточности прогноза увеличивается пропорционально долгосрочности прогнозного периода;

– сложность расчета ставок капитализации и дисконтирования;

– в процессе прогнозирования денежных потоков или ставок дисконтирования устанавливаются различные предположения и ограничения, носящие условный характер;

– влияние факторов риска на прогнозируемый доход;

– многие предприятия не показывают в отчетности реальный доход, на анализе которого базируется доходный подход, или же показывают убытки.

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

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

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

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

Основные причины изменения стоимости денег во времени:

1) инвестор отказывается от текущего потребления, за что заслуживает премии;

2) инвестор берет на себя риск неполучения ожидаемого дохода, что требует учета премии за риск, связанный с объектом инвестирования;

3) меняется покупательная способность денег.

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

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

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

Основные области применения сложного процента:

1) будущая стоимость единицы;

2) накопление единицы за период;

3) фактор фонда возмещения;

4) текущая стоимость единицы;

5) текущая стоимость единичного аннуитета;

6) взнос за амортизацию денежной единицы.

Для удобства в работе с различными потоками доходов используют финансовые калькуляторы. Они имеют клавиши числа периодов, периодической ставки процента, периодического платежа, текущей стоимости суммы, будущей стоимости суммы и др.

Для упрощения расчетов в случае отсутствия финансового калькулятора применяют таблицы сложных процентов (табл. 5 и 6).

Таблица 5

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

| № года | Будущая стоимость единицы | Накопление единицы за период | Фактор фонда возмещения | Коэффициент текущей стоимости единицы (DF) | Текущая стоимость единичного аннуитета | Взнос на амортизацию единицы | № года | № года | Будущая стоимость единицы | Накопление единицы за период | Фактор фонда возмещения | Коэффициент текущей стоимости единицы (DF) | Текущая стоимость единичного аннуитета | Взнос на амортизацию единицы | № года |
|--------|---------------------------|------------------------------|-------------------------|--|--|------------------------------|--------|--------|---------------------------|------------------------------|-------------------------|--|--|------------------------------|--------|
| 1      | 1,20000                   | 1,00000                      | 1,00000                 | 0,83333                                    | 0,83333                                | 1,20000                      | 1      | 21     | 46,00512                  | 225,02561                    | 0,00444                 | 0,02174                                    | 4,89132                                | 0,20444                      | 21     |
| 2      | 1,44000                   | 2,20000                      | 0,45455                 | 0,69444                                    | 1,52778                                | 0,65455                      | 2      | 22     | 55,20615                  | 271,03073                    | 0,00369                 | 0,01811                                    | 4,90943                                | 0,20369                      | 22     |
| 3      | 1,72800                   | 3,64000                      | 0,27473                 | 0,57870                                    | 2,10648                                | 0,47473                      | 3      | 23     | 66,24738                  | 326,23688                    | 0,00307                 | 0,01509                                    | 4,92453                                | 0,20307                      | 23     |
| 4      | 2,07360                   | 5,36800                      | 0,18629                 | 0,48225                                    | 2,58873                                | 0,38629                      | 4      | 24     | 79,49685                  | 392,48425                    | 0,00255                 | 0,01258                                    | 4,93710                                | 0,20255                      | 24     |
| 5      | 2,48832                   | 7,44160                      | 0,13438                 | 0,40188                                    | 2,99061                                | 0,33438                      | 5      | 25     | 95,39622                  | 471,98111                    | 0,00212                 | 0,01048                                    | 4,94759                                | 0,20212                      | 25     |
| 6      | 2,98598                   | 9,92992                      | 0,10071                 | 0,33490                                    | 3,32551                                | 0,30071                      | 6      | 26     | 114,47547                 | 567,37733                    | 0,00176                 | 0,00874                                    | 4,95632                                | 0,20176                      | 26     |
| 7      | 3,58318                   | 12,91590                     | 0,07742                 | 0,27908                                    | 3,60459                                | 0,27742                      | 7      | 27     | 137,37056                 | 681,85280                    | 0,00147                 | 0,00728                                    | 4,96360                                | 0,20147                      | 27     |
| 8      | 4,29982                   | 16,49908                     | 0,06061                 | 0,23257                                    | 3,83716                                | 0,26061                      | 8      | 28     | 164,84467                 | 819,22336                    | 0,00122                 | 0,00607                                    | 4,96967                                | 0,20122                      | 28     |
| 9      | 5,15978                   | 20,79890                     | 0,04808                 | 0,19381                                    | 4,03097                                | 0,24808                      | 9      | 29     | 197,81361                 | 984,06803                    | 0,00102                 | 0,00506                                    | 4,97472                                | 0,20102                      | 29     |
| 10     | 6,19174                   | 25,95868                     | 0,03852                 | 0,16151                                    | 4,19247                                | 0,23852                      | 10     | 30     | 237,37633                 | 1181,88164                   | 0,00085                 | 0,00421                                    | 4,97894                                | 0,20085                      | 30     |
| 11     | 7,43008                   | 32,15042                     | 0,03110                 | 0,13459                                    | 4,32706                                | 0,23110                      | 11     | 31     | 284,85160                 | 1419,25797                   | 0,00070                 | 0,00351                                    | 4,98245                                | 0,20070                      | 31     |
| 12     | 8,91610                   | 39,58050                     | 0,02526                 | 0,11216                                    | 4,43922                                | 0,22526                      | 12     | 32     | 341,82192                 | 1704,10957                   | 0,00059                 | 0,00293                                    | 4,98537                                | 0,20059                      | 32     |
| 13     | 10,69932                  | 48,49660                     | 0,02062                 | 0,09346                                    | 4,53268                                | 0,22062                      | 13     | 33     | 410,18630                 | 2045,93149                   | 0,00049                 | 0,00244                                    | 4,98781                                | 0,20049                      | 33     |
| 14     | 12,83919                  | 59,19592                     | 0,01689                 | 0,07789                                    | 4,61057                                | 0,21689                      | 14     | 34     | 492,22357                 | 2456,11779                   | 0,00041                 | 0,00203                                    | 4,98984                                | 0,20041                      | 34     |
| 15     | 15,40702                  | 72,03511                     | 0,01388                 | 0,06491                                    | 4,67547                                | 0,21388                      | 15     | 35     | 590,66828                 | 2948,34136                   | 0,00034                 | 0,00169                                    | 4,99153                                | 0,20034                      | 35     |
| 16     | 18,48843                  | 87,44213                     | 0,01144                 | 0,05409                                    | 4,72956                                | 0,21144                      | 16     | 36     | 708,80194                 | 3539,0096                    | 0,00028                 | 0,00141                                    | 4,99295                                | 0,20028                      | 36     |
| 17     | 22,18611                  | 105,93056                    | 0,00944                 | 0,04507                                    | 4,77463                                | 0,20944                      | 17     | 37     | 850,56233                 | 4247,81158                   | 0,00024                 | 0,00118                                    | 4,99412                                | 0,20024                      | 37     |
| 18     | 26,62333                  | 128,11667                    | 0,00781                 | 0,03756                                    | 4,81219                                | 0,20781                      | 18     | 38     | 1020,67480                | 5098,37391                   | 0,00020                 | 0,00098                                    | 4,99510                                | 0,20020                      | 38     |
| 19     | 31,94800                  | 154,74000                    | 0,00646                 | 0,03130                                    | 4,84350                                | 0,20646                      | 19     | 39     | 1224,80976                | 6119,04870                   | 0,00016                 | 0,00082                                    | 4,99592                                | 0,20016                      | 39     |
| 20     | 38,33760                  | 186,68801                    | 0,00536                 | 0,02608                                    | 4,86958                                | 0,20536                      | 20     | 40     | 1469,77171                | 7343,8584                    | 0,00014                 | 0,00068                                    | 1,99660                                | 0,20014                      | 40     |



Т а б л и ц а 6

Функции сложного процента (30 %, начисление процентов ежегодно)

| № года | Будущая стоимость единицы | Накопленные единицы за период | Фактор фонда возмещения | Коэффициент текущей стоимости единицы (DF) | Текущая стоимость единичного аннуитета | Взнос на амортизацию единицы | № года |
|--------|---------------------------|-------------------------------|-------------------------|--|--|------------------------------|--------|
| 1      | 1,30000                   | 1,00000                       | 1,00000                 | 0,76923                                    | 0,76923                                | 1,30000                      | 1      |
| 2      | 1,69000                   | 2,30000                       | 0,43478                 | 0,59172                                    | 1,36095                                | 0,73478                      | 2      |
| 3      | 2,19700                   | 3,99000                       | 0,25063                 | 0,45517                                    | 1,81611                                | 0,55063                      | 3      |
| 4      | 2,85610                   | 6,18700                       | 0,16163                 | 0,35013                                    | 2,16624                                | 0,46163                      | 4      |
| 5      | 3,71293                   | 9,04310                       | 0,11058                 | 0,26933                                    | 2,43557                                | 0,41058                      | 5      |
| 6      | 4,82681                   | 12,75603                      | 0,07839                 | 0,20718                                    | 2,64275                                | 0,37839                      | 6      |
| 7      | 6,27485                   | 17,58284                      | 0,05687                 | 0,15937                                    | 2,80211                                | 0,35687                      | 7      |
| 8      | 8,15731                   | 23,85769                      | 0,04192                 | 0,12259                                    | 2,92470                                | 0,34192                      | 8      |
| 9      | 10,60450                  | 32,01500                      | 0,03124                 | 0,09430                                    | 3,01900                                | 0,33124                      | 9      |
| 10     | 13,78585                  | 42,61950                      | 0,02346                 | 0,07254                                    | 3,09154                                | 0,32346                      | 10     |
| 11     | 17,92161                  | 56,40535                      | 0,01773                 | 0,05580                                    | 3,14734                                | 0,31773                      | 11     |
| 12     | 23,29809                  | 74,32696                      | 0,01345                 | 0,04292                                    | 3,19026                                | 0,31345                      | 12     |
| 13     | 30,28751                  | 97,62504                      | 0,01024                 | 0,03302                                    | 3,22328                                | 0,31024                      | 13     |
| 14     | 39,37377                  | 127,91256                     | 0,00782                 | 0,02540                                    | 3,24867                                | 0,30782                      | 14     |
| 15     | 51,18590                  | 167,28633                     | 0,00598                 | 0,01954                                    | 3,26821                                | 0,30598                      | 15     |
| 16     | 66,54167                  | 218,47223                     | 0,00458                 | 0,01503                                    | 3,28324                                | 0,30458                      | 16     |
| 17     | 86,50417                  | 285,01390                     | 0,00351                 | 0,01156                                    | 3,29480                                | 0,30351                      | 17     |
| 18     | 112,45543                 | 371,51807                     | 0,00269                 | 0,00889                                    | 3,30369                                | 0,30269                      | 18     |
| 19     | 146,19205                 | 483,97350                     | 0,00207                 | 0,00684                                    | 3,31053                                | 0,30207                      | 19     |
| 20     | 190,04967                 | 630,16555                     | 0,00159                 | 0,00526                                    | 3,31579                                | 0,30159                      | 20     |
| 21     | 247,06458                 | 820,21522                     | 0,00122                 | 0,00405                                    | 3,31984                                | 0,30122                      | 21     |
| 22     | 321,18395                 | 1067,27980                    | 0,00094                 | 0,00311                                    | 3,32295                                | 0,30094                      | 22     |
| 23     | 417,53914                 | 1388,46375                    | 0,00072                 | 0,00239                                    | 3,32535                                | 0,30072                      | 23     |
| 24     | 542,80089                 | 1806,00289                    | 0,00055                 | 0,00184                                    | 3,32719                                | 0,30055                      | 24     |
| 25     | 705,64116                 | 2348,8038                     | 0,00043                 | 0,00142                                    | 3,32861                                | 0,30043                      | 25     |
| 26     | 917,33352                 | 3054,445                      | 0,00033                 | 0,00109                                    | 3,32970                                | 0,30033                      | 26     |
| 27     | 1192,53359                | 3971,77847                    | 0,00025                 | 0,00084                                    | 3,33054                                | 0,30025                      | 27     |
| 28     | 1550,29368                | 5164,31206                    | 0,00019                 | 0,00065                                    | 3,33118                                | 0,30019                      | 28     |
| 29     | 2015,38180                | 6714,60573                    | 0,00015                 | 0,00050                                    | 3,33168                                | 0,30015                      | 29     |
| 30     | 2619,99636                | 8729,9875                     | 0,00011                 | 0,00038                                    | 3,33206                                | 0,30011                      | 30     |
| 31     | 3405,9953                 | 11349,9839                    | 0,00009                 | 0,00029                                    | 3,33235                                | 0,30009                      | 31     |
| 32     | 4427,7939                 | 14755,9792                    | 0,00007                 | 0,00023                                    | 3,33258                                | 0,30007                      | 32     |
| 33     | 5756,13217                | 19183,7731                    | 0,00005                 | 0,00017                                    | 3,33275                                | 0,30005                      | 33     |
| 34     | 7482,97189                | 24939,905                     | 0,00004                 | 0,00013                                    | 3,33289                                | 0,30004                      | 34     |
| 35     | 9727,8636                 | 32422,877                     | 0,00003                 | 0,00010                                    | 3,33299                                | 0,30003                      | 35     |
| 36     | 12646,2227                | 42150,7408                    | 0,00002                 | 0,00008                                    | 3,33307                                | 0,30002                      | 36     |
| 37     | 16440,0897                | 54796,964                     | 0,00002                 | 0,00006                                    | 3,33317                                | 0,30002                      | 37     |
| 38     | 21372,1168                | 71237,0532                    | 0,00001                 | 0,00005                                    | 3,33318                                | 0,30001                      | 38     |
| 39     | 27783,7521                | 92609,1700                    | 0,00001                 | 0,00004                                    | 3,33321                                | 0,30001                      | 39     |
| 40     | 36118,8781                | 120392,922                    | 0,00001                 | 0,00003                                    | 3,33324                                | 0,30001                      | 40     |

Рассмотрим функции сложного процента.

Будущая стоимость единицы  $S^n$  – будущая стоимость одной денежной единицы через  $n$  периодов при ставке сложного процента  $i$

$$S^n = (1+i)^n, \quad (2)$$

где  $S^n$  – сумма после  $n$  периодов;

$i$  – периодическая фактическая ставка процента;

$n$  – число периодов.

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

$$S_n = (S^n - 1) / i,$$

или

$$S_n = ((1+i)^n - 1) / i. \quad (3)$$

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

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

$$SFF = 1 / S_n,$$

или

$$SFF = i / (1 + i)^n - 1. \quad (4)$$

Периодический платеж = Желаемая сумма  $\times$   $SFF$ .

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

$$DF_n = 1 / S^n,$$

или

$$DF_n = 1 / (1 + i)^n. \quad (5)$$

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

$$a_n = (1 - DF_n) / i,$$

или

$$a_n = (1 - (1 / (1+i)^n)) / i. \quad (6)$$

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

$$1 / a_n = - (i / (1 - (1 / (1+i)^n))). \quad (7)$$

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

Функции сложного процента взаимосвязаны (табл. 7).

Т а б л и ц а 7

Взаимосвязь функций сложного процента

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

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

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

По сравнению с методом дисконтирования денежных потоков метод капитализации дохода более прост, так как не требуется составления средне- и долгосрочных прогнозов доходов, однако его применение ограничено кругом предприятий с относительно стабильными доходами, находящихся на стадии зрелости своего жизненного цикла, рынок сбыта которых устоялся и в долгосрочной перспективе не предполагается значительных изменений.

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

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

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

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

Этапы метода капитализации дохода:

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

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

*Этап 2.* Выбор вида дохода, который будет капитализирован. В качестве капитализируемого дохода в оценке бизнеса могут выступать выручка или показатели, так или иначе учитывающие амортизационные отчисления: чистая прибыль после уплаты налогов, прибыль до уплаты налогов, величина денежного потока.

Капитализация прибыли в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины прибыли.

*Этап 3.* Определение величины капитализируемого дохода. В качестве величины дохода, подлежащей капитализации, может быть выбрана:

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

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

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

*Этап 4.* Расчет ставки капитализации.

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

Ставка капитализации характеризуется соотношением годового дохода и стоимости имущества:

$$R = I / V, \quad (8)$$

где  $V$  – стоимость;

$R$  – ставка капитализации;

$I$  – ожидаемый доход за один год после даты оценки.

Ставка капитализации может устанавливаться оценщиком на основе изучения отрасли.

Часто ставка капитализации выбирается на основе ставки дисконтирования.

Для этого из ставки дисконтирования вычитается темп роста капитализируемого дохода (денежного потока или прибыли). Если темп роста дохода предполагается равным нулю, ставка капитализации будет равна ставке дисконтирования.

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

$$V = I / R, \quad (9)$$

или

Стоимость = Доход : Ставка капитализации.

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

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

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

$$PV = \frac{CF_1}{1 + DR} + \frac{CF_2}{(1 + DR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + DR)^n} + \frac{FV}{(1 + DR)^n}, \quad (10)$$

где  $PV$  – текущая стоимость;

$CF_n$  – доход  $n$ -го периода;

$FV$  – реверсия;

$DR$  – ставка дисконтирования;

$n$  – последний год прогнозного периода.

В общем виде эта формула может быть представлена таким образом:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + DR)^i} + \frac{FV}{(1 + DR)^n}, \quad (11)$$

где  $i$  – номер года прогнозного периода.

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

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + DR)^{i-0,5}} + \frac{FV}{(1 + DR)^n}. \quad (12)$$

Основные задачи оценщика при использовании метода дисконтирования денежных потоков:

- проанализировать прошлые и спрогнозировать будущие денежные потоки с точки зрения их структуры, величины, времени и периодичности получения;

- определить стоимость предприятия на конец прогнозного периода;

- определить ставки, по которым целесообразно дисконтировать денежные потоки;

- изучить и оценить инвестиционные проекты, влияющие на характеристики денежных потоков.

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

- можно обоснованно оценить будущие денежные потоки;

- будущие денежные потоки прогнозируются существенно отличающимися от текущих;

– предприятие реализует инвестиционный проект, который способен существенно повлиять на характеристики денежных потоков.

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

Основные этапы оценки предприятия методом дисконтирования денежных потоков:

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

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

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

Денежный поток для собственного капитала используется для расчета рыночной стоимости собственного капитала (табл. 8).

Т а б л и ц а 8

Расчет денежного потока для собственного капитала

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

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

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

- 1) не учитывается прирост долгосрочной задолженности;

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

Порядок расчета денежного потока для всего инвестированного капитала представлен в табл. 9.

Т а б л и ц а 9

Расчет денежного потока для всего инвестированного капитала

| Знак действия | Показатель   |
|---------------|--|
| Плюс          | Денежный поток для собственного капитала   |
|               | Выплата процентов по задолженности, которые ранее были вычтены при расчете чистой прибыли  |
| Минус         | Часть налога на прибыль (т.к. Ранее проценты по задолженности вычитались из прибыли до уплаты налогов, возвращая их назад следует уменьшить сумму на величину налога на прибыль) |
| <b>Итого</b>  | <b>Денежный поток для всего инвестиционного капитала</b>   |

В денежном потоке для всего инвестированного капитала чистая прибыль включает величину процентов по долгосрочным кредитам, так как весь инвестированный капитал работает не только на создание прибыли, но и на выплату процентов по кредитам, и если не учесть выплаченные проценты, произойдет недооценка эффективности использования капитала. Следовательно, в денежном потоке для собственного капитала приходится учитывать прогнозируемый уровень задолженности с учетом начисляемых процентов, чего не требуется при анализе денежного потока для всего инвестированного капитала. А спрогнозировать уровень задолженности и начисляемые проценты довольно сложно, так как уровень задолженности зависит не только от требуемых капиталовложений, но и от наличия собственных средств, причем процентные ставки за период прогнозирования могут измениться, что требует консультаций с банковскими работниками по поводу тенденций изменения ставок процента по задолженностям.

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

Длительность прогнозного периода определяется с учетом планов руководства по развитию (ликвидации) предприятия в ближайшие годы,



динамики стоимостных показателей (выручки, себестоимости, прибыли, цен), тенденций изменения спроса, объемов производства и продаж.

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

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

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

- планы руководства по развитию (ликвидации) предприятия в ближайшие годы;

- динамика стоимостных показателей (выручки, себестоимости, прибыли, цен);

- тенденции изменения спроса, объемов производства и продаж.

В качестве периода прогнозирования может быть выбран:

- период, по достижении которого темпы роста дохода предприятия стабилизируются;

- период существования компании с учетом планов руководства (может быть связан с окончанием договора аренды на имущество компании);

- продолжительность создания, эксплуатации и, если необходимо, ликвидации объекта;

- период достижения заданных характеристик доходности, требований и предпочтений инвестора;

- срок реализации инвестиционного проекта по внедрению новой продукции.

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

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

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

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

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

- 1) косвенный метод;

- 2) прямой метод.

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

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

При оценке инфляционные ожидания учитываются в случае, когда темп роста инфляции для издержек значительно отличается от темпа роста цен на производимую продукцию. В случае использования «инфляционного» денежного потока инфляционная составляющая должна присутствовать и в ставке дисконтирования.

Однако инфляционные ожидания довольно сложно прогнозировать.

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

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

При прогнозе валовой выручки учитываются:

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

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

– учесть ретроспективные взаимозависимости и тенденции (иногда исторические тенденции могут оказаться неточными);

– изучить структуру расходов, в особенности соотношение постоянных и переменных издержек;

– изучить единовременные и чрезвычайные статьи расходов, которые могут фигурировать в финансовой отчетности за прошлые годы, но в будущем не встретятся;

– оценить инфляционные ожидания для каждой категории издержек;

– рассчитать затраты на выплату процентов по кредитам на основе прогнозируемых уровней задолженности;

– сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими показателями для предприятий-конкурентов или с аналогичными среднеотраслевыми показателями;

– спрогнозировать и обосновать необходимость инвестиций, направляемых на замену изношенного оборудования, приобретение нового для расширения объемов производства и т.п.;

– определить амортизационные отчисления исходя из нынешнего наличия активов и из будущего их прироста и выбытия;

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

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

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

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

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

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

Величина текущих активов (запасов, дебиторской задолженности) и текущих пассивов зависит от выручки; чем больше выручка, тем большая величина собственного оборотного капитала требуется для нормального функционирования предприятия.

Поэтому динамику собственного оборотного капитала можно прогнозировать в зависимости от выручки либо на основе отдельного прогнозирования изменений текущих активов и пассивов. В отчете свой выбор можно обосновать, например, так: «Для прогноза потребности в собственном оборотном капитале оценщик использовал соотношение собственного оборотного капитала и объема продаж. Этот показатель за прошлые периоды составляет в среднем 20 %. Оценщик предполагает, что такие условия, требующие значительной величины собственного оборотного капитала, сохранятся на весь прогнозируемый период».

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

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

2) необходимость учета стоимости денег во времени;

3) фактор риска.

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

- для денежного потока для собственного капитала – модель оценки капитальных активов, модель кумулятивного построения;
- для денежного потока для всего инвестированного капитала – модель средневзвешенной стоимости капитала.

После определения ставок дисконтирования рассчитывают стоимость предприятия в постпрогнозный период, для чего часто используют модель Гордона, затем определяют текущую стоимость ожидаемых денежных потоков и реверсии и вносят заключительные поправки.

При эффективном управлении предприятием срок его жизни стремится к бесконечности. Прогнозировать на несколько десятков или сотен лет вперед нецелесообразно, так как чем дольше период прогнозирования, тем ниже точность прогноза.

Чтобы учесть доходы, которые может принести бизнес за пределами периода прогнозирования, определяется стоимость реверсии.

*Реверсия* – это:

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

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период выбирается один из методов, представленных в табл. 10.

Т а б л и ц а 10

Метод расчета стоимости предприятия на конец прогнозного периода (реверсии)

| Название метода                           | Условия и особенности применения   |
|---|--|
| 1   | 2  |
| Метод расчета по ликвидационной стоимости | Если в постпрогнозный период ожидается банкротство предприятия с последующей продажей имеющихся активов. Учитываются расходы, связанные с ликвидацией, и скидка на срочность в случае срочной ликвидации. Не применяется для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль и находящегося на стадии роста |
| Метод расчета по стоимости чистых активов | Если бизнес стабилен и его характеристикой является значительные материальные активы (фондоемкие производства); если на конец прогнозного периода ожидается продажа активов предприятия по рыночной стоимости  |
| Метод предполагаемой продажи              | Если аналогичные предприятия часто продаются-покупаются и можно обосновать тенденцию изменения их стоимости. Денежный поток пересчитывается в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний                           |
| Модель Гордона                            | Основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны   |

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

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

$$FV = \frac{CF_{n+1}}{DR - t}, \quad (13)$$

где  $FV$  – ожидаемая стоимость в постпрогнозный период;

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

$DR$  – ставка дисконтирования;

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

Условия применения модели Гордона:

- 1) темпы роста дохода стабильны;
- 2) капитальные вложения в постпрогножном периоде примерно равны амортизационным отчислениям;

3) темпы роста дохода не превышают ставки дисконтирования, иначе оценка по модели будет давать иррациональные результаты;

4) темпы роста дохода умеренные, например, не превышают 3-5 %, так как большие темпы роста невозможны без дополнительных капитальных вложений, которых данная модель не учитывает. К тому же постоянные большие темпы роста дохода на неопределенно длительный период времени вряд ли реалистичны.

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

$$t = \frac{CF_{(n+1)} - CF_n}{CF_n} = \text{const}. \quad (14)$$

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

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

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

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

$$DF_i = \frac{1}{(1 + DR)^i}, \quad (15)$$

где  $i$  – номер года прогнозного периода.

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

$$DF_i = \frac{1}{(1 + DR)^{i-0,5}}. \quad (16)$$

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

Примеры ставок дисконтирования и соответствующие им коэффициенты текущей стоимости, различающиеся по годам, представлены в табл. 11, из которой видно, что чем дальше период получения одной денежной единицы от текущего момента времени, тем ниже текущая стоимость этой денежной единицы. Так, при ставке дисконтирования 20 % ожидаемый к получению через один год один рубль «стоит» сегодня 83,333 коп., а ожидаемый через четыре года – 48,225 коп.

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

Т а б л и ц а 11

Ставки дисконтирования и коэффициенты текущей стоимости

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

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

Предварительная величина стоимости бизнеса имеет две составляющие:

- 1) текущая стоимость денежных потоков в течение прогнозного периода;
- 2) текущее значение стоимости в послепрогнозный период.

Порядок определения текущей стоимости денежных потоков и реверсии представлен в табл. 12.

Т а б л и ц а 12

Расчет текущей стоимости денежных потоков и реверсии

| Показатель   | 1 -й год                        | 2-й год                       | 3-й год                       | Постпрогнозный период      |
|--|---------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| Денежный поток (CF <sub>n</sub> )                                      | CF <sub>1</sub>                 | CF <sub>2</sub>               | CF <sub>3</sub>               | CF <sub>4</sub>            |
| Стоимость на конец прогнозного периода, рассчитанная по модели Гордона | —                               | —                             | —                             | $FV = \frac{CF_4}{DR - t}$ |
| Коэффициент текущей стоимости (DF)                                     | $DF_1 = \frac{1}{(1 + DR)^1}$   | $DF_2 = \frac{1}{(1 + DR)^2}$ | $DF_3 = \frac{1}{(1 + DR)^3}$ | DF <sub>3</sub>            |
| Текущая стоимость денежных потоков и реверсии                          | $PV_1 = CF^1 \times DF^1$       | $PV_2 = CF^2 \times DF^2$     | $PV_3 = CF^3 \times DF^3$     | $PV_4 = CF^4 \times DF^4$  |
| Стоимость предприятия  | $V = PV_1 + PV_2 + PV_3 + PV_4$ |                               |                               |                            |

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

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

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

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

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

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

В результате оценки предприятия методом дисконтирования денежных потоков получается стоимость контрольного ликвидного пакета акций.



Если же оценивается не контрольный пакет, то необходимо сделать скидку на недостаток прав контроля.

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

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

В зависимости от выбранной модели денежного потока применяют различные методы определения ставки дисконтирования, наиболее распространенные представлены в табл. 13.

Т а б л и ц а 13

Методы определения ставки дисконтирования

| Вид денежного потока                              | Методы определения ставки дисконтирования                  |
|---|--|
| Денежный поток для собственного капитала          | Метод кумулятивного построения                             |
|   | Модель оценки капитальных активов ( <i>SAMP</i> )          |
| Денежный поток для всего инвестиционного капитала | Модель средневзвешенной стоимости капитала ( <i>WACC</i> ) |

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

Использование методов, перечисленных в табл. 13, позволяет получить годовую ставку дисконтирования. Однако иногда при дисконтировании денежного потока требуется определение текущей стоимости денежных потоков меньших периодов, например, при анализе вариантов реконструкции, в некоторых случаях при оценке незавершенного строительства (если анализируются затраты на завершение строительства объекта) и т.п.

Для преобразования годовой ставки дисконтирования используют формулы

$$\begin{aligned}
 DR_{\text{за полугодие}} &= (1 + DR_{\text{за год}})^{1/2} - 1; \\
 DR_{\text{за квартал}} &= (1 + DR_{\text{за год}})^{1/4} - 1; \\
 DR_{\text{за месяц}} &= (1 + DR_{\text{за год}})^{1/12} - 1.
 \end{aligned}
 \tag{17}$$

Далее изложены основные методы определения ставок дисконтирования.

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

*Метод кумулятивного построения (метод суммирования, кумулятивный метод)* основан на суммировании безрисковой ставки дохода и надбавок за риск инвестирования в оцениваемое предприятие.

Метод наилучшим образом учитывает все виды рисков инвестиционных вложений, связанные как с факторами общего для отрасли и экономики характера, так и со спецификой оцениваемого предприятия.

Расчеты проводят по формуле

$$DR = DR_j + \sum_{i=1}^n R_i, \quad (18),$$

где  $DR$  – ставка дисконтирования;

$DR_j$  – безрисковая ставка дохода;

$R_i$  – премия за  $i$  вид риска;

$n$  – количество премий за риск.

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

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

В России в качестве безрисковой может быть использована ставка дохода по еврооблигациям Российской Федерации (евробондам) с различными сроками погашения. Часто берется ставка доходности по еврооблигациям Российской Федерации со сроком погашения через 10 лет, но в зависимости от целей оценки могут учитываться и другие сроки погашения облигаций. В качестве безрисковой возможно также использование ставки по депозитам наиболее надежных банков. Безрисковые вложения, как правило, приносят минимальный уровень дохода, а для оценки надбавок за риск в оценочной деятельности широко используется метод экспертного определения премий за риск для отдельного предприятия (табл. 14).

Т а б л и ц а 14

## Премии за риск отдельной компании

| Вид риска   | Вероятный интервал значений, % |
|---|--------------------------------|
| Качество управления   | 0-5                            |
| Размер компании   | 0-5                            |
| Финансовая структура (источники финансирования предприятия) | 0-5                            |
| Товарная и территориальная диверсификация                   | 0-5                            |
| Диверсифицированность клиентуры                             | 0-5                            |
| Доходы: рентабельность и прогнозируемость                   | 0-5                            |
| Прочие особенные риска                                      | 0-5                            |

В российской оценочной практике экспертная оценка премий за риск обычно представляется в следующем виде (табл. 15).

Т а б л и ц а 15

## Характеристика премий за риск, связанный с инвестированием в конкретное предприятие

| Вид риска   | Вероятный интервал значений, % | Параметры риска  |
|---|--------------------------------|--|
| Руководящий состав: ключевая фигура, качество управления    | 0-5                            | Независимость (зависимость) от одной ключевой фигуры; наличие (отсутствие) управленческого резерва   |
| Размер предприятия  | 0-5                            | Крупное (среднее, малое); монопольная или конкурентная форма рынка   |
| Финансовая структура (источники финансирования предприятия) | 0-5                            | Соответствующая нормам или завышенная доля заемных источников в совокупном капитале предприятия  |
| Товарная и территориальная диверсификация                   | 0-5                            | Широкий (узкий) ассортимент продукции; масштабы сбыта: внешний, региональный, местный рынок  |
| Диверсифицированность клиентуры                             | 0-5                            | Широкий или узкий круг потребителей; незначительная (значительная) доля в объеме продаж, приходящаяся на одного или нескольких потребителей                      |
| Уровень и прогнозируемость прибылей                         | 0-5                            | Стабильность (нестабильность) уровня дохода; рентабельность; наличие (отсутствие) информации за последние 3-5 лет о деятельности предприятия для прогнозирования |
| Прочие риски  | 0-5 и более                    | Глобальные риски и специфические, присущие оцениваемому предприятию  |

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

*Модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model – CAPM)* основана на анализе массивов информации фондового рынка. Модель была разработана Уильямом Шарпом в 60-х годах XX в. и до сих пор активно используется для оценки стоимости акций, собственного капитала.

Ставка дисконтирования определяется по формуле

$$DR = R_j + \beta(R_m - R_j) + S_1 + S_2 + C, \quad (19)$$

где  $DR$  – требуемая норма дохода на собственный капитал;

$R_j$  – норма дохода по безрисковым вложениям;

$\beta$  – коэффициент бета;

$R_m$  – среднерыночная норма доходности;

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

$S_2$  – дополнительная норма дохода за риск инвестирования в малую компанию;

$C$  – дополнительная норма дохода, учитывающая страновой риск.

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

На фондовом рынке выделяются два вида риска:

- 1) несистематический риск;
- 2) систематический риск.

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

Несистематический риск может быть устранен за счет удачной диверсификации производства и продукции. Как правило, различают два типа несистематического риска: предпринимательский и финансовый.

*Предпринимательские риски* связаны с характером оцениваемого бизнеса: конкуренция в отрасли, ассортимент продукции, качество управления компанией, клиентура и др.

*Финансовый риск* отражает вероятность возникновения сложностей, связанных с финансированием деятельности конкретного предприятия. Размер компании определяет степень доступности для нее внешних финансовых ресурсов: чем больше компания, тем, при прочих равных условиях, больше средств и на более выгодных условиях она может мобилизовать в случае необходимости. Это повышает маневренность в управлении финансами и устойчивость бизнеса. К тому же крупная компания может быть монополистом на рынке или градообразующим предприятием, что дает дополнительные преимущества перед потенциальными конкурентами.

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

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

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

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

Существуют два основных метода расчета коэффициента бета  $\beta$ :

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

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

С одной стороны, модель *SAPM* предпочтительнее метода кумулятивного построения, так как статистически рассчитываемый коэффициент  $\beta$  позволяет избегать субъективности в оценке.

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

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

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

*Модель средневзвешенной стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital – WACC)* предполагает определение ставки дисконтирования суммированием взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства, где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала.

Ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам и рассчитывается по следующей формуле:

$$WACC = \sum_{i=1}^n k_i W_i, \quad (20)$$

где  $WACC$  – средневзвешенная стоимость капитала (ставка дисконтирования);

$k_i$  – стоимость привлечения капитала из  $i$ -го источника;

$W_i$  – доля  $i$ -го источника капитала в структуре капитала предприятия;

$n$  – количество источников средств.

Обычно эту модель детализируют следующим образом:

$$WACC = k_d (1 - t_c) W_d + k_p W_p + k_s W_s, \quad (21)$$

где  $k_d$  – стоимость привлечения заемного капитала:

$t_c$  – ставка налога на прибыль предприятия;

$W_d$  – доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;

$k_p$  – стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);

$W_p$  – доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;

$k_s$  – стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции);

$W_s$  – доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

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

## 5.2. Затратный подход и его методы

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

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

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

Если предприятие находится в режиме сокращенного воспроизводства или в его отношении осуществляется процедура наблюдения или внешнего управления, то стоимость действующего предприятия можно определить с большой долей условности, поскольку такое предприятие является, как правило, убыточным. Это делает практически невозможным применение доходного подхода. При отсутствии предприятий-аналогов невозможно использовать сравнительный подход. Таким образом, в распоряжении антикризисного управляющего остается в основном затратный подход, с помощью которого стоимость действующего предприятия определяется с использованием в его рамках метода чистых активов и метода ликвидационной стоимости.

Затратный подход основан на определении рыночной стоимости активов и текущей стоимости обязательств. Базовая формула затратного подхода выглядит так:

$$\text{Стоимость предприятия} = \text{Активы} - \text{Обязательства.} \quad (22)$$

Методов затратного подхода тоже два.

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

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

Рассмотрим эти методы подробнее.

**1. Метод чистых активов** основан на корректировке баланса предприятия в связи с тем, что балансовая стоимость активов и обязательств предприятия редко соответствует их рыночной стоимости.

Корректировка баланса предприятия проводится в несколько этапов:

1) оценивается обоснованная рыночная стоимость каждого актива баланса в отдельности;

2) определяется текущая стоимость обязательств предприятия;

3) рассчитывается оценочная стоимость собственного капитала предприятия как разница между обоснованной рыночной стоимостью суммы активов предприятия и текущей стоимостью всех его обязательств.

Метод чистых активов является косвенным методом определения стоимости коммерческого предприятия. Полученная таким образом стоимость действующего предприятия не всегда объективно отражает его действительную стоимость, но из-за дефицита рыночной информации этот метод является одним из базовых для выяснения стоимости бизнеса в России.

В рамках оценки бизнеса при использовании метода чистых активов традиционный баланс предприятия заменяется скорректированным балансом, в котором все активы (материальные и нематериальные), а также все обязательства показаны по рыночной или какой-либо другой подходящей текущей стоимости.

Расчет по определению стоимости чистых активов представляется в форме табл. 16.

Т а б л и ц а 16

Расчет стоимости чистых активов

| № п/п | Показатель  | Величина показателя по балансу, тыс. руб.  | Величина показателя по оценке, тыс. руб.  |
|-------|---|--|---|
|       | <i>I. Активы</i>  |  |   |
| 1     | Нематериальные активы                                   | Величины показателей переписываются из баланса предприятия на последнюю отчетную дату (максимально приближенную к дате оценки) | Величины стоимостей показателей определяются оценщиком. Полученные значения могут совпадать либо существенно отличаться от значений баланса |
| 2     | Основные средства                                       |  |   |
| 3     | Незавершенное строительство                             |  |   |
| 4     | Доходные вложения в материальные ценности               |  |   |
| 5     | Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения        |  |   |
| 6     | Прочие внеоборотные активы                              |  |   |
| 7     | Запасы  |  |   |
| 8     | НДС по приобретенным ценностям                          |  |   |
| 9     | Дебиторская задолженность                               |  |   |
| 10    | Денежные средства                                       |  |   |
| 11    | Прочие оборотные активы                                 |  |   |
| 12    | Итого активы, принимаемые к расчету (сумма стр. 1-11)   |  |   |
|       | <i>II. Пассивы</i>                                      |  |   |
| 13    | Долгосрочные обязательства по займам и кредитам         |  |   |
| 14    | Прочие долгосрочные обязательства                       |  |   |
| 15    | Краткосрочные обязательства по займам и кредитам        |  |   |
| 16    | Кредиторская задолженность                              |  |   |
| 17    | Задолженность учредителям по выплате доходов            |  |   |
| 18    | Резервы предстоящих расходов                            |  |   |
| 19    | Прочие краткосрочные обязательства                      |  |   |
| 20    | Итого пассивы, принимаемые к расчету (сумма стр. 13-19) |  |   |
| 21    | Стоимость чистых активов (стр. 12 – стр. 20)            |  |   |



Стоимость каждого из активов и пассивов определяется индивидуально для каждого класса активов – пассивов.

*Активы, участвующие в расчете*, – это денежное и неденежное имущество предприятия, в состав которого включаются по балансовой стоимости следующие статьи:

- 1) внеоборотные активы;
- 2) запасы и затраты, денежные средства, расчеты и прочие активы.

*Внеоборотные активы* отражаются в первом разделе баланса.

Из расчетов исключается балансовая стоимость собственных акций общества, выкупленных у акционеров.

*Особенности корректировки первого раздела баланса* представлены в табл. 17.

Т а б л и ц а 17

Особенности корректировки раздела I баланса при методе чистых активов

| № п/п | Этап работ по корректировке стоимости активов                     | Примечание   |
|-------|---|--|
| 1     | Выявляются и оцениваются нематериальные активы                    | При расчете величины чистых активов принимаются только те нематериальные активы, учитываемые в первом разделе бухгалтерского баланса, отвечающие требованиям: непосредственно используются в основной деятельности предприятия и приносят доход; имеют документальное подтверждение затрат, связанных с их приобретением или созданием |
| 2     | Определяется рыночная стоимость недвижимости                      | Оцениваются все объекты, независимо от того, используются ли они в повседневной производственной деятельности предприятия  |
| 3     | Определяется обоснованная рыночная стоимость машин и оборудования | Чаще всего применяется затратный подход к оценке, рыночная и балансовая стоимости могут совпадать  |
| 4     | Определяется рыночная стоимость финансовых вложений предприятия   | Если вложения (акции) котируются, то их стоимость известна из данных фондового рынка; если не котируются – оценщик проводит расчеты по определению их стоимости; если предприятия, в которые были вожены деньги, перестали существовать – оценщик подтверждает факт их ликвидации выпиской из реестра                                  |
| 5     | Оцениваются незавершенные капитальные вложения                    | Находящиеся на балансе предприятия объекты незавершенного строительства и оборудование к установке принимаются в расчеты по балансовой стоимости   |

*Корректировка второго раздела баланса предприятия.* В целях оценки корректируются запасы и затраты, денежные средства, расчеты и прочие

активы, показываемые во втором разделе бухгалтерского баланса, за исключением задолженности участников (учредителей) по их вкладам в уставный капитал и балансовой стоимости собственных акций, выкупленных у акционеров.

Рассмотрим особенности корректировки отдельных статей второго раздела баланса предприятия.

*Товарно-материальные запасы* переводятся в текущую стоимость, производственные запасы оцениваются по текущим ценам с учетом затрат на транспортировку и складирование, устаревшие, пришедшие в негодность запасы списываются. Запасы могут накопить значительный износ, который учитывается в расчетах, определяется оценщиком самостоятельно или с привлечением сторонних специалистов по экспертизе подобных запасов. Так, пролежавшая несколько лет на складе дорогая ткань по результатам экспертизы может быть идентифицирована как ветошь, и соответственно после корректировки ее стоимость будет незначительной.

*Готовая продукция* оценивается по рыночной стоимости.

Не корректируется та часть готовой продукции, которая выпущена в соответствии с заключенным договором.

*Расходы будущих периодов* оцениваются по номинальной стоимости, если еще существует связанная с ними выгода, если же выгода отсутствует, то величина расходов будущих периодов списывается.

Вывод оценщика:

«Стоимость расходов будущих периодов не корректировалась и оценивалась по номинальной стоимости, так как у предприятия существует связанная с данными активами выгода».

*Денежные средства* не подлежат корректировке, если нет счетов в проблемных банках.

*Дебиторская задолженность* анализируется по срокам ее погашения, выявляется просроченная задолженность с последующим разделением ее на две части:

– безнадежную, которая исключается из расчетов по определению стоимости, например дебиторская задолженность, по которой истек трехлетний срок исковой давности (ст. 196 ГК РФ);

– задолженность, которую предприятие еще надеется получить (она участвует в расчетах, оценивается дисконтированием будущих основных сумм и выплат процентов к их текущей стоимости).

При анализе дебиторской задолженности оценщик должен проверить, не являются ли сомнительными векселя, выпущенные другими предприятиями. При оценке выданных авансов и дебиторской задолженности прочих покупателей и заказчиков, величина которых незначительна, их рыночная стоимость обычно принимается равной номинальной сумме.

Если платежи по погашению дебиторской задолженности ожидаются в течение трех месяцев от надежного дебитора, стоимость такой задолженности не дисконтируется, а принимается равной величине, указанной в балансе. Если принято решение дисконтировать часть дебиторской задолженности, то рыночная стоимость этой дебиторской задолженности определяется умножением величины балансовой стоимости задолженности на коэффициент дисконтирования в зависимости от срока неплатежа по обязательствам.

Коэффициенты дисконтирования определяются для каждой из организации-дебитора с учетом срока неплатежа по денежным обязательствам. Дебиторская задолженность, которую можно продать на рынке долговых обязательств, оценивается по данным этого рынка.

*Пассивы, участвующие в расчете*, – это обязательства предприятия, в состав которых включаются следующие статьи:

- долгосрочные и краткосрочные обязательства по займам и кредитам;
- прочие долгосрочные обязательства;
- кредиторская задолженность;
- задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов;
- резервы предстоящих расходов;
- прочие краткосрочные обязательства.

Обязательства предприятия переводятся в текущую стоимость.

Вычитанием стоимости обязательств предприятия из рыночной стоимости его активов получают рыночную стоимость собственного капитала предприятия или соответственно стоимость 100 % пакета акций. В случае оценки не контрольного пакета акций делается скидка.

**2. Метод ликвидационной стоимости** основан на определении разности между стоимостью имущества, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и раздельной продаже его активов на рынке, и издержками на ликвидацию.

При определении ликвидационной стоимости предприятия необходимо учитывать все расходы, связанные с ликвидацией предприятия: комиссионные и административные издержки по поддержанию работы предприятия до его ликвидации, расходы на юридические и бухгалтерские услуги.

Оценка ликвидационной стоимости производится в следующих случаях:

- прибыль предприятия от производственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью его чистых активов;
- предприятие убыточное, и стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности;
- принято решение о ликвидации предприятия;
- предприятие находится в стадии банкротства;

– требуется основа для принятия управленческих решений при финансировании предприятия-должника, финансировании реорганизации предприятия; при осуществляемой без судебного разбирательства санации предприятия; при выработке плана погашения долгов предприятия-должника, оказавшегося под угрозой банкротства; при выявлении и обосновании возможности выделения отдельных производственных мощностей предприятия в экономически самостоятельные организации и др.

При определении ликвидационной стоимости различают три вида ликвидации:

- 1) упорядоченная ликвидация;
- 2) принудительная ликвидация;
- 3) ликвидация с прекращением существования активов предприятия.

*Упорядоченная ликвидация* – это распродажа активов в течение разумного периода, чтобы можно было получить максимальные суммы от продажи активов. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около двух лет. Он включает время подготовки активов к продаже, время доведения информации о продаже до потенциальных покупателей, время на обдумывание решения о покупке и аккумулирование финансовых средств для покупки, саму покупку, перевозку и т.п.

*Принудительная ликвидация* означает, что активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.

*Ликвидация с прекращением существования активов предприятия* рассчитывается в случае, когда активы предприятия не распродаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое предприятие, дающее значительный экономический либо социальный эффект. Стоимость предприятия в этом случае является отрицательной величиной, так как требуются определенные затраты на ликвидацию активов.

Последовательность работ по расчету ликвидационной стоимости предприятия при упорядоченной или ускоренной ликвидации совпадает, изменяются лишь методы оценки из-за различий в учете сроков продажи активов (среднерыночных или ускоренных сроков экспозиции объектов на рынке). Этапы оценки предприятия в этом случае следующие:

- 1) обоснование выбора ликвидационной стоимости;
- 2) разработка календарного графика продажи активов предприятия (время на реализацию активов: недвижимого имущества, затрат, машин и оборудования);
- 3) расчет текущей стоимости активов (за вычетом затрат на их ликвидацию):

– прямые затраты на ликвидацию (комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы, которые платятся при продаже);

– расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации;

4) скорректированная стоимость оцениваемых активов с учетом графика их продажи дисконтируется на дату оценки по ставке дисконтирования с учетом риска, связанного с этой продажей;

5) прибавляется (или вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода;

6) рассчитывается величина обязательств предприятия (преимущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами);

7) определение ликвидационной стоимости предприятия (из скорректированной текущей стоимости активов вычитаются обязательства предприятия).

*Обоснование выбора ликвидационной стоимости.* В соответствии с законодательством при отказе от определения рыночной стоимости оценщик должен обосновать выбор другого, отличающегося вида стоимости, например цель оценки – определить стоимость предприятия, в отношении которого применена процедура банкротства, на дату оценки находящаяся на стадии исполнительного производства. В соответствии с поставленной целью оценки базой оценки не может являться рыночная стоимость. Это объясняется тем, что реализация имущества в порядке исполнительного производства предполагает крайне сжатые сроки реализации (до одного месяца), незначительный объем рекламы, а также отсутствие какой-либо предпродажной подготовки объекта.

Такие чрезвычайные обстоятельства обязательно отразятся на цене сделки, так как сжатые сроки и недостаток рекламы не способствуют созданию условий конкуренции и не позволяют сторонам сделки получить и проанализировать всю необходимую информацию.

К тому же указанный сегмент рынка не является открытым по следующим причинам:

– выступать на рынке реализации арестованного имущества в качестве продавцов может только незначительное число предприятий;

– из-за коротких сроков проведения продажи и локального характера рекламы, определяемого использованием для объявлений о торгах местных СМИ, участие предприятий или физических лиц в качестве покупателей также резко ограничено.

Согласно стандартам оценочной деятельности, обязательным к применению субъектами оценочной деятельности Российской Федерации, утвержденным постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 № 519, ликвидационная стоимость объекта оценки – это стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

Из приведенного определения следует вывод о том, что основным фактором, влияющим на величину ликвидационной стоимости и отличающим ее от рыночной, является фактор вынужденной продажи, что характерно для нерыночных условий продажи имущества.

К тому же при определении стоимости ликвидируемого предприятия денежная сумма, получаемая от вынужденной продажи имущества в ограниченный отрезок времени, не позволяющий значительному числу потенциальных покупателей ознакомиться с объектом и условиями продажи, как правило, существенно ниже рыночной, и должна быть еще уменьшена на затраты, связанные с ликвидацией предприятия. Следовательно, цена продажи активов в этом случае является вынужденной ценой для собственника.

*Разработка календарного графика ликвидации активов предприятия.* Такой график формируют с целью максимизировать выручку от продажи активов для погашения имеющейся за предприятием задолженности. Различные виды активов продаются за различные сроки. Недвижимость (земля, здания и т.п.) продается от года до двух лет. Остальные активы, например запасы, сырье и материалы, можно реализовать сразу после принятия решения о продаже активов.

Обычно проводится упорядоченная ликвидация. В частности, проведение процедуры конкурсного производства длится в течение года и может быть продлено на шесть месяцев, поэтому существует возможность упорядоченной ликвидации. В этом случае ликвидационная стоимость предприятия определяется на дату оценки дисконтированием вырученных от продажи активов сумм, уменьшенных на сопутствующие затраты. Ставка дисконтирования должна учитывать связанный с этой продажей риск.

*Расчет текущей стоимости активов.* Стоимость активов корректируется на величину накладных расходов по их реализации, а ставка дисконтирования повышается на величину риска продаж соответствующих активов при их ликвидации.

Оценка ликвидационной стоимости дебиторской задолженности конкретных дебиторов проводится как вероятная выручка от продажи их задолженности, установленная на уровне величины соответствующего долга, уменьшенной на принятый на вексельном рынке (либо рынке контрактных цессий) дисконт, который зависит от того, чей долг продается и когда наступает срок его погашения. Дебиторскую задолженность по

должникам, чьи обязательства на рынке долгов не котируются, не следует учитывать в расчетах по определению ликвидационной стоимости.

В случае ускоренной ликвидации продажа активов должна произойти в короткие сроки. Это обстоятельство приводит к потерям. Поэтому соотношение между рыночной и ликвидационной стоимостью может быть выражено простейшей формулой:

$$C_{\text{лик}} = C_{\text{рын}} \times (1 - K_{\text{вын}}), \quad (23)$$

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

$C_{\text{рын}}$  – рыночная стоимость исследуемого объекта;

$K_{\text{вын}}$  – корректировка на вынужденность продажи,  $0 < K_{\text{вын}} < 1$ .

*Корректировка пассивной части баланса.* Такая корректировка проводится по долгосрочной и текущей задолженности. Особое внимание при этом уделяется расчетам по привилегированным акциям, налоговым платежам и условным обязательствам, которые могут возникнуть в результате будущих возможных судебных разбирательств.

*Определение ликвидационной стоимости предприятия.* В состав затрат, связанных с ликвидацией предприятия, входят затраты по налогообложению, страхованию и охране активов до их продажи, выходные пособия и выплаты работникам предприятия, управленческие расходы (в том числе юристов, оценщиков и т.д.). Все расходы, за исключением выплат работникам предприятия, дисконтируются по повышенной ставке.

Если оценка проводилась на стадии проведения процедуры банкротства, конкурсный управляющий должен учитывать предоставленную оценщиком информацию о том, в какие сроки могут быть проданы разные активы предприятия. Эти сроки зависят от степени загрязнения земельного участка, состояния зданий и сооружений, инвестиционной активности отрасли или региона, от эффективности рекламной кампании и действий риэлтеров, занимающихся продажей недвижимости, от профиля предприятия (чем более универсален характер производства, тем легче его перепрофилировать и тем быстрее можно продать) и т.д.

После определения всех затрат, связанных с ликвидацией предприятия, производится уменьшение скорректированной стоимости всех активов баланса на сумму текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также на величину всех обязательств предприятия. В результате получается величина ликвидационной стоимости предприятия.

Делая итоговый вывод о ликвидационной стоимости предприятия, оценщик должен проанализировать факторы, имеющие отношение к собственному имуществу, и факторы, которые обуславливают уровень управления предприятием. Если ситуация банкротства предприятия вызвана низким уровнем управления, то это обстоятельство не должно негативно отразиться на величине ликвидационной стоимости предприятия. Если же

причины банкротства – высокая степень износа активной и пассивной частей активов предприятия, негативные особенности местоположения, то эти факторы существенно снизят уровень ликвидационной стоимости предприятия.

### 5.3. Сравнительный подход и его методы

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

Аналог объекта оценки – это сходный по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам другой объект, цена которого (стоимость акций) известна из сделки, состоявшейся при сходных условиях. Точность оценки зависит от качества собранных данных, включающих физические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и финансирования. Для сравнения выбираются конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты, проводится соответствующая корректировка данных. В основу приведения поправок положен принцип вклада.

При реализации сравнительного подхода изучают соответствующий сегмент рынка и выбирают конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты, проводится соответствующая корректировка данных для последующего сравнения. В основу приведения поправок положен принцип вклада.

Преимущества сравнительного подхода:

- если есть достаточная информация об аналогах, получаются точные результаты;

- подход отражает рынок, учитывая реальное соотношение спроса и предложения на подобные объекты, так как основан на сравнении оцениваемого предприятия с аналогами, уже купленными недавно или акции которых свободно обращаются на финансовых рынках;

- в цене предприятия отражаются результаты его производственно-хозяйственной деятельности.

Недостатки сравнительного подхода:

- базируется только на ретроспективной информации, практически не учитывает перспективы развития предприятия;

- сложно, а иногда невозможно собрать финансовую информацию об аналогах (из-за недостаточного развития фондового рынка многие акционерные общества не дают свои котировки на фондовый рынок, а закрытые акционерные общества, которых очень много, не раскрывают финансовую информацию);



– требуется вносить существенные корректировки из-за сильных различий предприятий между собой (различаются оборудование, ассортимент, стратегии развития, качество управления и т.д.).

Сравнительный подход реализуется посредством трех методов.

1. *Метод рынка капитала* основан на реальных ценах акций открытых предприятий, сложившихся на фондовом рынке. Базой для сравнения служит цена на единичную акцию акционерного общества. Используется для оценки неконтрольного пакета акций.

2. *Метод сделок* – для сравнения берутся данные по продажам контрольных пакетов акций компаний либо о продажах предприятий целиком, например, при поглощениях или слияниях. Метод применяется при покупке контрольного пакета акций открытого предприятия, а также для оценки закрытых компаний, которые работают на том же сегменте рынка, что и открытые, и имеют аналогичные финансовые показатели. Включает анализ мультипликаторов.

3. *Метод отраслевых коэффициентов* – предполагает использование соотношений или показателей, основанных на данных о продажах компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику. Отраслевые коэффициенты рассчитываются специальными исследовательскими институтами на основе длительных статистических наблюдений за ценой продажи предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками.

Метод отраслевых коэффициентов еще не получил достаточного распространения в отечественной практике, так как рынок купли-продажи готового бизнеса в России только развивается, информация о реальных ценах сделок часто недоступна, к тому же для получения более точных результатов требуется длительный период наблюдения.

Предприятия могут существенно отличаться друг от друга. Поэтому для их сравнения необходимы корректировки:

– если различаются виды деятельности предприятий и некоторые из видов деятельности не привлекательны для покупателя, к цене применяется портфельная скидка;

– если предприятие владеет непроизводственными основными фондами, их надо оценивать отдельно от основных фондов производственного назначения с учетом налога на имущество и т.п.;

– если в результате финансового анализа выявлена недостаточность собственных оборотных средств или необходимость в затратах капитального характера, эти суммы вычитают из первоначально полученной стоимости предприятия;

– отсутствие ликвидности, свойственное компаниям закрытого типа, требует соответствующей скидки.

В России для оценки предприятий обычно используются два метода сравнительного подхода: рынка капитала и сделок.

Метод рынка капитала основан на сравнении цен на единичную акцию акционерного общества. Метод сделок основан на прямом сравнении оцениваемого предприятия с аналогичными, в отношении которых известна цена контрольного пакета или предприятия целиком.

Этапы процесса оценки бизнеса методами рынка капитала и сделок совпадают:

- 1) изучение рынка и поиск аналогичных предприятий, в отношении которых имеется информация о ценах сделок или котировках акций;
- 2) финансовый анализ и повышение уровня сопоставимости информации;
- 3) расчет оценочных мультипликаторов;
- 4) применение мультипликаторов оцениваемого предприятия;
- 5) выбор величины стоимости оцениваемого предприятия;
- 6) внесение итоговых поправок на степень контроля.

Наряду с совпадением этапов оценки, методы рынка капитала и сделок имеют различия (табл. 18).

При внесении дополнительных корректировок каждый из этих методов позволяет оценить и контрольный, и неконтрольный пакеты акций предприятия.

Т а б л и ц а 18

Основные различия методов рынка капитала и сделок

| Различия                         | Особенности  |  |
|----------------------------------|--|--|
|                                  | метод рынка капитала                                     | метод сделок   |
| Типы исходной ценовой информации | Цены на единичные акции предприятий-аналогов             | Цены продаж контрольных пакетов и предприятий целиком, информация о слияниях и поглощениях предприятий |
| Время анализируемых сделок       | Данные о текущих ценах акций                             | Информация о ранее совершенных сделках   |
| Учет элементов контроля          | Цена одной акции не учитывает никаких элементов контроля | Цена контрольного пакета акций или предприятия целиком включает премию за элементы контроля            |
| Результат оценки                 | Стоимость одной акции или неконтрольного пакета акций    | Стоимость контрольного пакета акций или предприятия целиком  |

Если нужно оценить контрольный пакет предприятия, а есть информация по аналогам только о фактически проданных неконтрольных пакетах, проводится соответствующая корректировка и предварительная стоимость увеличивается на величину премии за контроль.

Если нужно оценить неконтрольный пакет акций, то из результата, полученного методом сделок, вычитается величина скидки на неконтрольный характер.

Наиболее распространенным методом расчета премий за контроль является сравнение цены, по которой акции предприятия-аналога продавались на свободном рынке за некоторое время (обычно за два месяца) до совершения сделки слияния или поглощения.

Разница в цене, выраженная в процентах к цене неконтрольного пакета акций, представляет величину премии за контроль и является базой для определения обоснованной премии за контроль, которую оценщик может скорректировать исходя из имеющейся информации по оцениваемому предприятию.

Важную роль играет подбор предприятий-аналогов для сравнения. Идеальные предприятия-аналоги – те, которые действуют в той же отрасли, что и оцениваемое предприятие, ведут подобные хозяйственные операции, имеют сравнимую номенклатуру продукции, подвержены влиянию идентичных экономических факторов, а также близки по размеру. Поиск аналогичных предприятий должен базироваться на достаточно жестких критериях отбора, важнейшие из которых:

- идентичность отрасли и продукции;
- сопоставимость по размерам, сети потребителей, степени диверсификации производства, зрелости бизнеса, стратегий развития;
- сопоставимость финансовых характеристик;
- географическая близость.

Для уточнения получаемых результатов при оценке бизнеса на основе сравнения с аналогами применяют соотношения, называемые оценочными мультипликаторами.

*Мультипликатор* – соотношение между ценой и финансовыми показателями.

Для оценки рассчитывают несколько мультипликаторов по формуле

$$M = \frac{Ц}{ФБ_i}, \quad (24)$$

где  $M$  – оценочный мультипликатор;

$Ц$  – цена продажи предприятия-аналога;

$ФБ$  – финансовый показатель предприятия. аналогичного объекту оценки.

Применение оценочных мультипликаторов базируется на предположении, что похожие предприятия имеют достаточно близкое соотношения между ценой и важнейшими финансовыми показателями. Преобразуя формулу, получаем:

$$Ц = M \times ФБ. \quad (25)$$

Таким образом, цена предприятия может быть определена умножением финансового показателя на соответствующий мультипликатор.

Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Для расчета мультипликатора необходимо:

– определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога – это даст значение числителя в формуле;

– вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки; это даст величину знаменателя.

Цена акции берется на последнюю дату, предшествующую дате оценки, либо она представляет среднее значение между максимальной и минимальной величинами цены за последний месяц.

В качестве финансовой базы должен выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки.

В оценке бизнеса обычно используют четыре группы мультипликаторов:

- 1) цена/прибыль, цена/денежный поток;
- 2) цена/дивиденды;
- 3) цена/выручка от реализации;
- 4) цена/стоимость активов.

В зависимости от конкретной ситуации суждение о стоимости предприятия может основываться на любом из мультипликаторов, или любом их сочетании. Для этого для каждого предприятия-аналога рассчитывается несколько мультипликаторов, анализируются риски и финансовые показатели, после чего выбирается мультипликатор, который максимально соответствует имеющейся финансовой информации об оцениваемом предприятии.

*Мультипликатор цена/прибыль или цена/денежный поток* используется при соблюдении следующих правил:

1) доходная база (прибыль или денежный поток) может определяться различными способами: до и после учета амортизации, выплаты процентов, налогов, дивидендов. Главным требованием является соответствие с выбранным мультипликатором предприятия-аналога;

2) выбор мультипликатора зависит не только от полученной финансовой информации, но и от структуры активов предприятий: мультипликатор «цена/денежный поток» целесообразнее использовать для оценки предприятий, владеющих недвижимостью, балансовая стоимость которой

уменьшается, хотя рыночная цена может расти. Это объясняется тем, что при расчете денежного потока амортизационные отчисления прибавляются к чистой прибыли. Если же в активах предприятия преобладает быстро устаревающее оборудование, более подходящей базой является чистая прибыль;

3) поскольку оценка бизнеса производится на конкретную дату, мультипликаторы предприятий-аналогов должны рассчитываться по материалам отчетов, максимально приближенных к дате оценки;

4) доходная база определяется на основе ретроспективных данных за ряд лет методом простой средней, средневзвешенной или трендовой прямой;

5) мультипликатор «цена/прибыль» может рассчитываться как по предприятию в целом, так и в расчете на одну акцию;

6) использование большого числа аналогичных предприятий может дать разброс величины мультипликатора. В процессе согласования необходимо установить разумный диапазон разброса, свидетельствующий о действительной сопоставимости, или объяснить причину возникновения существенных отклонений, которая должна учитываться при определении окончательной цены. Весовой коэффициент должен учитывать сопоставимость аналога и объекта оценки.

*Мультипликатор «цена/дивиденды»* может рассчитываться на базе фактически выплаченных дивидендов или на основе потенциальных дивидендных выплат. Потенциальные дивидендные выплаты представляют собой типичный для таких выплат процент от чистой прибыли по предприятиям-аналогам. Данный мультипликатор используется редко из-за возможности варьирования в порядке выплаты дивидендов у компаний. Использовать этот мультипликатор целесообразно, если дивиденды на предприятии (его аналогах) выплачиваются стабильно.

*Мультипликатор «цена/выручка от реализации» (цена/физический объем производства)* обычно используется в комплексе с другими мультипликаторами, однако наиболее целесообразно его применять при оценке в сфере услуг и при анализе предприятий, имеющих различные налоговые условия. Этот мультипликатор является модифицированным вариантом капитализации прибыли, так как предполагается, что в аналогичном бизнесе уровень рентабельности продукции практически одинаков. Оценщик должен проанализировать стабильность объемов выручки от реализации в будущем, последствия возможной смены ключевой фигуры в бизнесе, выявить различия в структуре капитала сравниваемых компаний.

Мультипликатор «цена/физический объем» целесообразно использовать для оценки бизнеса с узкой номенклатурой производства и услуг.

Мультипликатор «цена/выручка от реализации» может быть рассчитан как отношение доли прибыли в выручке от реализации к коэффициенту

капитализации прибыли. Например: прибыль компании составляет 30 % от ее продаж, а требуемый доход на инвестиции в данной отрасли составляет 35 %. В этом случае покупатели будут готовы заплатить за фирму  $0,30/0,35$  или 85,7 % годовой выручки от реализации продукции и услуг. Если за год фирма реализует продукцию на сумму 100 млн руб., то цена компании составит  $100 \times 0,857 = 85,7$  млн руб.

Мультипликатор «цена/стоимость активов» целесообразно применять при оценке холдинговых компаний, либо в тех случаях, когда необходимо за короткий срок продать значительную часть активов. Расчет мультипликатора «цена/стоимость активов» осуществляется в два этапа:

- 1) определение стоимости чистых активов (дорого и трудоемко);
- 2) определение соотношения между стоимостью акций и стоимостью активов.

Для повышения объективности оценки аналитик может использовать, например, метод избыточной прибыли или метод бездолговой оценки.

Метод избыточной прибыли – корректировка цены компании на сумму капитализированной прибыли, которая обеспечивается наличием у фирмы гудвилла и других нематериальных активов.

Метод бездолговой оценки используется при наличии существенных различий в структуре капитала оцениваемого бизнеса и сопоставимых предприятий, например, если предприятие-аналог привлекает заемные средства на долгосрочной основе, а оцениваемая компания использует только собственный капитал.

Метод бездолговой оценки основан на условном допущении, что предприятие-аналог, как и оцениваемое, не использует долгосрочных займов. Исходя из этого предположения производятся следующие расчеты:

- 1) прибыль (денежный поток) увеличивается на сумму выплачиваемых предприятием-аналогом процентов и корректируется на ставку налогообложения;
- 2) рыночная стоимость инвестированного капитала предприятия-аналога рассчитывается как сумма рыночной стоимости собственного капитала и рыночной стоимости долга;
- 3) рассчитывается мультипликатор «рыночная цена инвестированного капитала/прибыль (денежный поток)» на бездолговой основе;
- 4) определяется рыночная стоимость оцениваемого предприятия.

*Заключительный этап оценки бизнеса сравнительным подходом* – сведение воедино полученных результатов. Использование различных мультипликаторов (после всех необходимых корректировок) дает оценщику различные варианты стоимости предприятия. Выбор окончательного результата основан на придании процентного веса каждому подходу. Обычно, если активы предприятия незначительны по сравнению с получаемой прибылью, следует полагаться на мультипликатор «цена/прибыль»

(денежный поток)»; если же прибыль практически отсутствует, то целесообразно основываться на мультипликаторе «цена/стоимость активов».

*Метод отраслевых соотношений* (синонимы: *метод отраслевых коэффициентов, формульный метод*) заключается в определении ориентировочной стоимости предприятия с использованием соотношений или показателей, основанных на данных о продажах компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику.

Отраслевые коэффициенты или соотношения рассчитываются, как уже было сказано, на основе статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами.

Рынок купли-продажи готового бизнеса в России только развивается, поэтому метод отраслевых коэффициентов еще не получил достаточного распространения в отечественной практике.

На Западе рынок бизнеса развит давно и в результате обобщения были разработаны достаточно простые соотношения для определения стоимости оцениваемого предприятия.

Метод целесообразно использовать только в случаях, когда подобные предприятия часто продаются, а оценщик имеет накопленный опыт оценки объектов данного вида. Причем отраслевые соотношения могут быть разработаны оценщиком самостоятельно на основе анализа отраслевых данных. Наиболее типичные соотношения, используемые при определении ориентировочной стоимости бизнеса в рыночных странах, приведены в табл. 19.

Т а б л и ц а 19

Отраслевые соотношения для определения стоимости бизнеса

| Вид бизнеса                    | Соотношения между ценой и финансовыми показателями, позволяющие оценить бизнес                            |
|--------------------------------|---|
| Страховые компании             | Цена в интервале 120-150 % годовых комиссионных   |
| Бензозаправочные станции       | Цена колеблется в диапазоне 1,2-2,0 месячной выручки  |
| Предприятия розничной торговли | Цена составляет 0,75-1,5 величины чистого годового дохода плюс стоимость оборудования и запасов           |
| Бары и кафе                    | Цена строится из объема продаж за полгода плюс стоимости лицензии   |
| Пиццерии, кофейни              | Цена «месячная прибыль × 4 + стоимость запасов»   |
| Рекламные агентства            | Цена равна 75 % годовой выручки   |
| Хлебопекарни                   | Цена равна 15 % годового объема + стоимость оборудования + стоимость запасов                              |
| Продажа новых автомобилей      | Цена = 50 % годовой выручки + товарные запасы и оборудование  |
| Аптеки                         | Цена приблизительно состоит из 75 % годовой прибыли + стоимости оборудования + стоимости товарных запасов |
| Автомастерские                 | Цена = месячная прибыль × 2 + рыночная стоимость оборудования   |

Метод отраслевых соотношений постепенно находит применение в российской практике, в частности в связи с введением единого налога на вмененный доход, когда можно узнать ориентировочный доход бизнеса и сопоставить его с ценами продаж.

Повторим, что сравнительный подход дает наиболее точные результаты, если существует активный рынок аналогичных объектов собственности.

### Контрольные вопросы

1. Сущность доходного подхода и его методов: капитализации доходов и дисконтирования денежных потоков.

2. Сущность затратного подхода и его методов: чистых активов (активы, пассивы, корректировка баланса); ликвидационной стоимости (упорядоченная ликвидация, принудительная ликвидация, ликвидация с прекращением существования предприятия). Базовая формула затратного подхода.

3. Обоснование выбора ликвидационной стоимости.

4. Сущность сравнительного подхода и его методов: общей суммы; мультипликативных процентных отклонений; смешанный метод.

5. Преимущества и недостатки подходов.

6. В каких условиях применяются эти методы и подходы.



## 6. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ДОХОДОВ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

Сценарии развития событий. Два вида денежных потоков (реальный, номинальный).

Этапы жизненного цикла предприятия. Методы прогнозирования дохода (поэлементный (косвенный); целостный (прямой)).

Упрощенные методы прогнозирования.

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

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

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

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

Если оценщик имеет полную и достоверную информацию (известен состав основных фондов, уровень амортизационных отчислений, а также планы руководства по приобретению дополнительного имущества, разработанные бизнес-планы), то прогнозировать доходы на ближайшее будущее несложно.

Недостаток предоставляемой информации приводит при составлении прогнозов к ориентации на среднеотраслевую или общеэкономическую динамику развития, требует применения математических методов прогнозирования и составления не одного, а нескольких вариантов прогноза.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

В зависимости от применяемого дисконтируемого денежного потока (номинального или реального) используют соответствующие, адекватные им, ставка дисконта: номинальные или реальные.

Для дисконтирования номинального денежного потока используется номинальная ставки дисконтирования, т.е. ставка дохода, не учитывающая инфляцию. Для дисконтирования *реального денежного потока применяется реальная ставка*, т.е. ставка дохода, учитывающая будущие инфляционные ожидания.

При составлении прогнозов оценщик должен учитывать этап жизненного цикла, на котором находится предприятие. В жизненном цикле предприятия выделяют несколько этапов (табл. 20).

Этапы могут иметь различную продолжительность, которая зависит от состояния экономики, типа отрасли, решений управляющих и других факторов. Если ко времени наступления пятого этапа руководство найдет пути дальнейшего развития (смена отдельных руководителей, разработка и внедрение новых продуктов, реструктуризация), то начинается новый

краткосрочный жизненный цикл. В долгосрочной перспективе колебания жизненного цикла сглаживаются, и усредненный темп прироста дохода рассматривается оценщиком как постпрогнозный. Задача оценщика состоит в том, чтобы правильно оценить нестабильность составляющих денежного потока в первые годы прогнозного периода.

Т а б л и ц а 20

Этапы жизненного цикла предприятия

| Этап жизненного цикла предприятия | Характеристика этапа  |
|-----------------------------------|---|
| Зарождение                        | Значительные объемы инвестирования связаны с захватом рынка, выпуском новых продуктов. Расходы превышают доходы   |
| Динамичное развитие               | Рост объемов продаж, выручка покрывает все затраты. Привлекаются новые заемные средства для дальнейшего развития  |
| Зрелость                          | Темпы роста выручки стабилизируются, дополнительные кредиты привлекаются в меньших объемах  |
| Стагнация                         | Максимальный объем продаж, спрос на рынке удовлетворен. Варианты минимизации издержек исчерпаны, требуются значительные средства на ремонт оборудования |
| Упадок                            | Падение объемов продаж, возврат долгосрочных кредитов, снижение доходности бизнеса  |

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

Различают два основных метода прогнозирования дохода:

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

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

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

Целостный метод в отчете об оценке может быть отражен следующим образом: «После изучения динамики денежного потока за последние три года, ситуации в отрасли и обсуждения планов руководства, оценщик предположил следующее: рост денежного потока предприятия в первый прогнозный год составит 25 %, во второй – 10 %, к концу третьего года этот рост замедлится, составит 3 % в год, и среднегодовой темп прироста в постпрогнозном периоде останется на уровне 3 % в год. Долгосрочный темп роста в постпрогнозный период на уровне 3 % в год объясняется следующим: как бы не колебался жизненный цикл предприятия, в долгосрочном плане эти колебания сглаживаются и представляют собой трендовое движение, к тому же прогнозы постоянного существенного темпа роста денежного потока на неопределенно длительный период вряд ли реалистичны».

Поэлементный метод более точен, но сложен. Например, для расчета прогнозной величины прибыли необходима величина амортизационных отчислений, которые, в свою очередь, зависят от прогнозируемого уровня капитальных вложений.

Внутри поэлементного метода возможно применение экстраполяции для отдельных элементов денежного потока и использование данных отраслевой статистики (табл. 21).

Т а б л и ц а 21

Прогнозирование выручки и издержек поэлементным методом

| Элемент денежного потока                       | Основные методы прогнозирования   |
|--|---|
| Выручка от реализации продукции (работ, услуг) | Экстраполяция<br>Методы отраслевой статистики (отраслевые темпы роста)<br>Планирование (планы руководства)        |
| Постоянные издержки                            | Экстраполяция<br>Анализ фиксированного уровня постоянных издержек<br>Элементы планирования                        |
| Переменные издержки                            | Экстраполяция<br>Анализ ретроспективной доли переменных издержек в выручке от реализации<br>Элементы планирования |

Как видно из таблицы, отраслевые тенденции также должны быть учтены при прогнозировании дохода. Однако следует учитывать, что понятие «отраслевые» очень расплывчато. Например: отрасль – кондитерская, но темпы роста производства конфет и тортов могут существенно отличаться, следовательно при анализе отраслевых тенденций нужно учитывать специфику конкретного предприятия.

Обоснование прогнозов расходов на заработную плату поэлементным методом может, например, выглядеть таким образом: «За последние годы расходы на заработную плату росли быстрее, чем операционные расходы: в среднем на 2 %. Оценщик предполагает, что такая тенденция среднегодового прироста заработной платы в прогнозном периоде сохранится. Следовательно, прогнозируемый средний темп прироста заработной платы составит 2 % в год».

В сегодняшних условиях многие российские предприятия, заказывающие оценку собственного бизнеса, имеют финансовую отчетность, отличающуюся от реальных данных, которые не раскрывают, ссылаясь на коммерческую тайну. В таких условиях оценщику остается только применять более упрощенные методы прогнозирования:

- простой средней;
- средневзвешенной;
- экстраполяции.

В методе капитализации дохода для определения размера прогнозируемого нормализованного дохода наряду с методом экстраполяции могут проводиться расчеты простой средней или средневзвешенной.

*Метод простой средней.* Определяется среднеарифметическое значение показателя дохода за ретроспективный период. Метод используется при оценке стабильно функционирующего бизнеса.

*Метод средневзвешенной* основан на предположении, что чем ближе ретроспективный период к дате оценки, тем большее значение следует придавать доходам этого периода при прогнозировании.

*Метод экстраполяции* основан на предположении о продлении сложившихся тенденций, заключается в построении тренда при наличии ретроспективных данных за пять – семь лет. В России данные пяти- и даже четырехлетней давности в значительной мере искажены инфляцией, изменениями социальных и экономических условий (активность рынков, спрос, плотность и уровень жизни населения и др.). Поэтому при прогнозировании приходится ограничиваться данными трех последних лет, которых мало для достоверного прогноза, поэтому оценщики нередко корректируют получаемые значения.

Экстраполяция допускается на один-три года, что делает возможным ее использование в методах капитализации дохода и дисконтирования денежных потоков. Экстраполяция на более длительные периоды может давать значительную ошибку.

В методе экстраполяции в качестве трендовой кривой могут быть использованы самые разнообразные элементарные математические функции: линейная, квадратичная, гипербола и др.

Выбор зависит от тенденции, наметившейся для чистого дохода в период предыстории. Для предоставленного ниже примера выбрана самая элементарная функция – линейная:

$$\begin{aligned}y &= a + bt; \\f &= \frac{\sum y - b(\sum t)}{n}; \\b &= \frac{n(\sum ty) - (\sum t)(\sum y)}{n(\sum t)^2 - (\sum t)^2},\end{aligned}\tag{26}$$

где  $y$  – доход за  $t$ -й период;

$t$  – номер периода;

$n$  – количество периодов предыстории.

Проблема прогнозирования в оценке предприятий очень сложная и требует особого внимания со стороны экспертов-оценщиков. Прогнозы, полученные с применением математических методов, могут быть скорректированы оценщиком с учетом реальных перспектив бизнеса и планов руководства предприятия.

### Контрольные вопросы

1. Сценарии развития событий.
2. Два вида денежных потоков (реальный, номинальный).
3. Этапы жизненного цикла предприятия.
4. Методы прогнозирования дохода (поэлементный (косвенный); целостный (прямой)).
5. Упрощенные методы прогнозирования.

## 7. ПРАКТИКА ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

*Объект оценки.*

Объектом оценки является 100% долей в уставном капитале ООО «Ресторатор».

*Цель оценки:* для принятия хозяйственных решений.

*Вид стоимости.* Оценке подлежит рыночная стоимость.

*Цель создания и виды деятельности объекта оценки:* деятельность ресторанов и кафе.

### Анализ финансово-хозяйственной деятельности оцениваемого предприятия

В современных условиях деятельность каждого хозяйствующего субъекта является предметом внимания обширного круга участников рыночных отношений, заинтересованных в результатах его функционирования. На основании доступной им отчетно-учетной информации указанные лица стремятся оценить финансовое положение предприятия. Основным инструментом для этого служит финансовый анализ, при помощи которого можно объективно оценить внутренние и внешние отношения анализируемого объекта: охарактеризовать его платежеспособность, эффективность и доходность деятельности, перспективы развития, а затем по его результатам принять обоснованные решения.

Информационной базой для анализа финансового положения предприятия, главным образом, служит бухгалтерская (финансовая) отчетность. Следует отметить, что анализ бухгалтерской (финансовой) отчетности имеет ограничения, поскольку результаты анализа в большей степени зависят от полноты и достоверности отчетной информации.

Для расчета выбирается определенное количество наиболее существенных аналитических показателей, которые рассматриваются в динамике. В результате предполагается получение обобщенной оценки результатов хозяйственной деятельности и финансового состояния предприятия.

Настоящий анализ основывался на предоставленной финансовой информации, аудиторская проверка которой проводилась независимыми аудиторами.

Основная цель финансового анализа – выявление и оценка состояния и тенденций развития финансовой ситуации на предприятии.

Результаты финансового анализа непосредственно влияют на выбор методов оценки и их удельные веса в итоговой оценке; прогнозирование доходов и расходов предприятия; на определение ставки дисконта, применяемой при дисконтировании денежного потока; на величину мультипликатора, используемого в методе отраслевых коэффициентов.

Для анализа финансового состояния и прогноза дальнейшего развития предприятия были рассмотрены данные бухгалтерской отчетности ООО «Ресторатор» за 1 квартал 2013 г., отчетные и плановые данные экономической и других служб предприятия, данные других доступных внутренних источников на предприятии и вне его.

Этапы проведения финансового анализа:

- общий анализ финансового состояния, позволяющий проследить динамику валюты баланса, структуры активов и пассивов Общества, имущества, запасов и затрат, сделать общий вывод о финансовом состоянии предприятия;

- анализ структуры активов и пассивов баланса;

- анализ финансовой устойчивости, т.е. определение платежеспособности предприятия;

- анализ ликвидности баланса – оценка способности предприятия рассчитываться по своим обязательствам;

- анализ финансовых результатов, иначе говоря, оценка динамики показателей прибыли, рентабельности и деловой активности предприятия.

#### ***Общий анализ финансового состояния предприятия***

Для проведения общего анализа построен сравнительный аналитический баланс (табл. 22), в котором статьи актива и пассива бухгалтерского баланса агрегированы в группы, расположенные по признаку ликвидности (актив) и срочности обязательств (пассив) с выделением наиболее значимых статей, определяющих финансовое состояние. Сравнительный аналитический баланс позволяет сделать общие выводы о финансовом состоянии предприятия и проследить тенденции изменения наиболее значимых статей в имуществе предприятия в сравнении с прошлыми периодами.

Анализ финансового состояния предприятия, предполагает необходимость формирования аналитического баланса.

Аналитический баланс формируется путем перегруппировки отдельных статей оборотных и внеоборотных активов, капитала и обязательств, а также устранения влияния на валюту баланса и его структуру регулирующих статей.

Основные рекомендации при формировании аналитического баланса:

- на сумму по статье «Задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал» (раздел 2 актива баланса) должна быть уменьшена величина собственного капитала и величина оборотных активов;

- увеличить размер материально-производственных запасов на сумму налога на добавленную стоимость по приобретенным ценностям;

- следует перевести из долгосрочных обязательств в краткосрочные те суммы долгосрочных кредитов и займов, которые должны быть погашены в настоящем году, включая ссуды, не погашенные в срок;

- уменьшить сумму краткосрочных обязательств (заемных средств) на величину «Доходов будущих периодов». На эту же сумму необходимо увеличить размеры собственного капитала.



## Сравнительный аналитический баланс

| Наименование статей баланса   | Коды строк баланса | Абсолютные величины, тыс. руб. |                |                 | Удельный вес, % |               |                 |
|---|--------------------|--------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|
|   |                    | по состоянию на                |                | изменения (+,-) | по состоянию на |               | изменения (+,-) |
|   |                    | 01.01.2013 г.                  | 27.03.2013 г.  |                 | 01.01.2013 г.   | 27.03.2013 г. |                 |
| <b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>   |                    |                                |                |                 |                 |               |                 |
| 1.1. Нематериальные активы  | 110                | 0                              | 0              | 0               | 0,0%            | 0,0%          | 0,0%            |
| 1.2. Основные средства  | 120                | 114 677                        | 114 377        | -300            | 63,8%           | 32,9%         | -30,9%          |
| Итого по РАЗДЕЛУ I  | <b>190</b>         | <b>114 677</b>                 | <b>114 377</b> | <b>-300</b>     | <b>63,8%</b>    | <b>32,9%</b>  | <b>-30,9%</b>   |
| <b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>   |                    |                                |                |                 |                 |               |                 |
| 2.1. Запасы и затраты   | 210,220            | 11 712                         | 81 220         | 69 508          | 6,5%            | 23,4%         | 16,9%           |
| 2.2. Дебиторская задолженность (платежи более чем через 12 месяцев после отчетной даты) | 230                | 50 374                         | 147 377        | 97 003          | 28,0%           | 42,4%         | 14,4%           |
| 2.3. Медленнореализуемые активы   | 210,220, 230,270   | 62 281                         | 228 689        | 166 408         | 34,6%           | 65,8%         | 31,2%           |
| 2.4. Дебиторская задолженность (платежи в течение 12 месяцев после отчетной даты)       | 240                | 0                              | 0              | 0               | 0,0%            | 0,0%          | 0,0%            |
| 2.5. Краткосрочные финансовые вложения  | 250                | 0                              | 0              | 0               | 0,0%            | 0,0%          | 0,0%            |
| 2.6. Денежные средства  | 260                | 2 829                          | 4 381          | 1 552           | 1,6%            | 1,3%          | -0,3%           |
| 2.7. Наиболее ликвидные активы  | 250,260            | 2 829                          | 4 381          | 1 552           | 1,6%            | 1,3%          | -0,3%           |
| Итого по РАЗДЕЛУ II   | <b>290</b>         | <b>65 110</b>                  | <b>233 070</b> | <b>167 960</b>  | <b>36,2%</b>    | <b>67,1%</b>  | <b>30,9%</b>    |
| <b>Стоимость имущества предприятия</b>  | 300                | <b>179 787</b>                 | <b>347 447</b> | <b>167 660</b>  | <b>100,0%</b>   | <b>100,0%</b> | <b>X</b>        |
| <b>III. КАПИТАЛЫ и РЕЗЕРВЫ</b>  |                    |                                |                |                 |                 |               |                 |
| 3.1. Уставный капитал   | 410                | 10                             | 10             | 0               | 0,0%            | 0,0%          | 0,0%            |
| 3.2. Собственные акции, выкупленные у акционеров  | 411                | 0                              | 0              | 0               | 0,0%            | 0,0%          | 0,0%            |
| 3.3. Добавочный и резервный капитал   | 420,430            | 0                              | 0              | 0               | 0,0%            | 0,0%          | 0,0%            |
| 3.4. Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)                                       | 470                | -30 537                        | 9 439          | 39 976          | -17,0%          | 2,7%          | 19,7%           |
| 3.5. Доходы будущих периодов  | 640                | 0                              | 0              | 0               | 0,0%            | 0,0%          | 0,0%            |
| Итого по РАЗДЕЛУ III  | <b>490+640</b>     | <b>-30 527</b>                 | <b>9 449</b>   | <b>39 976</b>   | <b>-17,0%</b>   | <b>2,7%</b>   | <b>19,7%</b>    |
| <b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>   | 590                | 75 696                         | 295 363        | 219 667         | 42,1%           | 85,0%         | 42,9%           |
| <b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>   |                    |                                |                |                 |                 |               |                 |
| 5.1. Займы и кредиты  | 610                | 9 574                          | 8 773          | -801            | 5,3%            | 2,5%          | -2,8%           |
| 5.2. Кредиторская задолженность   | 620                | 125 044                        | 33 862         | -91 182         | 69,6%           | 9,7%          | -59,8%          |
| 5.3. Прочие пассивы   | 630, 650, 660      | 0                              | 0              | 0               | 0,0%            | 0,0%          | 0,0%            |
| Итого по РАЗДЕЛУ V  | <b>690</b>         | <b>134 618</b>                 | <b>42 635</b>  | <b>-91 983</b>  | <b>74,9%</b>    | <b>12,3%</b>  | <b>-62,6%</b>   |
| Всего заемных средств   | 590+690-640        | 210 314                        | 337 998        | 127 684         | 117,0%          | 97,3%         | -19,7%          |
| <b>ИТОГ БАЛАНСА</b>   | <b>300,700</b>     | <b>179 787</b>                 | <b>347 447</b> | <b>167 660</b>  | <b>100,0%</b>   | <b>100,0%</b> | <b>X</b>        |

*Анализ динамики валюты баланса* проводится путем сравнения баланса на начало и конец анализируемого периода по стр. 300 бухгалтерского баланса. За период с 01.01.2013 г. по 27.03.2013 г. наблюдалась положительная динамика роста валюты баланса с 179 787,0 тыс. руб. до 347 447,0 тыс. руб., увеличение валюты баланса в первую очередь связано с увеличением дебиторской задолженности.

За период с 01.01.2013 г. по 27.03.2013 г. общая стоимость имущества предприятия (валюта баланса) увеличилась, что в сумме составило 347 447,0 тыс. руб.

Данные тенденции в совокупности свидетельствуют об активизации деятельности Общества.

Структура и динамика активов ООО «Ресторатор» представлена в табл.23.

На дату проведения оценки структура имущества характеризуется значительно преобладающей долей внеоборотных активов (67,1%), которые за последний отчетный период увеличились на 21015,0 тыс. руб. Преобладание внеоборотных активов говорит о недостаточно мобильной структуре активов, не способствующей ускорению оборачиваемости средств предприятия.

В структуре внеоборотных активов ООО «Ресторатор» по состоянию на дату проведения оценки преобладает статья «Основные средства», доля которой в составе активов предприятия составляет значительную величину 32,9%, что связано с наличием у Общества своей материально-производственной базы. За последний отчетный период наблюдается уменьшение данной статьи баланса на 300,0 тыс. руб.

Основная доля оборотных активов предприятия (% от всех активов) на дату проведения оценки представлена статьей «Дебиторская задолженность» (210 строка баланса), которая за последний период увеличилась на 97003,0 тыс.руб.

Второй по величине статьей оборотных активов является статья «Запасы и затраты». Величина данной статьи за последний отчетный период увеличилась на 69508,0 тыс.руб.

Активное сальдо организации – это превышение дебиторской задолженности над кредиторской. И, наоборот, пассивное сальдо – это превышение кредиторской задолженности над дебиторской.

Данные для сопоставительного анализа дебиторской и кредиторской задолженности представлены в табл.24..

Таблица 23

## Состав и структура актива баланса

| Актив баланса  | Код строки баланса | 01.01.2011 г. |           | 01.01.2012 г. |               | 01.01.2013 г.  |               | 27.03.2013 г.  |               | Абсолютное изменение, тыс. руб. | Относительное изменение, % |
|--|--------------------|---------------|-----------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------------------------|----------------------------|
|  |                    | тыс. руб.     | % к итогу | тыс. руб.     | % к итогу     | тыс. руб.      | % к итогу     | тыс. руб.      | % к итогу     |                                 |                            |
| <b>Внеоборотные активы - иммобилизованные средства</b> |                    |               |           |               |               |                |               |                |               |                                 |                            |
| Нематериальные активы                                  | 110                |               |           | 0             | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| Основные средства                                      | 120                |               |           | 6 797         | 8,9%          | 114 677        | 63,8%         | 114 377        | 32,9%         | -300                            | -0,3%                      |
| Незавершенное строительство                            | 130                |               |           | 0             | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| Доходные вложения в материальные ценности              | 135                |               |           | 0             | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| Долгосрочные финансовые вложения                       | 140                |               |           | 0             | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| Отложенные налоговые активы                            | 145                |               |           | 0             | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| Прочие внеоборотные активы                             | 150                |               |           | 0             | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| <b>ИТОГО</b>   | <b>190</b>         |               |           | <b>6 797</b>  | <b>8,9%</b>   | <b>114 677</b> | <b>63,8%</b>  | <b>114 377</b> | <b>32,9%</b>  | <b>-300</b>                     | <b>-0,3%</b>               |
| <b>Оборотные активы - мобильные средства</b>           |                    |               |           |               |               |                |               |                |               |                                 |                            |
| Запасы и затраты                                       | 210+220            |               |           | 9 640         | 12,6%         | 11 712         | 6,5%          | 81 220         | 23,4%         | 69 508                          | 593,5%                     |
| Дебиторская задолженность                              | 230+240            |               |           | 57 986        | 75,8%         | 50 374         | 28,0%         | 147 377        | 42,4%         | 97 003                          | 192,6%                     |
| Краткосрочные финансовые вложения                      | 250                |               |           | 0             | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| Денежные средства                                      | 260                |               |           | 2 038         | 2,7%          | 2 829          | 1,6%          | 4 381          | 1,3%          | 1 552                           | 54,9%                      |
| Прочие оборотные активы                                | 270                |               |           | 0             | 0,0%          | 195            | 0,1%          | 92             | 0,0%          | -103                            | -52,8%                     |
| <b>ИТОГО</b>   | <b>290</b>         |               |           | <b>69 664</b> | <b>91,1%</b>  | <b>65 110</b>  | <b>36,2%</b>  | <b>233 070</b> | <b>67,1%</b>  | <b>167 960</b>                  | <b>258,0%</b>              |
| <b>ВСЕГО АКТИВОВ</b>                                   | <b>300</b>         |               |           | <b>76 461</b> | <b>100,0%</b> | <b>179 787</b> | <b>100,0%</b> | <b>347 447</b> | <b>100,0%</b> | <b>167 660</b>                  | <b>93,3%</b>               |

Источник: бухгалтерские данные.

## Дебиторская и кредиторская задолженность

| Дебиторская задолженность, тыс. руб. |                  |              |       | Кредиторская задолженность, тыс. руб. |                  |              |       |
|--------------------------------------|------------------|--------------|-------|---------------------------------------|------------------|--------------|-------|
| На<br>01.01.2013                     | На<br>27.03.2013 | Изменение    |       | На<br>01.01.2013                      | На<br>27.03.2013 | Изменение    |       |
|                                      |                  | тыс.<br>руб. | %     |                                       |                  | тыс.<br>руб. | %     |
| 50374                                | 147377           | 97003        | 192,6 | 125044                                | 33862            | -91182       | -72,9 |

Источник: бухгалтерские данные, расчеты Оценщика.

Сопоставление сумм дебиторской и кредиторской задолженности показывает, что предприятие на 27.03.2013 г. имеет активное сальдо задолженности, так как дебиторская задолженность превышает кредиторскую задолженность.

Остальные статьи баланса составляют незначительную величину - менее 1,0%.

За последний отчетный период наблюдается увеличение активов общества, связанное главным образом увеличением основных средств, что свидетельствует о расширении производственной деятельности Общества.

#### ***Оценка динамики состава и структуры пассива баланса***

Пассивы предприятия (т.е. источники финансирования его активов) состоят из собственного капитала и резервов, долгосрочных заемных средств, краткосрочных заемных средств и кредиторской задолженности. Обобщенно источники средств можно поделить на собственные и заемные средства, приравнявая к последним кредиторскую задолженность.

Следует отметить, что содержание доли собственного капитала ниже 50% является отрицательной характеристикой, так как организация в большей степени зависит от лиц, предоставивших ей займы, ссуды и кредиты.

Динамика состава и структуры источников собственного и заемного капитала ООО «Ресторатор» по данным бухгалтерского баланса представлена в табл.25.

Источником финансирования имущества предприятия на дату проведения оценки являются собственные и заемные средства.

Анализ динамики слагаемых собственного капитала свидетельствует о том, что уставный капитал за последний отчетный период не изменился.

Необходимо отметить, что собственный капитал Общества в течение всего анализируемого периода имеет положительное значение, что свидетельствует о наличии собственных средств. В течение 1 кв. 2013 г. наблюдалось увеличение собственного капитала, которое было связано с увеличением нераспределенной прибыли.

Нераспределенная прибыль – источник, действительно сформированный в результате деятельности самого предприятия и показывающий возможности его самофинансирования. С этих позиций следует отметить, что такие возможности у предприятия на дату проведения оценки присутствуют.

## Анализ состава и структуры пассива баланса

| Пассив баланса                                 | Код строки баланса |           |           | 01.01.2012 г.  |               | 01.01.2013 г.  |               | 27.03.2013 г.  |               | Абсолютное изменение, тыс. руб. | Относительное изменение, % |
|--|--------------------|-----------|-----------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------------------------|----------------------------|
|  |                    | тыс. руб. | % к итогу | тыс. руб.      | % к итогу     | тыс. руб.      | % к итогу     | тыс. руб.      | % к итогу     |                                 |                            |
| <b>Капитал и резервы (собственный капитал)</b> |                    |           |           |                |               |                |               |                |               |                                 |                            |
| Уставный капитал                               | 410                |           |           | 10             | 0,0%          | 10             | 0,0%          | 10             | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| Собственные акции, выкупленные у акционеров    | 411                |           |           | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| Добавочный капитал                             | 420                |           |           | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| Резервный капитал                              | 430                |           |           | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)   | 470                |           |           | -37 636        | -49,2%        | -30 537        | -17,0%        | 9 439          | 2,7%          | 39 976                          | -130,9%                    |
| Доходы будущих периодов                        | 640                |           |           | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| <b>ИТОГО</b>                                   | <b>490+640</b>     |           |           | <b>-37 626</b> | <b>-49,2%</b> | <b>-30 527</b> | <b>-17,0%</b> | <b>9 449</b>   | <b>2,7%</b>   | <b>39 976</b>                   | <b>-131,0%</b>             |
| <b>Заемные средства</b>                        |                    |           |           |                |               |                |               |                |               |                                 |                            |
| Долгосрочные обязательства                     | 590                |           |           | 86 529         | 113,2%        | 75 696         | 42,1%         | 295 363        | 85,0%         | 219 667                         | 290,2%                     |
| Краткосрочные обязательства                    | 610+620            |           |           | 27 558         | 36,0%         | 134 618        | 74,9%         | 42 635         | 12,3%         | -91 983                         | -68,3%                     |
| а) займы и кредиты банков                      | 610                |           |           | 4 690          | 6,1%          | 9 574          | 5,3%          | 8 773          | 2,5%          | -801                            | -8,4%                      |
| б) кредиторская задолженность                  | 620                |           |           | 22 868         | 29,9%         | 125 044        | 69,6%         | 33 862         | 9,7%          | -91 182                         | -72,9%                     |
| Прочие пассивы                                 | 630+650 + 660      |           |           | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0              | 0,0%          | 0                               | 0,0%                       |
| <b>ИТОГО</b>                                   | <b>690-640</b>     |           |           | <b>114 087</b> | <b>149,2%</b> | <b>210 314</b> | <b>117,0%</b> | <b>337 998</b> | <b>97,3%</b>  | <b>127 684</b>                  | <b>60,7%</b>               |
| <b>ВСЕГО ПАССИВОВ</b>                          | <b>700</b>         |           |           | <b>76 461</b>  | <b>100,0%</b> | <b>179 787</b> | <b>100,0%</b> | <b>347 447</b> | <b>100,0%</b> | <b>167 660</b>                  | <b>93,3%</b>               |

Источник: бухгалтерские данные, расчеты Оценщика.

Заемные средства предприятия представлены долгосрочными и краткосрочными обязательствами. Необходимо отметить, что в связи с недостаточностью собственных ресурсов, Общество осуществляло заимствования в течение всего периода деятельности.

Основную величину заемных средств составляют долгосрочные обязательства. За анализируемый период наблюдается увеличение величины долгосрочных обязательств.

Финансово-хозяйственная деятельность ООО «Ресторатор» в течение 1 кв. 2013 г., осуществлялась главным образом за счет заемных средств. Необходимо отметить, что в связи с недостаточностью собственных ресурсов, Общество осуществляло заимствования в течение всего периода деятельности.

### ***Оценка финансовой устойчивости***

Финансовая устойчивость – это такое состояние финансовых ресурсов, их распределения и использования, которое обеспечивает развитие предприятия на основе роста прибыли и капитала при сохранении платежеспособности и кредитоспособности в условиях разумного (допустимого) экономического риска.

#### *Анализ абсолютных показателей финансовой устойчивости*

В ходе производственной деятельности на предприятии идет постоянное формирование запасов. Для этого используются как собственные оборотные средства, так и заемные. Анализируя соответствие или несоответствие (излишек или недостаток) средств для формирования запасов и затрат, определяют абсолютные показатели финансовой устойчивости.

Для полного отражения разных видов источников в формировании запасов и затрат используются следующие показатели.

1. Наличие собственных оборотных средств (СОС).
2. Наличие собственных оборотных средств и долгосрочных заемных источников для формирования запасов и затрат (СДС).
3. Общая величина основных источников средств для формирования запасов и затрат (СЗС).

На основе этих трех показателей рассчитываются величины, дающие оценку размера источников для покрытия запасов и затрат:

- излишек (+) или недостаток (-) собственных оборотных средств ( $\pm$  СОС);
- излишек (+) или недостаток (-) собственных оборотных средств и долгосрочных заемных источников формирования запасов и затрат ( $\pm$  СДС);
- излишек (+) или недостаток (-) общей величины основных источников для формирования запасов и затрат ( $\pm$  СЗС).

Показатели обеспеченности запасов и затрат источниками их формирования ( $\pm$ СОС;  $\pm$ СДС;  $\pm$ СЗС) являются базой для классификации финансового положения предприятия по степени устойчивости.

Выделяют четыре основных типа финансовой устойчивости предприятия.

1. Абсолютная устойчивость финансового состояния

$$\pm \text{СОС} \geq 0;$$

$$\pm \text{СДС} \geq 0;$$

$$\pm \text{СЗС} \geq 0.$$

Трехмерный показатель – (1,1,1).

2. Нормальная финансовая устойчивость

$$\pm \text{СОС} < 0;$$

$$\pm \text{СДС} \geq 0;$$

$$\pm \text{СЗС} \geq 0.$$

Трехмерный показатель (0,1,1).

3. Неустойчивое финансовое состояние

$$\pm \text{СОС} < 0;$$

$$\pm \text{СДС} < 0;$$

$$\pm \text{СЗС} \geq 0.$$

Трехмерный показатель (0,0,1).

4. Кризисное финансовое состояние

$$\pm \text{СОС} < 0;$$

$$\pm \text{СДС} < 0;$$

$$\pm \text{СЗС} < 0.$$

Трехмерный показатель (0,0,0).

Результаты анализа финансовой устойчивости предприятия на основе абсолютных показателей приведены в табл.26-27.

Т а б л и ц а 26

Показатели, характеризующие состояние оборотных средств

| Наименование   | Формула для расчета по данным ф.№1 | Сумма, тыс. руб. |               | Изменения за период, тыс. руб. |
|--|------------------------------------|------------------|---------------|--------------------------------|
|  |                                    | 01.01.2013 г.    | 27.03.2013 г. |                                |
| Собственные оборотные средства (СОС)                                       | стр.490 -стр.190                   | -145 204         | -104 928      | 40 276                         |
| Собственные и долгосрочные заемные источники формирования запасов и затрат | стр.490 +стр.590 - - стр.190       | -69 508          | 190 435       | 259 943                        |
| Основные источники формирования запасов и затрат                           | стр.490-стр.190+ +стр.610+стр.590  | -59 934          | 199 208       | 259 142                        |
| запасы и затраты   | стр.210+стр.220                    | 11 712           | 81 220        | 69 508                         |

Источник: бухгалтерские данные, расчеты Оценщика.

Т а б л и ц а 2 7

Определение вида финансовой устойчивости на основе трехмерного показателя

| ПОКАЗАТЕЛИ  | Формула для расчета   | Сумма, тыс. руб.   |               | Изменения за период, тыс. руб. | Темп роста, % |
|---|---|--|---------------|--------------------------------|---------------|
|   |   | 01.01.2013 г.  | 27.03.2013 г. |                                |               |
| Излишек (+) или недостаток (-) собственных оборотных средств ( $\Phi_c$ )   | (стр.490-стр.190-стр.210-стр.220), ф.№1   | -156 916   | -186 148      | -29 232                        | 18,6%         |
| Излишек (+) или недостаток (-) собственных и долгосрочных заемных источников формирования запасов и затрат ( $\Phi_m$ ) | (стр.490+стр.590-стр.190-стр.210-стр.220), ф.№1                                     | -81 220  | 109 215       | 190 435                        | -234,5%       |
| Излишек (+) или недостаток (-) общей величины основных источников для формирования запасов и затрат ( $\Phi_o$ )        | (стр.490-стр.190+стр.610+стр.590-стр.210- стр.220), ф.№1                            | -71 646  | 117 988       | 189 634                        | -264,7%       |
| <b>Трехмерный показатель типа финансовой устойчивости (<math>\Phi_c, \Phi_m, \Phi_o</math>)</b>                         | $S(\Phi) = 1$ если $\Phi$ больше либо равен 0<br>$S(\Phi) = 0$ если $\Phi$ меньше 0 | <b>(0,1,1) –<br/>Нормально устойчивое финансовое состояние</b> |               |                                |               |

Анализируя финансовую устойчивость предприятия можно сказать, что на дату проведения оценки предприятие находится в нормально устойчивом финансовом состоянии.

Предприятию хватает собственных источников формирования собственных оборотных средств, в связи с чем, не приходится использовать заемные средства.

Такое заключение можно сделать на основании следующих выводов:

➤ в распоряжении предприятия присутствуют собственные оборотные средства (СОС);

➤ запасы и затраты покрываются собственными оборотными средствами и основными источниками формирования запасов и затрат (СДС).

Анализ финансовой устойчивости на основе абсолютных показателей позволил сделать вывод о том, что компания на дату проведения оценки находится в нормально устойчивом финансовом состоянии. Необходимо отметить, что в течение всего анализируемого периода просматривается положительная динамика показателей.

*Анализ относительных показателей финансовой устойчивости*

Финансовая устойчивость предприятия характеризуется состоянием собственных и заемных средств и анализируется с помощью системы показателей финансовой устойчивости.



Показатели финансовой устойчивости характеризуют долгосрочную платежеспособность организации, возможность покрытия всех долговых обязательств (включая долгосрочные), способность нести некоторые убытки без риска полной потери собственных средств.

Расчет и анализ относительных коэффициентов (показателей) существенно дополняет оценку, полученную на основе анализа абсолютных показателей.

Наиболее важные финансовые показатели, порядок их расчета, нормальные ограничения и их расчетные величины на начало и конец анализируемого периода приведены в табл.28.

Т а б л и ц а 281

Коэффициенты, характеризующие финансовую устойчивость

| Наименование   | Формула для расчета по данным ф.№1  | Значение      |               | Изменение за период | Темп роста, % | Нормальное ограничение |
|--|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------------|---------------|------------------------|
|  |                                     | 01.01.2013 г. | 27.03.2013 г. |                     |               |                        |
| Коэффициент концентрации собственного капитала                                 | $(с.490+с.640)/с.700$               | -0,17         | 0,027         | 0,20                | -<br>116,0%   | $\geq 0,5$             |
| Коэффициент концентрации заемного капитала                                     | $(с.590+с.690-с.640)/с.700$         | 1,17          | 0,97          | -0,20               | -16,8%        | $\leq 0,5$             |
| Коэффициент соотношения заемного и собственного капитала                       | $(с.590+с.690-с.640)/(с.490+с.640)$ | 6,9           | 35,8          | 28,9                | 419,2%        | $\leq 1,0$             |
| Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными оборотными средствами | $(с.490+с.640-с.190)/с.210$         | -12,6         | -1,6          | 11,0                | -87,0%        | $> 0,6-0,8$            |
| Коэффициент финансовой независимости   | $(с.490+с.640-с.190)/с.290$         | -2,23         | -0,45         | 1,78                | -79,8%        | $\geq 0,5$             |
| Коэффициент маневренности собственного капитала                                | $(с.490+с.640-с.190)/(с.490+с.640)$ | 4,8           | -11,1         | -15,9               | -<br>333,5%   | $\geq 0,2-0,5$         |

Источник: бухгалтерские данные.

С точки зрения инвестора предприятие более устойчиво, если в структуре капитала преобладают собственные источники, и предприятие минимально зависит от кредиторов и других инвесторов.

Рассматривая капитал ООО «Ресторатор» с этой позиции, следует подчеркнуть, что в его капитале полностью присутствуют собственные средства, вся деятельность общества не финансируется за счет заемных средств.

Коэффициент автономии (или коэффициент концентрации собственного капитала) показывает долю собственных средств в общей сумме всех средств, вложенных в имущество предприятия.

Коэффициент концентрации заемного капитала указывает на долю заемного капитала в общей сумме капитала.

Коэффициент соотношения заемного и собственного капитала показывает, сколько заемных средств привлекло предприятие на один рубль, вложенных в активы собственных средств.

Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными оборотными средствами показывает, в какой степени материальные запасы покрыты собственными источниками и не нуждаются в привлечении заемных средств.

Коэффициент финансовой независимости показывает, какая часть оборотных средств предприятия была сформирована за счет собственного капитала.

Т а б л и ц а 29

### Результаты анализа коэффициентов финансовой устойчивости

| Наименование  | Нормативное значение | Выводы   | Тенденции   |
|---|----------------------|--|---|
| Коэффициент автономии   | $\geq 0,5$           | Значение коэффициента автономии меньше рекомендуемого значения.  | Динамика изменения коэффициента автономии позитивная. Рост коэффициента автономии свидетельствует об увеличении финансовой прочности, стабильности и независимости предприятия от внешних кредиторов, повышает гарантии погашения своих обязательств. |
| Коэффициент концентрации заемного капитала  | $\leq 0,5$           | Значение коэффициента, больше рекомендуемого значения.   | Уменьшение доли заемного капитала в общей сумме капитала свидетельствует об уменьшении зависимости предприятия от внешних источников финансирования.  |
| Коэффициент соотношения заемного и собственного капитала (плечо финансового рычага) | $\leq 1,0$           | Значение коэффициента больше предельно допустимого значения  | Динамика изменения показателя негативная. Увеличение значения коэффициента свидетельствует об усилении зависимости предприятия от привлечения заемных средств и снижении его финансовой устойчивости.   |
| Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными оборотными средствами      | $> 0,6-0,8$          | Значение коэффициента находится ниже критического значения. Материальные запасы не в достаточной степени обеспечены собственными оборотными средствами.  | Динамика изменения показателя позитивная. Увеличение значения коэффициента свидетельствует об увеличении покрытия материальных запасов собственными оборотными средствами.  |
| Коэффициент финансовой независимости  | $\geq 0,5$           | Значение коэффициента ниже критического значения. Все обязательства предприятия не могут быть покрыты его собственными средствами.   | Динамика изменения показателя позитивная. Рост коэффициента автономии свидетельствует об увеличении финансовой независимости предприятия, снижении риска финансовых затруднений в будущие периоды.  |
| Коэффициент маневренности собственного капитала                                     | $\geq 0,2-0,5$       | Значение коэффициента выходит из интервала рекомендованных значений. Высокое значение этого показателя говорит о том, что значительная часть средств предприятия закреплена в ценностях мобильного характера | Динамика изменения коэффициента негативная. Чем меньше значение коэффициента, тем меньше возможности у организации для финансового маневра.   |

Источник: расчеты и выводы Оценщика.

Коэффициент маневренности показывает, какая часть собственного капитала используется для финансирования текущей деятельности, то есть, вложена во внеоборотные активы.

На дату проведения оценки относительные показатели финансовой устойчивости подтверждают вывод о нормально устойчивом финансовом состоянии оцениваемого предприятия, почти все относительные показатели финансовой устойчивости находятся в пределах рекомендуемых значений, что связано со значительной величиной собственного капитала и собственных оборотных средств.

#### *Оценка платежеспособности и ликвидности*

Платежеспособность характеризует возможность предприятия своевременно погасить платежные обязательства наличными денежными средствами.

Для оценки платежеспособности предприятия используется бухгалтерский баланс.

Активы баланса группируются по степени ликвидности, т.е. скорости их превращения в денежную наличность.

Пассивы баланса группируются по степени срочности их оплаты.

Платежеспособность устанавливается на основе характеристики ликвидности баланса путем сравнения отдельных групп активов с пассивами.

#### *Оценка ликвидности баланса*

Ликвидность баланса – это степень покрытия обязательств предприятия такими активами, срок превращения которых в денежные средства соответствует сроку погашения обязательств. От степени ликвидности баланса зависит платежеспособность.

Главная задача оценки ликвидности баланса – определить величину покрытия обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в денежную форму (ликвидность) соответствует сроку погашения обязательств (срочности возврата).

Активы в зависимости от скорости в денежные средства (ликвидности) разделяют на следующие группы:

А1 – наиболее ликвидные активы. К ним относятся денежные средства предприятий и краткосрочные финансовые вложения (стр.260 + стр.250).

А2 – быстрореализуемые активы. Дебиторская задолженность (стр.240).

А3 – медленно реализуемые активы. К ним относятся статьи из разд. II баланса «Оборотные активы» (стр.210 + стр.220 + стр.230 + стр.270).

А4 – труднореализуемые активы. Это активы разд. I баланса «Внеоборотные активы» (стр.190).

Группировка пассивов происходит по степени срочности возврата:

П1 – наиболее краткосрочные обязательства. К ним относятся статья «Кредиторская задолженность» (стр. 620).

П2 – краткосрочные пассивы. Статьи «Займы и кредиты», «Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов и «Прочие краткосрочные обязательства» (стр.610 + стр.630 + стр.660).

П3 – долгосрочные пассивы. Статья «Долгосрочные обязательства» и «Резервы предстоящих расходов» (стр.590 – стр. 516 + стр.650).

П4 – постоянные пассивы. Раздел III баланса «Капитал и резервы» (стр.490), «Доходы будущих периодов» (стр.490 + стр. 640).

В практике диагностики ликвидности баланса приняты следующие соотношения:

- Баланс считается абсолютно ликвидным, если выполняются следующие условия:

$$A1 \geq П1;$$

$$A2 \geq П2;$$

$$A3 \geq П3;$$

$$A4 \leq П4;$$

Выполнение первых двух неравенств характеризует текущую ликвидность (платежеспособность) организации в краткосрочной перспективе. Сравнение третьей группы активов и пассивов показывает перспективную ликвидность (прогноз платежеспособности организации). Выполнение первых трех неравенств обуславливает выполнение четвертого неравенства, поэтому практически для анализа ликвидности достаточно данных баланса. Четвертое неравенство носит «балансирующий характер», имеет при этом глубокий экономический смысл: выполнение четвертого неравенства свидетельствует о наличии у организации минимальных условий для финансовой устойчивости – собственных оборотных средств.

- Баланс считается абсолютно неликвидным, а предприятие неплатежеспособно, если имеет место соотношение:

$$A1 \leq П1;$$

$$A2 \leq П2;$$

$$A3 \leq П3;$$

$$A4 \geq П4.$$

В случае, когда одно или несколько неравенств системы имеют противоположный знак по сравнению с условием абсолютной ликвидности, ликвидность баланса отличается от абсолютной.

На начало и на конец анализируемого периода не достигались условия абсолютной ликвидности баланса, так как соотношение  $A1 \geq П1$ , не выполняется.

Исходя из этого, можно охарактеризовать ликвидность баланса как недостаточную (отличную от абсолютной).

Проведенный по изложенной схеме анализ ликвидности баланса является приближенным. Более детальным является анализ платежеспособности абсолютного показателя чистого оборотного капитала путем расчета финансовых коэффициентов платежеспособности.

## Анализ ликвидности баланса

| Актив  |                               |                |                | Пассив   |                       |                |                | Платежный<br>излишек (+),<br>недостаток (-) |             | Процент<br>покрытия<br>обязательств |               |
|--|-------------------------------|----------------|----------------|--|-----------------------|----------------|----------------|---|-------------|-------------------------------------|---------------|
| Показатели<br>актива                         | Код<br>строки<br>баланса      | 01.01.2013 г.  | 27.03.2013 г.  | Показатели<br>пассива                              | Код строки<br>баланса | 01.01.2013 г.  | 27.03.2013 г.  | , тыс. руб.                                 | , тыс. руб. | 01.01.2013 г.                       | 27.03.2013 г. |
| Наиболее ликвид-<br>ные активы – <b>А1</b>   | 250+260                       | 2 829          | 4 381          | Наиболее<br>срочные обяза-<br>тельства – <b>П1</b> | 620                   | 125 044        | 33 862         | -122 215                                    | -29 481     | 2,3%                                | 12,9%         |
| Быстрореализуемы<br>е активы – <b>А2</b>     | 240                           | 0              | 0              | Краткосрочные<br>пассивы – <b>П2</b>               | 610+660+630           | 9 574          | 8 773          | -9 574                                      | -8 773      | 0,0%                                | 0,0%          |
| Медленно реали-<br>зуемые активы – <b>А3</b> | 210+<br>220 +<br>230 +<br>270 | 62 281         | 228 689        | Долгосрочные<br>пассивы – <b>П3</b>                | 590+650               | 75 696         | 295 363        | -13 415                                     | -66 674     | 82,3%                               | 77,4%         |
| Труднореализуе-<br>мые активы – <b>А4</b>    | 190                           | 114 677        | 114 377        | Постоянные<br>пассивы – <b>П4</b>                  | 490+640               | -30 527        | 9 449          | -145 204                                    | -104 928    | -375,7%                             | 1210,5%       |
| <b>Баланс</b>                                |                               | <b>179 787</b> | <b>347 447</b> | <b>Баланс</b>                                      |                       | <b>179 787</b> | <b>347 447</b> | <b>X</b>                                    | <b>X</b>    | <b>X</b>                            | <b>X</b>      |

*Оценка платежеспособности предприятия по абсолютному показателю чистого оборотного капитала*

Весьма важен для оценки уровня ликвидности баланса такой показатель как «чистый оборотный капитал», рассчитываемый как разность между итогом раздела II баланса «Оборотные активы» (стр.290) и разделом V баланса «Краткосрочные обязательства» «Баланса» (стр.690). Чистый оборотный капитал или чистые оборотные средства это величина, оставшаяся после погашения всех краткосрочных обязательств предприятия.

Т а б л и ц а 31

Расчет чистого оборотного капитала

| Показатели   | Код строки баланса | 01.01.2013 г., тыс. руб. | 27.03.2013 г., тыс. руб. |
|--|--------------------|--------------------------|--------------------------|
| 1. Оборотные активы                                | 290                | 65 110                   | 233 070                  |
| 2. Краткосрочные пассивы                           | 690-640            | 134 618                  | 42 635                   |
| <b>3. Чистый оборотный капитал (стр.1 - стр.2)</b> |                    | <b>-69 508</b>           | <b>190 435</b>           |

Источник: бухгалтерские данные, расчеты Оценщика.

По данным расчетов получается, что чистый оборотный капитал у предприятия на дату проведения оценки отсутствует, представлен положительной величиной в размере – 190 435,0 тыс. руб., за анализируемый период наблюдается положительная динамика данного показателя.

Поскольку на дату проведения оценки текущие пассивы покрываются текущими активами, предприятие можно признать платежеспособным.

*Оценка финансовых показателей платежеспособности*

Оценка ликвидности предполагает сопоставление активов с погашением обязательств, для чего рассчитывают соответствующие коэффициенты ликвидности.

Цель расчета – оценить соотношение имеющихся активов, как предназначенных для непосредственной реализации, так и задействованных в технологическом процессе, с целью их последующей реализации и возмещения вложенных средств и существующих обязательств, которые должны быть погашены предприятием в предстоящем периоде.

В целом заключение о платежеспособности предприятия строится на сравнении полученных результатов расчета коэффициента ликвидности с нормативным значением.

Результаты расчета коэффициентов ликвидности представлены в табл. 32.

Коэффициент абсолютной ликвидности определяют как отношение суммы денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к краткосрочным обязательствам (стр.260+стр.250)/(стр.690 – стр.640 – стр.650).

Т а б л и ц а 32

## Динамика коэффициентов ликвидности за анализируемый период

| Коэффициент                                     | Формула для расчета по ф.№1                             | Значения      |               | Абсолютные изменения | Темп роста, % | Нормальное ограничение         |
|---|---|---------------|---------------|----------------------|---------------|--------------------------------|
|   |   | 01.01.2013 г. | 27.03.2013 г. |                      |               |                                |
| Коэффициент абсолютной ликвидности              | $(с.250+с.260)/(с.610+с.620+с.630+с.660)$               | 0,02          | 0,10          | 0,08                 | 389%          | от 0.2 до 0.5                  |
| Коэффициент быстрой или критической ликвидности | $(стр.290-стр.210-стр.244)/(стр.690-стр.640-стр.650)$ . | 0,02          | 0,10          | 0,08                 | 389%          | Допустимое 0,7-0.8; желат. 1,0 |
| Коэффициент текущей ликвидности                 | $с.290/(с.610+с.620+с.630+с.660)$                       | 0,48          | 5,47          | 4,98                 | 1030%         | больше либо равно 1,0          |

Этот коэффициент отражает соотношение самых ликвидных активов к текущим обязательствам. Его величина должна быть не ниже 0,2.

Коэффициент абсолютной ликвидности на дату проведения оценки равен 0,1. Так как теоретически необходимым для коэффициента абсолютной ликвидности является значение 0,2, то коэффициент оцениваемого предприятия ниже норматива. Таким образом, предприятие не имеет высокую мгновенную ликвидность.

Коэффициент быстрой ликвидности определяется как отношение денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и дебиторской задолженности к краткосрочным долговым обязательствам  $(стр.290-стр.210-стр.244)/(стр.690-стр.640-стр.650)$ .

Оптимальная величина этого коэффициента находится в пределах от 0,8 до 1,0. Она может быть гораздо более высокой из-за неоправданного роста дебиторской задолженности.

Коэффициент быстрой ликвидности на дату проведения оценки равен 0,1, что не находится в рамках рекомендуемого значения и показывает, что текущие обязательства не могут быть в полном объеме погашены наиболее ликвидными активами и активами быстрой реализации. Причем погашение краткосрочных долговых обязательств во многом зависит от качества дебиторской задолженности и финансового состояния должников.

Коэффициент текущей ликвидности определяют как отношение всех текущих активов денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и дебиторской задолженности, к которой добавляется стоимость запасов (за вычетом расходов будущих периодов и НДС по приобретенным

ценностям), к кратковременным долговым обязательствам (стр.290-стр.216-стр.244)/(стр.690-стр.640-стр.650).

Коэффициент текущей ликвидности показывает общую ликвидность, т.е. в какой мере текущие кредиторские обязательства обеспечиваются текущими активами или сколько денежных единиц текущих активов приходится на одну денежную единицу текущих обязательств. Министерство экономики РФ в приказе от 1 октября 1997 г. №128 рекомендует границы этого показателя от 1 до 2, а официальный норматив (распоряжение от 12 августа 1994 г. №31-р) коэффициента текущей ликвидности больше или равен 2.

Коэффициент текущей ликвидности на отчетный период находится в рамках рекомендуемого значения. Вероятность погашения всех текущих обязательств за счет всех оборотных средств высокая. Риск всех видов кредитования предприятия - незначительный.

Анализ коэффициентов ликвидности показывает, что предприятие на дату проведения оценки находится в нормально устойчивом финансовом состоянии. Значения некоторых коэффициентов ликвидности ниже минимально рекомендуемых значений, что указывает на низкую платежеспособность предприятия.

#### *Оценка деловой активности*

Деловая активность предприятия характеризуется показателями, отражающими эффективность использования средств производства, материальных, трудовых и финансовых ресурсов.

Показатели деловой активности предприятия анализируются на основании данных отчетных балансов, а также данных о доходности предприятия.

Показатели деловой активности характеризуются как абсолютными показателями, среди которых показатели доходности предприятия - объем реализации продукции, прибыль и др., так и относительными показателями (коэффициенты), раскрывающие уровень использования ресурсов предприятия (материальных, трудовых, финансовых).

Среди абсолютных показателей деловой активности следует выделить объем реализации продукции (работ, услуг), прибыль, величину авансированного капитала (активы предприятия). Целесообразно рассматривать сравнительную динамику этих показателей. Оптимальным считается соотношение, когда прибыль возрастает более высокими темпами, чем выручка от реализации. Такое соотношение получило название «золотого правила экономики предприятия».

У предприятия доход за 1 кв 2013 г. сформировался за счет основной деятельности предприятия. В течение всего анализируемого периода наблюдаются положительные результаты деятельности Общества по основной деятельности.



Т а б л и ц а 33

| Показатели  | код<br>строки<br>отчета | 01.01.2013 г.  |              | 27.03.2013 г. |               |
|---|-------------------------|----------------|--------------|---------------|---------------|
|   |                         | тыс.руб.       | % к<br>итогу | тыс.руб.      | % к<br>итогу  |
| Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг - всего |                         | 169 219        | 100,0%       | 38 446        | 100,0%        |
| Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг            |                         | 42 730         | 25,3%        | 8 540         | 22,2%         |
| <b>Валовая прибыль</b>  |                         | <b>126 489</b> | <b>74,7%</b> | <b>29 906</b> | <b>77,8%</b>  |
| Коммерческие расходы  |                         | 101 890        | 0,0%         | 2 200         | 0,0%          |
| Управленческие расходы  |                         |                | 0,0%         |               | 0,0%          |
| <b>Прибыль (убыток) от продаж</b>                                   |                         | <b>24 599</b>  | <b>14,5%</b> | <b>27 706</b> | <b>72,1%</b>  |
| Проценты к получению  |                         |                | 0,0%         |               | 0,0%          |
| Проценты к уплате   |                         | 10 338         | 6,1%         | 385           | 1,0%          |
| Доходы от участия в других организациях                             |                         |                | 0,0%         |               | 0,0%          |
| Прочие доходы   |                         | 79             | 0,0%         | 16 208        | 42,2%         |
| Прочие расходы  |                         | 2 838          | 1,7%         | 127           | 0,3%          |
| <b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>                          |                         | <b>11 502</b>  | <b>6,8%</b>  | <b>43 402</b> | <b>112,9%</b> |
| Отложенные налоговые активы   |                         | 0              | 0,0%         | 0             | 0,0%          |
| Отложенные налоговые обязательства                                  |                         | 0              | 0,0%         | 0             | 0,0%          |
| Текущий налог на прибыль  |                         | 1 901          | 1,1%         | 3 426         | 8,9%          |
| Иные аналогичные обязательные платежи                               |                         |                | 0,0%         |               | 0,0%          |
| <b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>                    |                         | <b>9 601</b>   | <b>5,7%</b>  | <b>39 976</b> | <b>104,0%</b> |

### Общие показатели оборачиваемости

Коэффициент общей оборачиваемости капитала (ресурсоотдача) – характеризует скорость оборота всего имущества предприятия. Коэффициент общей оборачиваемости активов показывает, сколько выручки приносит 1 рубль активов предприятия.

Коэффициент оборачиваемости мобильных средств характеризует скорость оборота всех оборотных средств предприятия.

Фондоотдача основных средств характеризует стоимость основных средств, приходящуюся на 1 рубль выручки от реализации.

Коэффициент оборачиваемости собственного капитала отражает активность собственных средств или активность денежных средств, которыми рискуют акционеры или собственники предприятия.

За рассматриваемый период не все рассчитанные общие коэффициенты оборачиваемости увеличились, что не является положительной тенденцией.

### **Общие выводы по результатам финансового анализа**

За период с 01.01.2013 г. по 27.03.2013 г. общая стоимость имущества предприятия (валюта баланса) увеличилась, что в сумме составило 347 447,0 тыс. руб.

За последний отчетный период наблюдается увеличение активов общества, связанное главным образом увеличением основных средств, что свидетельствует о расширении производственной деятельности Общества.

Финансово-хозяйственная деятельность ООО «Ресторатор» в течение 1 кв. 2013 г., осуществлялась главным образом за счет заемных средств. Необходимо отметить, что в связи с недостаточностью собственных ресурсов, Общество осуществляло заимствования в течение всего периода деятельности.

Анализ финансовой устойчивости на основе абсолютных показателей позволил сделать вывод о том, что компания на дату проведения оценки находится в нормально устойчивом финансовом состоянии. Необходимо отметить, что в течение всего анализируемого периода просматривается положительная динамика показателей.

На дату проведения оценки относительные показатели финансовой устойчивости подтверждают вывод о нормально устойчивом финансовом состоянии оцениваемого предприятия, почти все относительные показатели финансовой устойчивости находятся в пределах рекомендуемых значений, что связано со значительной величиной собственного капитала и собственных оборотных средств.

Исходя из этого, можно охарактеризовать ликвидность баланса как недостаточную (отличную от абсолютной).

Поскольку на дату проведения оценки текущие пассивы покрываются текущими активами, предприятие можно признать платежеспособным.

Анализ коэффициентов ликвидности показывает, что предприятие на дату проведения оценки находится в нормально устойчивом финансовом состоянии. Значения некоторых коэффициентов ликвидности ниже минимально рекомендуемых значений, что указывает на низкую платежеспособность предприятия.

### Расчет рыночной стоимости объекта оценки затратным подходом

Ретроспективные показатели стоимости чистых активов общества в балансовой оценке (без учета корректировок) общества, в соответствии с рекомендациями Минфина РФ и ФКЦБ, представлены далее (Таблица 34).

Т а б л и ц а 34

| Наименование          | Код строки | Данные<br>баланса на<br>27.03.2013 г.<br>(тыс. руб.) |
|-----------------------|------------|--|
| 1                     | 2          | 3  |
| I. Активы             |            |  |
| Нематериальные активы | 130        | 0,0  |
| Основные средства     | 150        | 114 377,0  |

Окончание табл. 34

| 1   | 2   | 3                |
|---|-----|------------------|
| Незавершенное строительство                               | 160 | 0,0              |
| Прочие внеоборотные активы                                | 190 | 0,0              |
| Запасы  | 210 | 63 719,0         |
| Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям | 220 | 17 501,0         |
| Дебиторская задолженность                                 | 250 | 147 377,0        |
| Денежные средства   | 260 | 4 381,0          |
| Прочие оборотные активы                                   | 270 | 92,0             |
| <i>Итого активы, принимаемые к расчету</i>                |     | <i>347 447,0</i> |
| <b>II. Пассивы</b>  |     |                  |
| Долгосрочные обязательства по кредитам и займам           | 410 | 295 363,0        |
| Краткосрочные обязательства по кредитам и займам          | 510 | 8 773,0          |
| Кредиторская задолженность                                | 520 | 33 862,0         |
| Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов | 530 | 0,0              |
| Резервы предстоящих расходов                              | 540 | 0,0              |
| Прочие краткосрочные обязательства                        | 550 | 0,0              |
| <i>Итого пассивы, принимаемые к расчету</i>               |     | <i>337 998,0</i> |
| <b>Стоимость чистых активов</b>                           |     | <b>9 449,0</b>   |

Рассмотрим подробнее содержание каждой из статей активов и пассивов общества для расчета стоимости чистых активов в целях определения рыночной стоимости.

*Нематериальные активы (Строка 130)*

Согласно данным баланса, стоимость нематериальных активов по состоянию на 27.03.2013 г. составляет 0 руб.

*Основные средства (Строка 150)*

По строке «Основные средства» бухгалтерского баланса отражаются показатели по основным средствам как действующим, так и находящимся на реконструкции, модернизации, восстановлении, консервации или в запасе, признаваемым таковыми согласно Положению по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» ПБУ 6/01, утвержденному приказом Минфина России от 30 марта 2001 г. № 26н, то есть отвечающим следующим требованиям:

- использование в производстве продукции при выполнении работ или оказании услуг либо для управленческих нужд организации;
- использование в течение длительного времени, то есть срока полезного использования, продолжительностью свыше 12 месяцев или обычного операционного цикла, если он превышает 12 месяцев;
- организацией не предполагается последующая перепродажа данных активов;
- способность приносить организации экономические выгоды (доход) в будущем.

К основным средствам относятся: здания, сооружения, различное оборудование, измерительные и регулирующие приборы и устройства, вычислительная техника (компьютеры), транспортные средства и прочие соответствующие объекты.

Кроме того, в настоящее время в состав основных средств переведены также следующие активы, которые ранее относились к малоценным и быстроизнашивающимся предметам (при условии, что срок их полезного использования превышает 12 месяцев), в частности:

- инструменты и приспособления общего назначения, имеющие универсальное применение;
- сменное оборудование, многократно используемое в производстве;
- производственный инвентарь для осуществления и облегчения технологических операций;
- хозяйственный инвентарь;
- специальная одежда и специальная обувь, а также предохранительные приспособления;
- постельные принадлежности.

Необходимо отметить, что до 1 января 2006 г. для объектов основных средств стоимостью не более 10 000 рублей за единицу (или иного лимита, установленного организацией в учетной политике) применялся особый порядок списания на затраты: амортизация по ним не начислялась, а их стоимость списывалась сразу по мере отпуска основного средства в производство или эксплуатацию. С января 2006 г. лимит стоимости объекта основных средств определяется организацией по-прежнему самостоятельно, но его размер не может превышать 20 000 руб. за единицу. Активы, в отношении которых выполняются предусмотренные пунктом 4 ПБУ 6/01 условия принятия их к бухгалтерскому учету в качестве основных средств, могут отражаться в бухгалтерском учете и бухгалтерской отчетности в составе материально-производственных запасов (приказ Минфина России от 12.12.2005 г. № 174н).

Если организация решает учитывать активы стоимостью в пределах лимита в составе материально-производственных запасов, то факт этого выбора и размер данного лимита должны быть отражены в учетной политике организации. Однако новые правила учета недорогих объектов основных средств распространяются лишь на то имущество, которое принято к учету после 1 января 2006 г.

Исключением из перечисленных выше требований к основному средству является то, что в составе основных средств согласно ПБУ 6/01 учитываются: капитальные вложения в арендованные объекты основных средств; земельные участки, объекты природопользования (вода, недра и другие природные ресурсы).

Первоначальная (уменьшаемая на суммы амортизационного фонда) стоимость данного вида активов формируется во многом аналогично порядку, предусмотренному для нематериальных активов, и не подлежит изменению, кроме случаев, установленных законодательством Российской Федерации и ПБУ 6/01. Однако для основных средств все-таки предусмотрена возможность изменения первоначальной стоимости в случае достройки, до оборудования, реконструкции, модернизации, частичной ликвидации и переоценки объектов основных средств.

Так коммерческая организация может не чаще одного раза в год (на начало отчетного года) переоценивать группы однородных объектов основных средств по текущей (восстановительной) стоимости путем индексации или прямого пересчета по документально подтвержденным рыночным ценам. Таким образом, в случае своевременной переоценки или ремонта данных активов их стоимость, отражаемая в бухгалтерском балансе, приближается к текущей рыночной стоимости аналогичных объектов. Чтобы пользователю бухгалтерской отчетности организации определить, проводится ли регулярная переоценка основных средств, он должен обратиться к учетной политике, утверждаемой приказом по предприятию.

Наличие в собственности предприятия объекта недвижимости отражается в балансе по строке 120 только после завершения государственной регистрации соответствующей сделки с недвижимым имуществом и выдачи свидетельства на данное имущество.

Согласно разделу V ПБУ 6/01 выбытие объекта основных средств и его списание с бухгалтерского учета может происходить по нескольким причинам, не связанным с его продажей, а именно:

- объект основных средств постоянно не используется для производства продукции, выполнения работ и оказания услуг либо для управленческих нужд организации;

- в случаях безвозмездной передачи, списания вследствие морального и физического износа, ликвидации при авариях, стихийных бедствиях и иных чрезвычайных ситуациях, передачи в виде вклада в уставный (складочный) капитал других организаций и т.д. (Обратите внимание: согласно приказу Минфина России от 12 декабря 2005 г. № 147н перечень случаев выбытия основных средств с 1 января 2006 г. стал открытым).

Если списание объекта основных средств производится в результате его продажи, то выручка от продажи принимается к бухгалтерскому учету в сумме, согласованной сторонами в договоре. А выручка от реализации основного средства отражается в форме 2 «Отчет о прибылях и убытках» по строке «Прочие операционные доходы», так как согласно пункту 31 ПБУ 6/01 доходы и расходы от списания объектов основных средств с бухгалтерского учета подлежат зачислению на счет прибылей и убытков в качестве операционных доходов и расходов. Согласно Указаниям о поряд-

ке составления и представления бухгалтерской отчетности, утвержденных приказом Минфина России от 20 июля 2003 г. №67н, при раскрытии организацией в пояснениях к бухгалтерскому балансу и отчету о прибылях и убытках информации о принадлежащих ей активах в качестве основных средств, нематериальных активов, доходных вложений в материальные ценности отдельно приводятся данные о первоначальной (восстановительной) стоимости этих активов и начисленной амортизации.

Показатель по строке 120 формируется путем вычитания из остатка на конец года по счету 01 «Основные средства» остатка по счету 02 «Амортизация основных средств» (данный счет в балансе отдельно не отражается). Однако здесь нужно учесть следующее обстоятельство.

Согласно данным баланса, стоимость основных средств по состоянию на 27.03.2013 г. составляет 122 439,0 тыс. руб.

Стоимость данных активов была принята равной балансовой стоимости.

#### *Запасы (Строка 210)*

По строке «Запасы» показываются остатки материально-производственных запасов, предназначенных для использования при производстве продукции, выполнении работ, оказании услуг, управленческих нужд организации (сырье, материалы и другие аналогичные ценности), для продажи или перепродажи (готовая продукция, товары), других материальных ценностей, а также затраты организации, числящиеся в незавершенном производстве (издержках обращения) и расходы будущих периодов.

Виды материально-производственных запасов, учитываемых по данной строке баланса, подробно расшифровываются (в зависимости от профиля конкретной организации) по строкам 211-217.

Показатели по строке 210 организация формирует с учетом Положения по бухгалтерскому учету «Учет материально-производственных запасов» ПБУ 5/01, утвержденного приказом Минфина России от 9 июня 2001 г. №44н (далее - ПБУ 5/01), и Методических указаний по бухгалтерскому учету материально-производственных запасов, утвержденных приказом Минфина России от 28 декабря 2001г.№119н.

Согласно данным баланса, стоимость показатель строки по состоянию на 27.03.2013 г. составляет 63719,0 тыс. руб.

Так как данные о ликвидности запасов на дату проведения оценки отсутствовали, стоимость запасов была принята по балансовой стоимости.

*Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)» (Строка 230+240-244)*

По строке «Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)» (240) отражается общая сумма краткосрочной дебиторской задолженности. Дебиторская задолженность представляется как краткосрочная, если срок погашения ее не более

12 месяцев после отчетной даты. Остальная дебиторская задолженность представляется как долгосрочная. В показатель также включаются:

- числящаяся на отчетную дату в бухгалтерском учете задолженность перед организацией ее дочерних (зависимых) обществ;
- задолженность учредителей (участников) организации по вкладам в уставный (складочный) капитал организации;
- сумма уплаченных другим организациям и гражданам авансов по предстоящим расчетам в соответствии с условиями договоров;
- переплата по налогам, сборам и прочим платежам в бюджет, государственные внебюджетные фонды;
- задолженность работников организации по предоставленным им займам за счет средств этой организации, по возмещению материального ущерба организации;
- задолженность за подотчетными лицами, задолженность по расчетам с поставщиками по недостаткам товарно-материальных ценностей, обнаруженным при приемке;
- задолженность перед организацией по расчетам с государственным и (или) муниципальным органом;
- штрафы, пени, неустойки, признанные должником или по которым получены решения суда (арбитражного суда) либо другого органа, имеющего в соответствии с законодательством Российской Федерации право на принятие соответствующего решения об их взыскании.

В балансе отражается дебиторская задолженность предприятия, уменьшенная на сумму резерва по сомнительным долгам, создаваемого в соответствии с пунктом 70 Положения по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации.

По данным баланса, стоимость показатель строки по состоянию на 27.03.2013 г. составляет 147377,0 тыс. руб.

Так как данные о дебиторской задолженности на дату проведения оценки отсутствовали, стоимость дебиторской задолженности была принята по балансовой стоимости.

#### *Денежные средства (Строка 250)*

По строке «Денежные средства» указывается сумма денежных средств, которыми располагает организация в конце дня (например, 31 декабря отчетного года). По строке «Денежные средства» показывается остаток денежных средств:

- в кассе;
- на расчетных счетах;
- на валютных счетах;
- на специальных счетах в кредитных организациях (за исключением сальдо по субсчету 3 «Депозитные счета», которое в соответствии с требованиями ПБУ 19/02 отражается в составе финансовых вложений);
- средства, находящиеся в пути.

Организацией могут применяться дополнительные строки для расшифровки данных показателей в пределах, допустимых типовой формой, утвержденной Минфином России.

Согласно данным баланса, стоимость показатель строки по состоянию на 27.03.2013 г. составляет 4381,0 тыс. руб. Показатель данной статьи принят без корректировок.

*Долгосрочные займы и кредиты (Строка 410)*

По строке «Займы и кредиты» (410) отражается остаток заемных средств, которые организация получила на срок более года, или, другими словами, задолженность по долгосрочным кредитам (займам), а также сумма начисленных, но непогашенных процентов по ним.

В зависимости от выбранной в соответствии с Положением по бухгалтерскому учету «Учет займов и кредитов и затрат на их обслуживание» ПБУ 15/01, утвержденным приказом Минфина России от 2 августа 2001 г. №60н (далее – ПБУ 15/01) учетной политики в отношении долгосрочных кредитов и займов предприятие может:

- осуществлять перевод долгосрочной задолженности в краткосрочную в момент, когда по условиям договора займа и (или) кредита до возврата основной суммы долга остается не более 365 дней;
- учитывать заемные средства, срок погашения которых по договору займа или кредита превышает 12 месяцев, до истечения указанного срока в составе долгосрочной задолженности.

Таким образом, при анализе данной строки отчетности пользователь должен обратиться к учетной политике организации.

Если организация выбрала первый способ, то не погашенные на конец отчетного периода суммы кредитов и займов, подлежащих погашению в срок не более 365 дней после отчетной даты, будут отражены в балансе по строке «Займы и кредиты» (610) в разделе «Краткосрочные обязательства».

В случае если обязательства, ранее учтенные как долгосрочные, представлены в бухгалтерском балансе в качестве краткосрочных, то причины данного перевода задолженности отражаются в пояснениях (пояснительной записке) к бухгалтерскому балансу. Стоит отметить, что в типовой форме баланса не предусмотрены отдельные строки для расшифровки долгосрочных заемных средств. Однако если изучаемая организация берет займы из разных источников, то могут быть введены дополнительные строки, разделяющие задолженность перед банками и другими организациями.

Согласно данным баланса, стоимость показатель строки по состоянию на 27.03.2013 г. составляет 295 363,0 тыс. руб. Показатель данной статьи принят без корректировок.

*Краткосрочные займы и кредиты (Строка 510)*

По строке «Займы и кредиты» (510) отражается остаток заемных средств, которые организация получила на срок менее года, а также сумма начисленных, но неоплаченных процентов по ним.



Согласно данным баланса, стоимость показатель строки по состоянию на 27.03.2013 г. составляет 8773,0 тыс. руб. Показатель данной статьи принят без корректировок.

*Кредиторская задолженность (Строка 520)*

По строке «Кредиторская задолженность» (520) отражается общая сумма кредиторской задолженности организации.

Подробные сведения об этих средствах затем детализируются в отдельных строках баланса.

По строке «Поставщики и подрядчики» (621) показывается сумма задолженности поставщикам, подрядчикам за поступившие материальные ценности, выполненные работы, оказанные организации услуги.

По строке «Задолженность перед персоналом организации» (622) показываются начисленные, но еще не выплаченные суммы заработной платы. Однако необходимо упомянуть, что отражение по данной строке сумм заработной платы, не выплаченной сотрудникам, не всегда означает наличие в организации долгосрочной задолженности по заработной плате со всеми вытекающими отсюда последствиями, в том числе ведущими к уголовному наказанию. Как правило, задолженность перед персоналом носит краткосрочный характер и связана с разрывами с датой начисления заработной платы и ближайшим рабочим днем в организации, когда бухгалтерия может выплатить наличными или перечислить на счета сотрудников соответствующие суммы.

По строке «Задолженность перед государственными внебюджетными фондами» (623) отражается сумма задолженности организации по единому социальному налогу, а также обязательному пенсионному страхованию и страхованию от несчастных случаев на производстве и профессиональных заболеваний, которая равна кредитовому сальдо счета 69 «Расчеты по социальному страхованию и обеспечению».

По строке «Задолженность по налогам и сборам» (624) показывается задолженность организации по расчетам с бюджетом по налогам и сборам, которая равна кредитовому сальдо счета 68 «Расчеты по налогам и сборам».

В соответствии со статьей 45 НК РФ налог считается уплаченным с момента предъявления в банк поручения на уплату соответствующего налога при наличии достаточного денежного остатка на счете налогоплательщика. Однако Конституционный суд РФ в своем определении от 25 июля 2001 г. № 138-0 указал, что это касается лишь добросовестных налогоплательщиков.

По строке «Прочие кредиторы» (625) показывается задолженность организации по расчетам, данные о которых не отражены по другим статьям группы «Кредиторская задолженность». Например, здесь отражаются суммы задолженности перед подотчетными лицами, обязательства по взно-

сам по обязательному и добровольному имущественному страхованию; задолженность по отчислениям в соответствии с установленным законодательством Российской Федерации порядком во внебюджетные фонды и другие специальные фонды (кроме фондов, задолженность по отчислениям в которые отражается по строке «Задолженность перед государственными внебюджетными фондами»); сумма обязательств организации-арендатора за основные средства, переданные ей на условиях долгосрочной аренды и пр.

Согласно данным баланса, стоимость показатель строки по состоянию на 27.03.2013 г. составляет 33862,0 тыс. руб.

Предполагаем, что предприятие будет выполнять свои обязательства в полном объеме. Показатель данной статьи принят без корректировок.

*Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов (Строка 630)*

Согласно данным баланса, задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов по состоянию на 27.03.2013 г. составляет 0 руб.

*Скорректированная стоимость чистых активов*

Скорректированные статьи, участвующие в расчете чистых активов, представлены далее (табл.35).

Т а б л и ц а 35

| № п/п | Наименование  | Код строки баланса | Стоимость чистых активов по состоянию на 27.03.2013 г. по балансу, тыс. руб. | Скорректированная стоимость чистых активов по состоянию на 27.03.2013 г., тыс. руб. |
|-------|---|--------------------|--|---|
| 1     | 2   | 3                  | 4  | 5   |
|       | I Активы  |                    |  |   |
| 1     | Нематериальные активы                                     | 130                | 0,0  | 0,0   |
| 2     | Основные средства   | 150                | 114 377,0  | 122 439,0   |
| 3     | Незавершенное строительство                               | 160                | 0,0  | 0,0   |
| 4     | Доходные вложения в материальные ценности                 | 160                | 0,0  | 0,0   |
| 5     | Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения          |                    | 0,0  | 0,0   |
| 6     | Прочие внеоборотные активы                                | 190                | 0,0  | 0,0   |
| 7     | Запасы  | 210                | 63 719,0   | 63 719,0  |
| 8     | Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям | 220                | 17 501,0   | 17 501,0  |
| 9     | Дебиторская задолженность                                 | 250                | 147 377,0  | 147 377,0   |
| 10    | Денежные средства   | 260                | 4 381,0  | 4 381,0   |
| 11    | Прочие оборотные активы                                   | 270                | 92,0   | 92,0  |
| 12    | <i>Итого активы, принимаемые к расчету</i>                |                    | <i>347 447,0</i>   | <i>355 509,0</i>  |

| 1  | 2   | 3   | 4              | 5               |
|----|---|-----|----------------|-----------------|
|    | II. Пассивы   |     |                |                 |
| 13 | Долгосрочные обязательства по кредитам и займам           | 410 | 295 363,0      | 295 363,0       |
| 14 | Краткосрочные обязательства по кредитам и займам          | 510 | 8 773,0        | 8 773,0         |
| 15 | Кредиторская задолженность                                | 520 | 33 862,0       | 33 862,0        |
| 16 | Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов | 530 | 0,0            | 0,0             |
| 17 | Резервы предстоящих расходов                              | 540 | 0,0            | 0,0             |
| 18 | Прочие краткосрочные обязательства                        | 550 | 0,0            | 0,0             |
| 19 | <i>Итого пассивы, принимаемые к расчету</i>               |     | 337 998,0      | 337 998,0       |
|    | <b>Стоимость чистых активов</b>                           |     | <b>9 449,0</b> | <b>17 511,0</b> |

Стоимость 100% долей ООО «Ресторатор», по состоянию на дату проведения оценки, полученная в результате использования Метода чистых активов, составляет: 17 511 000,0 (Семнадцать миллионов пятьсот одиннадцать тысяч) рублей.

### Расчет рыночной стоимости объекта оценки доходным подходом

#### *Обоснование выбора метода оценки в рамках доходного подхода*

Методы, используемые в рамках доходного подхода, можно разделить на две группы:

- методы, основанные на пересчете будущих ежегодных доходов компании в текущую стоимость (методы дисконтирования доходов)
- методы, базирующиеся на накоплении средней величины дохода (методы капитализации доходов).

Способность бизнеса приносить доход является важнейшим показателем при оценке акций (долей). Доходный подход позволяет определить рыночную (текущую) стоимость предприятия в зависимости от ожидаемых в будущем доходов.

Определение стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, а собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов.

Метод дисконтированных денежных потоков считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, он может быть

использован для оценки любого действующего предприятия. Применение данного метода наиболее обосновано для предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития. В рамках данной оценки был применен метод дисконтированных денежных потоков.

#### *Выбор базы дохода*

При оценке бизнеса можно применять одну из моделей денежного потока: денежный поток для собственного (акционерного) капитала или денежный поток для инвестированного капитала.

Для целей настоящей оценки использовался денежный поток на собственный капитал, представляющий собой разницу между притоком средств в компанию и оттоком их из оборота данной компании. Схема расчета денежного потока показана ниже.

Схема расчета денежного потока на собственный капитал:

|              | <b>Чистая прибыль после уплаты налогов</b>            |
|--------------|---|
| плюс         | Амортизационные отчисления                            |
| плюс (минус) | Уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала |
| минус        | Капитальные вложения                                  |
| плюс         | Поступление заемных средств                           |
| минус        | Возврат заемных средств                               |
| итога        | Денежный поток  |

Источник: методологические положения

Рассчитанное значение денежного потока затем дисконтируется для получения текущей стоимости в прогнозном периоде и суммируются с дисконтированной стоимостью предприятия в постпрогнозный период. В результате получается величина стоимости собственного капитала предприятия. Ставка дисконтирования была рассчитана с помощью модели оценки капитальных активов.

Основными этапами оценки методом дисконтирования денежных потоков являются:

- выбор длительности прогнозного периода;
- анализ структуры расходов и доходов;
- анализ и прогноз доходов;
- анализ и прогноз затрат;
- расчет чистой прибыли;
- прогноз инвестиций в основной и оборотный капитал;
- расчет денежных потоков;
- обоснование ставки дисконта;
- расчет стоимости Компании в постпрогнозный период;

➤ расчет текущей стоимости денежных потоков и стоимости бизнеса в постпрогнозный период;

➤ расчет стоимости собственного капитала Компании.

#### *Построение прогноза денежного потока*

При построении прогноза денежного потока необходимо выполнить следующие основные шаги:

➤ сформировать допущения относительно основных макроэкономических, отраслевых и региональных показателей на период прогноза;

➤ построить прогноз выручки на основе спрогнозированных физических и финансовых показателей;

➤ построить прогноз валовой маржи и рассчитать валовую прибыль компании;

➤ построить прогноз операционных затрат;

➤ построить прогноз капитальных вложений;

➤ построить прогноз изменений оборотного капитала;

➤ рассчитать денежный поток.

#### *Основные допущения при построении денежных потоков*

При построении денежных потоков использовались показатели экономической деятельности Общества, содержащиеся в финансовой отчетности за 2011 – 3 кв. 2012 гг.

Денежные потоки в расчетах приведены в номинальном выражении. Все прогнозы осуществлялись с учетом Макроэкономических допущений для оценки предприятия, сделанных на основе прогнозов Министерства экономического развития Российской Федерации<sup>1</sup> на период до 2030 года. Оценщик использовал для прогноза деятельности Компании следующие основные макроэкономические показатели.

Т а б л и ц а 36

#### Прогноз основных макроэкономических показателей

| Наименование  | Прогноз       |         |
|---------------|---------------|---------|
|               | 2013-2015 гг. | 2016 г. |
| Инфляция в РФ | 5,0%          | 4,2%    |

Дисконтирование денежных потоков проведено на конец периода. Терминальная стоимость была также приведена к текущей стоимости путем умножения на рассчитанный кумулятивный дисконт-фактор для соответствующего периода. Сумма приведенных к единой базе текущих стоимостей денежных потоков и приведенной к дате оценки рыночной стоимости составил текущую стоимость собственного капитала Компании.

<sup>1</sup> Сценарные условия и основные макроэкономические параметры прогноза социально-экономического развития Российской Федерации:

[http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/9cb190804f0500cd8e6fee008a11733f/%D0%9F%D1%80%D0%BE%D0%B3%D0%BD%D0%BE%D0%B7+2030\\_%D0%B8%D1%82%D0%BE%D0%B3-21032013.doc?MOD=AJPERES&CACHEID=9cb190804f0500cd8e6fee008a11733f](http://www.economy.gov.ru/wps/wcm/connect/9cb190804f0500cd8e6fee008a11733f/%D0%9F%D1%80%D0%BE%D0%B3%D0%BD%D0%BE%D0%B7+2030_%D0%B8%D1%82%D0%BE%D0%B3-21032013.doc?MOD=AJPERES&CACHEID=9cb190804f0500cd8e6fee008a11733f)

### *Определение длительности прогнозного периода*

В оценке бизнеса методом дисконтированных денежных потоков весь срок прогнозируемой деятельности предприятия разделяется на две части: прогнозный период и постпрогнозный период.

При анализе дисконтированных денежных потоков составляется прогноз движения денежных средств на определенный период времени, который может отразить любые изменения в финансовых потоках и тем самым учесть множество факторов, влияющих на эти потоки.

Срок составления прогноза выбирается таким образом, чтобы максимально точно спрогнозировать ожидаемые темпы роста выручки и размера прибыли от деятельности Компании до момента достижения ею стабильных показателей роста или неизменности денежного потока.

Прогнозный период должен продолжаться, пока темпы роста предприятия не стабилизируются (предполагается, что в остаточный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или одноуровневый бесконечный поток доходов).

Поскольку в процессе настоящей оценки требуется определить рыночную стоимость компании недавно функционирующей на рынке, длительность прогнозного периода была выбрана равной до конца 2016 г. Расчет стоимости компании в постпрогнозном периоде проводился по модели Гордона.

### *Прогноз доходов*

Согласно предоставленным в распоряжение Оценщика данным, выручка ООО «РОГА И КОПЫТА» формируется за счет осуществления следующего вида деятельности, а именно: деятельность ресторанов и кафе.

Для заключения о возможной динамике доходов ООО «Ресторатор» в прогнозном периоде Оценщик использовал фактическую величину валовой выручки Компании, имевшую место в прошлом.

Компания начала вести производственно-хозяйственную деятельность с 2011 года. По данным формы 2 Компании, в 2011 году выручка от реализации составила 97 811 тыс. рублей, в то время как за 9 месяцев 2011 года выручка от реализации составила 67 256 тыс. рублей (или 68,8% от годового уровня доходов).

За 9 месяцев 2012 года фактическая выручка от реализации составила 126 492 тыс.руб. Оценщик предполагает, что Компания сохранит имевший место в 2011 году темп роста выручки, следовательно, прогнозный уровень выручки от реализации в 2012 году составит:  $126\,492 \text{ тыс. рублей} / 0,688 = 183\,855 \text{ тыс.руб.}$

Посредством использования представленных в табл. 1 данных и определения прогнозного уровня выручки от реализации в 2012 году, Оценщиком были рассчитаны прогнозные значения выручки ООО «Ресторатор» на 2013–2016 гг.

## Прогноз выручки ООО «Ресторатор», тыс. руб.

| Наименование                   | 2013 год       | 2014 год       | 2015 год       | 2016 год       |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Деятельность ресторанов и кафе | 193 048        | 202 700        | 212 835        | 221 774        |
| <b>Итого выручка</b>           | <b>193 048</b> | <b>202 700</b> | <b>212 835</b> | <b>221 774</b> |

Источник: расчеты Оценщика

*Прогноз себестоимости*

В связи с отсутствием данных по структуре себестоимости, сложившейся на предприятии в 2011 – 3 кв. 2012 гг., для прогноза уровня себестоимости в 2013-2016 гг. использовался средний уровень себестоимости в выручке от реализации, сложившейся в 2011 – 3 кв. 2012 гг. на уровне 24,8%.

Исходя из этого, прогноз себестоимости произведен в табл. 38.

## Прогноз себестоимости продукции ООО «Ресторатор», тыс. руб.

| Наименование показателя | 2013 год | 2014 год | 2015 год | 2016 год |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|
| Себестоимость           | 47 876   | 50 270   | 52 783   | 55 000   |

Источник: расчеты Оценщика

*Прогноз прочих доходов и расходов*

Управленческие расходы отсутствовали в ретроспективном периоде, ввиду чего данные расходы не прогнозировались в будущем.

Коммерческие расходы прогнозировались в процентах от уровня выручки от реализации, сложившейся в 3 кв. 2012 г.г. и составляют 65,4% (данные расходы составляли в 2011 году – 93,65% от уровня выручки от реализации, что объясняется началом производственно-хозяйственной деятельности, значительными расходами на рекламу и т.д.).

Учитывая тот факт, что Компания прибегает к долгосрочным и краткосрочным кредитам, проценты уплаченные прогнозируются на уровне фактической величины за 9 месяцев 2012 года, скорректированном на величину 4 прогнозного квартала 2012 года.

В дальнейшем, при прогнозировании прочих доходов, Оценщик исходил из того, что прочие операционные доходы, доходы по процентам являются для оцениваемой Компании нетипичными, а поэтому исключаются из прогноза денежного потока.

Внереализационные доходы и расходы отсутствуют в ретроспективном периоде, поэтому не участвовали в прогнозе.

*Прогноз налоговых отчислений и прогноз чистой прибыли*

Налог на прибыль составляет 20% от налогооблагаемой прибыли.

Расчет чистой прибыли представлен в следующей Таблице 39.

## Прогноз чистой прибыли компании в 2013 – 2015 гг., тыс. рублей

| Наименование                                      | 2013 год       | 2014 год       | 2015 год       | 2016 год       |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Выручка от реализации                             | 193 048        | 202 700        | 212 835        | 221 774        |
| Себестоимость реализованной продукции             | 47 876         | 50 270         | 52 783         | 55 000         |
| <b>Валовая прибыль</b>                            | <b>145 172</b> | <b>152 430</b> | <b>160 052</b> | <b>166 774</b> |
| Коммерческие расходы                              | 126 253        | 132 566        | 139 194        | 145 040        |
| Управленческие расходы                            | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Прибыль от продаж</b>                          | <b>18 919</b>  | <b>19 864</b>  | <b>20 858</b>  | <b>21 734</b>  |
| Прочие операционные доходы                        | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Прочие операционные расходы (проценты уплаченные) | 10 979         | 10 979         | 10 979         | 10 979         |
| Внереализационные доходы                          | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Внереализационные расходы                         | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Прибыль до налогообложения</b>                 | <b>7 940</b>   | <b>8 885</b>   | <b>9 879</b>   | <b>10 755</b>  |
| Налог на прибыль                                  | 1 588          | 1 777          | 1 976          | 2 151          |
| <b>Чистая прибыль</b>                             | <b>6 352</b>   | <b>7 108</b>   | <b>7 903</b>   | <b>8 604</b>   |

Источник: расчеты Оценщика

*Прогноз амортизации, капитальных вложений, изменения величины собственного оборотного капитала и долгосрочной задолженности*

1) Так как амортизационные отчисления, являясь затратами с точки зрения бухгалтерского учета, не вызывают реального оттока денежных средств с предприятия до тех пор пока за их счет не будут осуществлены инвестиции в основные средства и другие амортизируемые активы предприятия (нематериальные активы, малоценные и быстроизнашивающиеся активы), то в денежный поток предприятия амортизационные отчисления следует включать.

Амортизационные отчисления составляют приблизительно 10% от остаточной балансовой стоимости основных средств Компании ежегодно, т.е. 2 410 тыс.руб.

2) Собственный оборотный капитал представляет собой разницу между оборотными (текущими) активами и текущими пассивами. Изменение собственного оборотного капитала за период рассчитывается по формуле:

**Изменение СОК = СОК начало периода – СОК конец периода.**

Под собственным оборотным капиталом (СОК) мы понимаем разницу между текущими активами (стр. 290) и текущими пассивами (стр. 690). СОК прогнозируем на уровне 5% от выручки, как наиболее вероятное соотношение для подобных предприятий.

В конце расчета необходимо ввести поправку на избыток (недостаток) собственного оборотного капитала. В модель дисконтированного денежного потока включается требуемая величина собственного оборотного капитала. Фактическая величина собственного оборотного капитала, которой располагает предприятие, может не совпадать с требуемой. Соответ-



ственно необходима коррекция: избыток собственного оборотного капитала должен быть прибавлен, а дефицит – вычтен.

Требуемая норма собственного оборотного капитала составляет приблизительно 5% от величины валовой выручки от реализации. Источник: Финстат ч.1, стр.268.

Оценщик счел необходимым прогнозировать уровень СОК исходя из данных официальных источников. Существующий в компании размер СОК существенно отличается от требуемого, причин этой ситуации Оценщику в Компании не объяснили.

Изменение уровня собственного оборотного капитала Компании в прогнозном периоде представлено в следующей таблице.

Т а б л и ц а 40

Прогноз изменения СОК, тыс.руб.

| Значение                      | 2013 год    | 2014 год    | 2015 год    | 2016 год    |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Выручка от реализации         | 193 048     | 202 700     | 212 835     | 221 774     |
| Собственный оборотный капитал | 9 652       | 10 135      | 10 642      | 11 089      |
| <b>Изменение СОК</b>          | <b>-459</b> | <b>-483</b> | <b>-507</b> | <b>-447</b> |

Источник: расчеты Оценщика

3) Капитальные вложения. В приведенной модели, капитальные вложения прогнозировались на уровне амортизационных отчислений, увеличенных на темп роста инфляции для соответствующего года.

4) Изменение долгосрочной задолженности. Не принимается во внимание при составлении данной модели денежного потока в связи с тем, что компания не планирует привлекать долгосрочные средства.

#### *Расчет прогнозных денежных потоков Компании*

На данном этапе проводится расчет денежного потока на собственный капитал Компании по схеме, представленной выше.

Т а б л и ц а 41

Расчет прогнозных денежных потоков Компании, тыс. рублей

| Наименование  | 2013 год     | 2014 год     | 2015 год     | 2016 год     |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Чистая прибыль  | 6 352        | 7 108        | 7 903        | 8 604        |
| Амортизационные отчисления                              | 2 410        | 2 410        | 2 410        | 2 410        |
| Капиталовложения  | 2 531        | 2 531        | 2 531        | 2 511        |
| Изменение СОК   | -459         | -483         | -507         | -447         |
| <b>Денежный поток</b>                                   | <b>5 772</b> | <b>6 504</b> | <b>7 275</b> | <b>8 056</b> |
| <b>Денежный поток, скорректированный на дату оценки</b> | <b>4 427</b> | <b>6 504</b> | <b>7 275</b> | <b>8 056</b> |

Источник: расчеты Оценщика

#### *Расчет ставки дисконтирования*

Ставка дисконтирования используется для определения суммы, которую заплатил бы инвестор сегодня (текущая стоимость) за право присвоения будущих денежных потоков. Вследствие риска, связанного с получением будущих доходов, ставка дисконтирования должна превышать ставку безрисковых вложений капитала (безрисковая ставка) и обеспечивать дополнительный доход (премию) за все виды рисков, сопряженных с инвестированием в оцениваемое предприятие.

Ставка дисконтирования - это ожидаемая ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования, или, другими словами, это ожидаемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

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

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

1. для денежного потока собственного капитала:
  - модель оценки капитальных активов;
  - кумулятивный подход;
2. для денежного потока для всего инвестированного капитала:
  - модель средневзвешенной стоимости капитала.

Поскольку для определения стоимости бизнеса в соответствии с целью оценки нами в качестве основы был принят денежный поток для собственного капитала, необходимо и ставку дисконтирования рассчитать на той же основе, т.е. определить ставку дисконтирования для денежного потока собственного капитала.

Поскольку, по прогнозам Министра Финансов РФ, в ближайшие несколько лет не предвидится существенное снижение рисков в экономике реального сектора РФ, ставка дисконтирования принимается постоянной на весь прогнозный период и на первый год постпрогнозного периода.

Модель оценки капитальных активов является одной из наиболее широко обсуждаемых разработок современной финансовой теории. Данная модель основывается на том факте, что инвесторы, вкладывающие свои средства в рискованные активы, ожидают некоторый дополнительный доход, превышающий безрисковую ставку, как компенсацию за риск владения

этими активами. Технический термин, описывающий подобное требование, называется неприятием риска. Не принимающие риск инвесторы не обязательно избегают его, однако они требуют компенсации в форме дополнительного ожидаемого дохода за принятие риска по инвестициям, отдача по которым не гарантирована. Говоря проще, САРМ предполагает, что доход на рискованный актив является функцией некоторого безрискового дохода, плюс премия за риск, которая, в свою очередь, является функцией уровня риска, связанного с данным активом. Премия за риск рассчитывается как функция изменения цены данного актива за определенный период времени в сопоставлении с изменениями рынка в целом за тот же период. Таким образом, САРМ использует наиболее важную внешнюю переменную в оценке бизнеса, создавая теоретические рамки для определения соответствующей ожидаемой ставки дохода.

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

$$R=R_f+\beta*(R_m- R_f),$$

где  $R_f$  – очищенная от риска ставка дохода;

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

$R_m$  – ставка дохода по среднерыночному портфелю ценных бумаг.

Данная модель является наиболее объективной (поскольку основана на реальной рыночной информации, а не на экспертной оценке) и широко используется в странах с развитыми рыночными отношениями.

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

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

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

Таким образом, окончательный вид формулы для определения ставки дисконтирования скорректирован на дополнительные поправки и показан ниже:

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

где  $S_1$  – премия для малых предприятий;

$S_2$  – премия за риск, характерный для отдельной компании;

$C$  – страновой риск.

Однако в рассматриваемом случае данный метод трудно применим по причине невозможности определения коэффициента  $\beta$ , поскольку он может быть рассчитан для компаний, акции которых котируются на фондовом рынке, а среднеотраслевой индекс, рассчитываемый аналитическими агентствами, не позволяет оценить степени риска конкретного предприятия. Коэффициент бета не будет отражать среднеотраслевых рисков.

Также определенные затруднения вызывает определение рыночной премии, ввиду нестабильности Российского фондового рынка.

Метод кумулятивного построения для определения ставки дисконтирования основан на экспертной оценке рисков, связанных с вложением средств в бизнес (реализуемый на базе оцениваемого имущественного комплекса). Ставка дисконтирования рассчитывается путем сложения всех выявленных рисков и прибавления полученного риска к безрисковой ставке дохода.

С учетом вышеизложенного, расчет ставки дисконтирования методом кумулятивного построения осуществляется на основании следующей формулы:

$$i_{\text{д}} = i_{\text{БР}} + i_{\text{р}},$$

где  $i_{\text{д}}$  – ставка дисконтирования, %;

$i_{\text{БР}}$  – безрисковая составляющая ставки дисконтирования, %;

$i_{\text{р}}$  – рисковая составляющая ставки дисконтирования, %,

$$i_{\text{р}} = \sum_{j=1}^n i_j;$$

здесь  $i_{\text{р}}$  – рисковая составляющая ставки дисконтирования, %;

$i_j$  –  $j$ -й риск в составе рисковей составляющей ставки дисконтирования, %.

В качестве безрисковой ставки сочли возможным принять доходность к погашению рублевой ценной бумаги (т.к. в расчетах используется денежный поток предприятия в рублях) доходность самого дальнего выпуска ОФЗ-46020 – 6,92% (источник - [http://www.cbr.ru/hd\\_base/GKOOFZ\\_MR.asp?date\\_req1=26.03.2013&r1=1&date\\_req2=27.03.2013&C\\_month=03&C\\_year=2013&rt=0&mode=1&x=44&y=9](http://www.cbr.ru/hd_base/GKOOFZ_MR.asp?date_req1=26.03.2013&r1=1&date_req2=27.03.2013&C_month=03&C_year=2013&rt=0&mode=1&x=44&y=9)).

Рисковая составляющая рассчитывается по следующей формуле:

$$i_{\text{р}} = \sum_{j=1}^n i_j,$$

где  $i_{\text{р}}$  – рисковая составляющая ставки дисконтирования, %;

$i_j$  –  $j$ -й риск в составе рисковей составляющей ставки дисконтирования, %.

Т а б л и ц а 42

Данные об ОФЗ, используемые при выборе безрисковой ставки

|  |   |
|--|---|
| Наименование                           | МинФин РФ, облигации федерального займа с амортизацией долга, документарные именные, выпуск 46020 |
| Состояние выпуска:                     | в обращении   |
| Данные госрегистрации:                 | №SU46020RMFS от 09.02.2006, Минфин  |
| ISIN код:                              | RU000A0GN9A7  |
| Номинал:                               | 1000 RUB  |
| Объем эмиссии, шт.:                    | 86 000 000  |
| Объем эмиссии:                         | 86 000 000 000 RUB  |
| Объем в обращении, шт.:                | 79 056 502  |
| Объем в обращении:                     | 79 056 502 000 RUB  |
| Период обращения, дней:                | 10948   |
| <b>РАЗМЕЩЕНИЕ</b>                      |   |
| Дата начала размещения:                | 15.02.2006  |
| Дата окончания размещения:             | 15.02.2006  |
| Дата рег. отчета об итогах:            | 17.05.2006  |
| <b>ПОГАШЕНИЕ</b>                       |   |
| Дата начала погашения:                 | 09.08.2034  |
| Дата погашения:                        | 06.02.2036  |
| <b>ДОХОДНОСТЬ</b>                      |   |
| Доходность к погаш. эффект., % годовых | 6,92%   |

Источник: <http://www.rusbonds.ru/>.

В табл. 43 приведены рекомендации Института экономического развития Мирового банка по экспертной оценке величины дополнительной премии при учете различных факторов риска, характерных для конкретного предприятия.

Т а б л и ц а 43

Экспертная оценка вклада различных факторов в величину премии за риск

| Фактора риска                                       | Интервал значений, % |
|---|----------------------|
| Размер компании                                     | 0—5                  |
| Финансовая структура                                | 0—5                  |
| Диверсификация: производственная и территориальная  | 0—5                  |
| Доходы: рентабельность и прогнозируемость           | 0—5                  |
| Ключевая фигура в руководстве; качество руководства | 0—5                  |
| Прочие особенные риски                              | 0—5                  |

## Градация рисков

| № п/п | Величина риска | Наименование градаций риска | Характеристика   |
|-------|----------------|-----------------------------|--|
| 1     | 0-1            | Минимальный                 | Вероятность наступления отрицательных последствий чрезвычайно мала, отсутствуют факторы, негативно влияющие на финансово-хозяйственную деятельность предприятия.   |
| 2     | 1-2            | Малый                       | Вероятность наступления отрицательных последствий достаточно мала, отсутствуют факторы, негативно влияющие на финансово-хозяйственную деятельность предприятия.  |
| 3     | 2-3            | Средний                     | Вероятность наступления отрицательных последствий достаточно незначительна, проявляются факторы, негативно влияющие на финансово-хозяйственную деятельность предприятия.   |
| 4     | 3-4            | Высокий                     | Значительная вероятность наступления отрицательных последствий, реально существует ограниченное количество факторов, негативно влияющих на финансово-хозяйственную деятельность предприятия.   |
| 5     | 4-5            | Максимальный                | Высокая вероятность наступления отрицательных последствий, реально существует значительное количество факторов, негативно влияющих на финансово-хозяйственную деятельность предприятия, возникает вероятность потери вложенных средств |

Источник: рекомендации Института экономического развития Мирового банка.

Расчет ставки дисконтирования представлен в табл. 45.

## Расчет ставки дисконтирования

| Фактор                       | Значение, % | Примечание   |
|------------------------------|-------------|--|
| 1                            | 2           | 3  |
| Безрисковая ставка           | 6,92        | В качестве безрисковой ставки Оценщики сочли возможным принять доходность к погашению рублевой ценной бумаги (т.к. в расчетах используется денежный поток предприятия в рублях) доходность самого дальнего выпуска ОФЗ-46020-АД – 6,92%.   |
| Премия за размер предприятия | 2,5         | Фактор риска, связанный с размером компании. Фактор риска, связанный с размером компании, заключается в том, что относительно небольшие фирмы имеют более неустойчивую динамику развития, чем их крупные отраслевые конкуренты. В связи с этим инвесторы, как правило, требуют дополнительную норму доходности для покрытия риска размера. Оценщик счел целесообразным принять дополнительную премию за риск, обусловленную влиянием данного фактора, принять в размере, соответствующем средней величине указанного диапазона, а именно 2,5%. |

## Окончание табл. 45

| 1   | 2            | 3  |
|---|--------------|--|
| Премия за финансовую структуру  | 2,5          | На основе проведенного анализа финансового состояния Компании (на дату оценки предприятие находится в неустойчивом финансовом состоянии), Оценщик счел целесообразным дополнительную премию за риск, обусловленную влиянием данного фактора, принять в размере соответствующем середине диапазона, а именно 2,5%.  |
| Премия за производственную и территориальную диверсификацию, диверсификацию клиентуры | 2,5          | Инвестируя средства в бизнес, рациональный инвестор следит за тем, чтобы его вложения были хорошо диверсифицированы, т.е. равнозначные доходы должны поступать от различных сфер бизнеса, имеющих в идеале отрицательную корреляцию, что защищает от одновременных потерь во всех сферах бизнеса. При низкой диверсификации доходов компании инвесторы склонны получать повышенную норму дохода. Дополнительная премия за риск, обусловленный влиянием данного фактора, принята в размере, соответствующем средней величине указанного диапазона, а именно 2,5%. |
| Премия за рентабельность предприятия и прогнозируемость его доходов                   | 3,5          | Важное значение для успешного развития бизнеса имеет способность компании генерировать прибыль. Чем выше прибыль по сравнению со среднеотраслевыми значениями, тем больше компания привлекательна для инвестора. На предприятии отсутствует долгосрочное и краткосрочное финансовое планирование. Ни руководство предприятия, ни учредители не в состоянии спланировать поступление доходов даже ближайшего 2013 года. Учитывая вышеизложенное, величина дополнительного риска, обусловленного влиянием данного фактора, принята в размере 3,5%.                 |
| Премия за качество управления   | 2,75         | Качество управления отражается во всех сферах существования компании. Можно отметить, что компания есть то, что сделало с ним управление, т.е. текущее состояние компании и перспективы ее развития во многом предопределены качеством управления. Премия за качество управления принята как среднее значение премий за рентабельность и прогнозируемость доходов, финансовую структуру, диверсификацию клиентуры  |
| <b>Итого</b>  | <b>20,67</b> |  |

*Оценка рыночной стоимости собственного капитала*

С использованием рассчитанных выше показателей, Оценщик составил поток денежных средств на собственный капитал, который следует ожидать в случае реализации заложенных в составленный Оценщиком прогноз предположений. Для оценки рыночной стоимости собственного капитала ООО «Ресторатор» спрогнозированный на основе сделанных допущений

денежный поток был продисконтирован на конец периода посредством рассчитанной в предыдущем подразделе ставки.

Расчет стоимости бизнеса Компании в постпрогнозный период проводился с использованием модели Гордона. В соответствии с данной моделью, годовой доход первого года постпрогнозного периода капитализируется в показатели стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разность между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста.

При определении стоимости Компании в построгнозный период, Оценщик исходил из допущения о долгосрочном росте денежных потоков на уровне 3,2% в год, что соответствует темпам инфляции в долгосрочной перспективе (табл. 46).

Т а б л и ц а 46

Оценка рыночной стоимости собственного капитала

| Показатель  | 2013 год      | 2014 год     | 2015 год     | 2016 год     |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Денежный поток, принятый к дисконтированию, тыс.руб.              | 4 427         | 6 504        | 7 275        | 8 056        |
| Ставка дисконтирования  | 20,67%        | 20,67%       | 20,67%       | 20,67%       |
| Период дисконтирования  | 0,767         | 1,767        | 2,767        | 3,767        |
| Коэффициент приведения  | 0,866         | 0,717        | 0,595        | 0,493        |
| <b>Приведенный денежный поток, тыс.руб.</b>                       | <b>3 834</b>  | <b>4 663</b> | <b>4 329</b> | <b>3 972</b> |
| Сумма приведенных денежных потоков, тыс.руб.                      | 16 798        |              |              |              |
| Будущая стоимость реверсии, тыс.руб.                              | 47 589        |              |              |              |
| Приведенная стоимость реверсии, тыс.руб.                          | 22 444        |              |              |              |
| <b>Предварительная стоимость собственного капитала, тыс. руб.</b> | <b>39 242</b> |              |              |              |

*Внесение итоговых поправок и расчет рыночной стоимости 100% долей Компании*

Для корректного вывода окончательного значения рыночной стоимости бизнеса необходим ряд поправок:

1) С ростом объемов производства происходит отвлечение части полученной прибыли на соответствующие приросты необходимых для производства оборотных средств, которые рассчитываются за вычетом кредиторской задолженности и прочих беспроцентных текущих обязательств – «чистых» оборотных средств.

Расчет избытка (дефицита) собственного оборотного капитала компании производится по формуле:

$$\begin{aligned} & \text{Избыток (дефицит) СОК} = \\ & = \text{Требуемая величина СОК} - \text{Фактическая величина СОК} \end{aligned}$$



Требуемая норма СОК составляет 5% от величины выручки от реализации за 2012 год.

Фактическая величина СОК рассчитана на основании балансовых статей баланса Компании по состоянию на 01.10.2012 года, как разность между текущими (оборотными) активами и текущими пассивами Компании.

Т а б л и ц а 47

Расчет избытка (дефицита) СОК, тыс. рублей

| Наименование показателя | Значение      |
|-------------------------|---------------|
| Требуемая норма СОК     | 9 193         |
| Фактический СОК         | 27 141        |
| <b>Избыток СОК</b>      | <b>17 948</b> |

2) Если у предприятия имеются избыточные активы, то их рыночная стоимость прибавляется к полученному значению стоимости. В результате анализа у Компании избыточных активов не выявлено.

Исходя из проведенного анализа, расчет итоговой рыночной стоимости 100% долей ООО «Ресторатор» произведен в табл. 48.

Т а б л и ц а 48

Расчет рыночной стоимости объекта оценки

| Наименование показателя                                    | Значение      |
|--|---------------|
| Предварительная стоимость Компании, тыс. рублей            | 39 242        |
| Избыточные активы, тыс.рублей                              | 0             |
| Избыток СОК, тыс.рублей                                    | 17 948        |
| <b>Рыночная стоимость 100% долей Компании, тыс. рублей</b> | <b>57 190</b> |

Таким образом, рыночная стоимость 100% долей ООО «Ресторатор» с использованием доходного подхода к оценке (в рамках метода дисконтированных денежных потоков) составляет округленно: 57 190 000 (Пятьдесят семь миллионов сто девяносто тысяч) рублей.

### Согласование результатов оценки

Согласование результата оценки – получение итоговой оценки имущества на основании результатов, полученных с помощью различных методов оценки.

Задача согласования заключается в сведении различных результатов в единую интегрированную оценку стоимости имущества. При согласовании результатов оценки стоимости с учётом вклада каждого из них, вероятность получения более точного и объективного значения стоимости объекта значительно возрастает.

В общем случае в итоговом согласовании каждому из результатов, полученных различными подходами, придается свой вес. Логически обосновываемое численное значение весовой характеристики соответствующего подхода зависит от таких факторов как цель оценки и используемое

определение стоимости, количество и качество данных, подкрепляющих каждый примененный метод.

Для определения рыночной стоимости 100% долей ООО «Ресторатор», были использованы следующие подходы и методы:

- затратный подход (метод скорректированных чистых активов);
- сравнительный подход (не применялся);
- доходный подход (метод дисконтированных денежных потоков).

В результате применения этих подходов получены следующие результаты оценки собственного капитала компании.

| Подходы к оценке | Оценочный результат, руб. |
|------------------|---------------------------|
| Затратный        | 17 511 000                |
| Сравнительный    | Не применялся             |
| Доходный         | 57 190 000                |

При согласовании результатов оценки, полученной двумя классическими подходами к оценке, в рамках которых были использованы два метода их реализации, и расчете итоговой величины рыночной стоимости объекта оценки были рассмотрены сильные и слабые стороны каждого из этих методов в конкретном случае их применения.

Метод дисконтирования денежных потоков обладает следующим преимуществом: учитываются будущие ожидания инвестора, уровень отдачи активов, прогнозируемые сценария развития бизнеса. Неоспоримым преимуществом доходного подхода является то, что это единственный подход, который учитывает будущие ожидания развития бизнеса. Основные трудности, связанные с применением данного подхода, заключаются в сложности формирования обоснованного прогнозного денежного потока, определения уровня риска. Однако, данный подход дает наиболее адекватные результаты только в условиях развитого рынка, при условии достаточно полной информационной обеспеченности.

Затратный подход базируется на рыночной стоимости реальных активов предприятия. Недостатком данного подхода является то, что он достаточно статичен, в данном подходе невозможно учесть перспективы развития компании. В то же время, основная величина активов компании не представлена высоко ликвидным недвижимым имуществом, расположенным в Москве.

На основании выше изложенного затратному подходу был присвоен весовой коэффициент – 0, а доходному подходу – 1.

Исходя из предоставленных Оценщику исходных данных и проведенного анализа, можно сделать вывод, что:

Рыночная стоимость 100% долей в уставном капитале ООО «ресторатор», составляет по состоянию на 27 марта 2013 года: 57 190 000 (Пятьдесят семь миллионов сто девяносто тысяч) рублей.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В условиях нестабильности российской экономики, влияющих на положение отечественных предприятий на рынке, оценка стоимости предприятия и его активов приобретает особое значение. Наличие в нашей стране большого количества предприятий, находящихся в предкризисном и кризисном состоянии и нуждающихся в финансовом оздоровлении, обуславливает необходимость получения достоверной оценки рынком как имущественного комплекса предприятия в целом, так и отдельных его частей. На основе такой стоимостной оценки возможно будет разработать комплекс антикризисных мероприятий и предусмотреть реализацию инвестиционных проектов, обеспечивающих финансовое оздоровление предприятия, что особенно актуально в настоящее время.

Потребность в определении рыночной стоимости предприятия возникает при решении множества задач имущественного характера, имеющих важное экономическое значение как для субъектов оценки, так и для будущего существования объектов собственности на целевом рынке. Среди таких задач можно выделить осуществление купли-продажи предприятия в целом или его долей, обоснование суммы кредита под залог имущества, определение дополнительной эмиссии акций, расчёт страховых сумм для страхователей и выплат при наступлении страхового случая, исчисление рациональных сумм налогов, проведение переоценки основных производственных фондов, принятие решения о банкротстве предприятия и др. В связи с этим возникает потребность в услугах профессиональных экспертов-оценщиков.

В современных условиях управления бизнесом знание основ профессиональной оценки полезно специалистам экономического профиля. Эти знания позволяют иметь реальное представление о стоимости имущества предприятий, привлекательности разных направлений деятельности фирмы как для потенциальных инвесторов, так и для учредителей и акционеров. Методы оценки бизнеса могут быть использованы при разработке финансовой стратегии предприятия, оценке эффективности капитальных вложений.

Представленные в данном учебном пособии организационно-управленческие и правовые аспекты оценочной деятельности, основные подходы и реализуемые в их составе методы оценки бизнеса показывают, какая огромная ответственность ложится на плечи специалистов по оценке, от уровня квалификации которых во многом зависят достижения в рыночных преобразованиях экономики нашей страны.

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Арбитражный процессуальный кодекс Российской Федерации от 24.07.2002 N 95-ФЗ (ред. от 06.04.2015) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.07.2015) [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 N 51-ФЗ (ред. от 23.05.2015) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.07.2015) [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
3. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 N 14-ФЗ (ред. от 06.04.2015, с изм. от 07.04.2015) [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
4. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть третья) от 26.11.2001 N 146-ФЗ (ред. от 05.05.2014) [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
5. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 N 117-ФЗ (ред. от 08.06.2015) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.07.2015) [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
6. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 06.04.2015) «Об акционерных обществах» [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
7. Федеральный закон от 29.07.1998 N 135-ФЗ (ред. от 08.06.2015) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.07.2015) [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
8. Федеральный закон от 26.10.2002 N 127-ФЗ (ред. от 29.12.2014) «О несостоятельности (банкротстве)» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.07.2015) [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
9. Федеральный закон от 02.12.1990 N 395-1 (ред. от 20.04.2015) «О банках и банковской деятельности» [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
10. Постановление Правительства РФ от 08.11.2007 N 765 «О признании утратившими силу некоторых решений Правительства Российской Федерации по вопросам оценочной деятельности» [Текст] // Российская газета. – 2007. – N 254.
11. Приказ Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 N 256 (ред. от 22.10.2010) «Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО N 1)» [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
12. Приказ Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 N 255 (ред. от 22.10.2010) «Об утверждении федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО N 2)» [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
13. Приказ Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 N 254 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО N 3)» [Текст] // Российская газета. – 2007. – N 195.
14. Приказ Минэкономразвития России от 22.10.2010 N 508 (ред. от 22.06.2015) «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Определение кадастровой стоимости (ФСО N 4)» [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
15. Приказ Минэкономразвития России от 25.09.2014 N 611 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка недвижимости (ФСО N 7)» [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
16. Приказ Минэкономки РФ от 01.10.1997 N 118 «Об утверждении Методических рекомендаций по реформе предприятий (организаций)» [Текст] // Экономика и жизнь. – 1998. – N 49.

17. Приказ Минфина РФ от 27.12.2007 N 153н (ред. от 24.12.2010) «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет нематериальных активов» (ПБУ 14/2007)» [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
18. Приказ Минфина РФ от 31.10.2000 N 94н (ред. от 08.11.2010) «Об утверждении Плана счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности организаций и Инструкции по его применению» [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
19. Приказ Минфина России N 86н, МНС России N БГ-3-04/430 от 13.08.2002 (с изм. от 17.05.2012) «Об утверждении Порядка учета доходов и расходов и хозяйственных операций для индивидуальных предпринимателей» [Текст] // Российская газета. – 2002. – N 171.
20. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости» (ред. от 17.12.2014) (введен в действие Приказом Минфина России от 18.07.2012 N 106н) [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
21. Постановление Правительства РФ от 06.07.2001 N 519 (ред. от 14.12.2006) «Об утверждении стандартов оценки» (утратило силу) [Электронный ресурс]. – URL: <http://base.consultant.ru/>
22. Беленький, В.Р. Рыночная цена земельно-имущественных объектов (комплексов), расчетно-конструктивные и графо-аналитические методы моделирования [Текст] / В.Р. Беленький [и др.]. – М.: Былина, 2001. – 224 с.
23. Бондаренко, С.И. Методика анализа эффективности использования земельно-имущественного комплекса в бюджетных образовательных учреждениях [Текст]: автореф. дис.... канд. экон. наук. – М., 2012. – 22 с.
24. Валдайцев, С.В. Оценка бизнеса [Текст]: учебник. – М.: Проспект, 2003.
25. Есипов, В. Оценка бизнеса [Текст]: учебник. – СПб.: Питер, 2003.
26. Оценка бизнеса [Текст]: учебник /под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: ФиС, 2005.
27. Паламарчук, В.П. Оценка бизнеса [Текст]: учебное пособие. – М.: Высшая школа финансового менеджмента АНХ при Правительстве РФ, 2004. – 108 с.
28. Ронова, Г.Н. Оценка стоимости предприятий [Текст]: учебно-методический комплекс. – М.: Изд. центр ЕАОИ, 2008. – 157 с.
29. Сай, С.И. Земельно-имущественный комплекс России как объект регулирования [Текст] / С. И. Сай // Общество и экономика. – 2001. – №7-8. – С. 170-182.
30. Терешкина, М.С. Повышение эффективности управления земельно-имущественным комплексом муниципальных образований Пензенской области) [Текст]: автореф. дис.... канд. экон. наук. – М., 2011. – 24 с.
31. Хаметов, Т.И. Эффективность управления земельно-имущественным комплексом на различных территориальных уровнях. Теория, методика и практика (на примере Приволжского федерального округа) [Текст]: автореф. дис.... д-ра экон. наук. – М., 2009. – 48 с.
32. Финансирование бизнеса. Бизнес-планирование [Текст]: учебное пособие / под ред. проф. Т.Г. Попадюк, В.Я. Горфинкеля. – М.: Юрайт, 2013.
33. Щербаков, В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст] / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – М.: Омега-Л, 2006. – 288 с.
34. Sharpe, W. Investments [full text] Prentice-Hall, 1999.

## ГЛОССАРИЙ

*Аналог объекта оценки* – сходный по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам с объектом оценки другой объект, цена которого известна из сделки, состоявшейся при сходных условиях.

*Аннуитет* – серия равновеликих платежей, отстоящих друг от друга на один равновеликий промежуток времени.

*База сравнения* – финансовая, производственная или иная характеристика в количественном выражении, имеющая взаимосвязь с ценами сделок по аналогам объекта оценки.

*Вертикальный анализ* – анализ отдельных разделов и статей баланса, отчёта о финансовых результатах; показывает структуру средств предприятия и их источников.

*Горизонтальный анализ* – анализ финансовой документации за ряд лет, данные которого представляются в виде индексов по отношению к базисному году или сопоставления процентных изменений по статьям за анализируемый период.

*Действующее предприятие (бизнес)* – предприятие, в отношении которого отсутствует информация о вероятном прекращении его деятельности в прогнозируемый период времени.

*Деловая репутация организации* – нематериальный (юридически неидентифицируемый) актив, возникающий благодаря фирменному наименованию, репутации, наличию постоянной клиентуры, местоположению и аналогичным факторам, стоимость которых нельзя выделить и оценить по отдельности, но которые обуславливают дополнительные доходы или иные экономические выгоды.

*Дисконтирование денежного потока* – преобразование будущих денежных потоков (доходов), ожидаемых от объекта оценки, в его стоимость на дату оценки с использованием соответствующей ставки дисконтирования.

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

*Затратный подход* – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учётом износа и устареваний.

*Инвестиционная стоимость* – стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях.

*Инфляционная корректировка отчётности* – приведение ретроспективной информации за прошедшие периоды к сопоставимому виду; учёт инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконтирования.

*Инфляционный риск* – это риск непрогнозируемого изменения темпов роста цен.

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

*Контрольный (мажоритарный) пакет акций* – владение более 50 % акций предприятия, дающих владельцу право полного контроля над компанией.

*Ликвидационная стоимость* – это стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчуждён в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

*Модель Гордона* – определение стоимости бизнеса капитализацией дохода первого постпрогнозного года по ставке капитализации, учитывающей долгосрочные темпы роста денежного потока.

*Неконтрольный (миноритарный) пакет акций* – пакет акций, размер которого недостаточен для признания его контрольным.

*Нематериальные активы* – активы, которые не относятся к категории материальных активов, но могут иметь значительную ценность для предприятия.

*Непубличная (закрытая) компания* – компания, акции которой не продаются и не покупаются на фондовом рынке.

*Нормализация бухгалтерской отчётности* – это корректировка отчётности на основе определения доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса.

*Оборотный капитал предприятия* – величина, получаемая путём вычитания из суммы оборотных активов организации, принимаемых к расчёту, суммы её краткосрочных обязательств, принимаемых к расчёту.

*Оценка бизнеса* – процесс подготовки заключения или определения экспертом-оценщиком наиболее вероятной рыночной стоимости предприятия или доли акционеров в его капитале.

*Предмет оценки* – вид имущественных прав, который оценивается: права на предприятие, на материальные активы предприятия, на акционерный капитал АО, доля участника в уставном капитале предприятия и т. д.

*Премия за контроль* – стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций.

*Реверсия* – доход от продажи объекта собственности в конце периода владения.

*Реструктуризация* – обеспечение эффективного использования производственных ресурсов, приводящее к увеличению стоимости бизнеса.

*Риск* – обстоятельства, уменьшающие вероятность получения определённых доходов в будущем и снижающие их стоимость на дату проведения оценки.

*Синергетический эффект* – превышение стоимости объединённых компаний после слияния по сравнению с суммарной стоимостью компаний до слияния.

*Скидка за неконтрольный характер* – величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета (в общей стоимости пакета акций предприятия) с учётом её неконтрольного характера.

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

*Сравнительный подход* – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами, в отношении которых имеется информация о ценах.

*Ставка дисконтирования* – процентная ставка отдачи (доходности), используемая при дисконтировании с учётом рисков, с которыми связано получение денежных потоков (доходов).

*Ставка отдачи (доходности)* – отношение суммы дохода (убытков) и (или) изменения стоимости к суммарной величине инвестированных средств.

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

*Стоимость* – это денежный эквивалент, который покупатель готов обменять на какой-либо предмет или объект.

*Трансформация бухгалтерской отчётности* – корректировка счетов для приведения их к единым стандартам бухгалтерского учёта.

*Цена* – показатель, обозначающий денежную сумму, требуемую, предполагаемую или уплаченную за некий товар или услугу.

*Ценовой мультипликатор* – это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой компании или акции и её финансовыми и экономическими показателями.

*Чистые активы* – величина, определяемая по данным бухгалтерского учёта и отчётности путём вычитания из суммы активов организации, принимаемых к расчёту, суммы её обязательств, принимаемых к расчёту.

*Чистый денежный поток* – величина денежных средств, полученных за определённый период времени и остающихся в распоряжении предприятия (бизнеса), которые могут быть распределены без ущерба для дальнейшего его функционирования и экономического роста.

## О Г Л А В Л Е Н И Е

|  |     |
|--|-----|
| ВВЕДЕНИЕ.....  | 3   |
| 1. ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА).....                                | 5   |
| 2. ОЦЕНКА БИЗНЕСА В ЦЕЛЯХ АНТИКРИЗИСНОГО УПРАВЛЕНИЯ<br>ПРЕДПРИЯТИЕМ.....             | 14  |
| 3. ОЦЕНКА БИЗНЕСА В ЦЕЛЯХ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ .....                                     | 21  |
| 4. ПРОЦЕСС ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ .....  | 29  |
| 5. ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ<br>ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)..... | 35  |
| 5.1. Доходный подход и его методы.....   | 36  |
| 5.2. Затратный подход и его методы.....  | 63  |
| 5.3. Сравнительный подход и его методы.....  | 72  |
| 6. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ДОХОДОВ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА .....                                    | 81  |
| 7. ПРАКТИКА ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА).....                              | 87  |
| ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....   | 131 |
| БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК.....  | 132 |
| ГЛОССАРИЙ.....   | 134 |

Учебное издание

Акимова Мария Сергеевна,  
Улицкая Наталья Юрьевна

ОЦЕНКА ЗЕМЕЛЬНО-ИМУЩЕСТВЕННОГО КОМПЛЕКСА  
Учебное пособие

Редактор            В.С. Кулакова  
Верстка            Н.А. Сазонова

Подписано в печать 07.07.15. Формат 60×84/16.  
Бумага офисная «Снегурочка». Печать на ризографе.  
Усл.печ.л. 7,9. Уч.-изд.л. 8,5. Тираж 80 экз.  
Заказ №304.



Издательство ПГУАС.  
440028, г. Пенза, ул. Германа Титова, 28.