

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. Содержит материалы, предназначенные для фонда оценочных средств.

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:

- **общекультурные:**

- ✓ умение логически верно, аргументировано и ясно строить устную и письменную речь;

- ✓ умение использовать в своей деятельности нормативные правовые документы;

- ✓ владение культурой мышления, способностью к обобщению, анализу, критическому осмыслению, систематизации, прогнозированию, постановке целей и выбору путей их достижения, умением анализировать логику рассуждений и высказываний;

- ✓ способность использовать основные положения и методы социальных, гуманитарных и экономических наук при решении социальных и профессиональных задач, способность анализировать социально-значимые проблемы и процессы, ориентироваться в базовых положениях экономической теории, особенностях рыночной экономики;

- ✓ способность использовать основные законы естественнонаучных дисциплин в профессиональной деятельности, применять методы математического анализа и моделирования, теоретического и экспериментального исследования.

- **профессиональные:**

- ✓ способность разрабатывать и осуществлять технико-экономическое обоснование планов, проектов и схем использования земельных ресурсов и недвижимого имущества;

- ✓ способность использовать знание современных автоматизированных технологий сбора, систематизации, обработки и учета информации о земельных участках и объектах недвижимости;

- ✓ способность использовать знание о принципах, показателях и методиках кадастровой и экономической оценки земель и других объектов недвижимости;

- ✓ способность участвовать в разработке новых методик проектирования, технологий выполнения топографо-геодезических работ при землеустройстве и кадастре, ведения кадастра, оценки земель и недвижимости;

- ✓ способность и готовностью к участию во внедрении результатов исследований и новых разработок.

Учебное пособие состоит из 6 глав, а также представлены задания для самостоятельной работы, пример выполнения курсовой работы по дисциплине «Оценка земельно-имущественного комплекса».

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.

# 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).

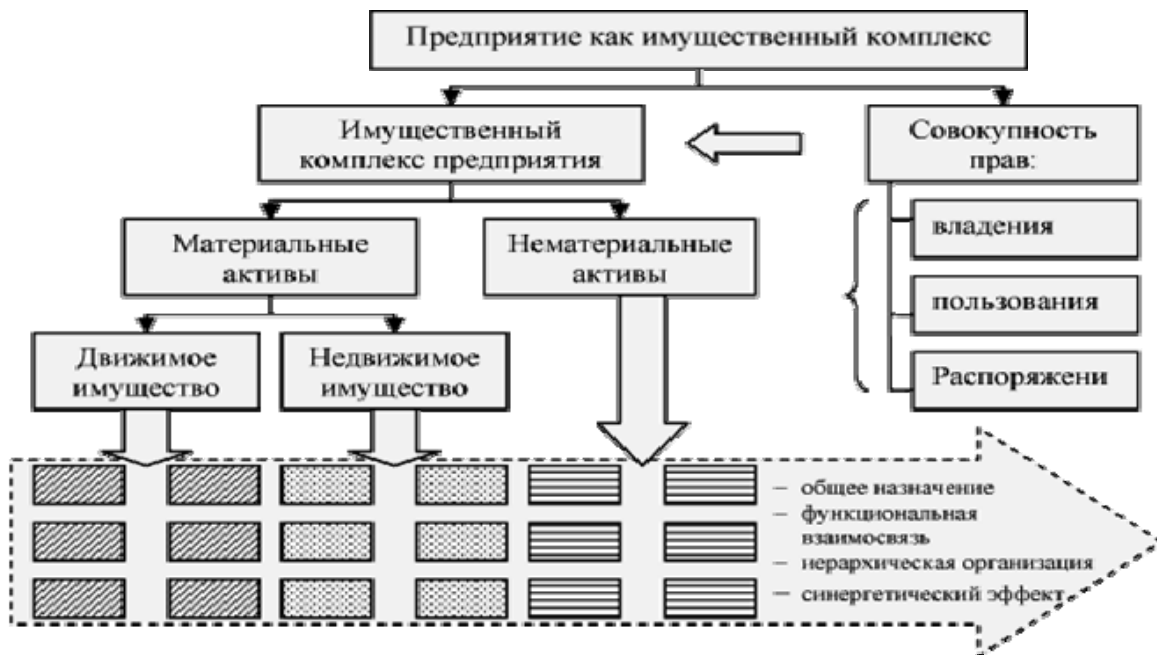


Рис. 1. Предприятие как имущественный комплекс

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 Остаточной продуктивности Предельной продуктивности Сбалансированности	Полезности Замещения Ожидания	Внешних изменений Конкуренции Спроса и предложения соответствия, регрессии, прогрессии Экономического разделения	Синтез предыдущих трех групп принципов

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

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

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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Непосредственным основанием для заключения договора арбитражного управляющего с независимым оценщиком на оценку предприятия являются положения ст. 24 и 130 закона «О 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 выносятся 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, выставяемого 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

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

### 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 методiku 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.



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

		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
Стратегии развития предприятия	Анализируемые параметры	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
Операционные	Ассортимент производимой продукции или услуг; ценообразование; рынки сбыта; реклама; эффективность затрат; система сбыта; качество обслуживания клиентов		
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 средств (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) Сокращение (разделение, выделение) Преобразование акционерного капитала
Реорганизующее в случае несостоятельности (банкротства)	Внешнее управление имуществом должника Санация
Предотвращающее угрозу захвата	Система защиты интересов управляющих и акционеров Программа выкупа акций Преобразование компании

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

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

– предоставления дочерней фирме указанного имущества в продлеваемую долгосрочную аренду, плата за которую в действительности не будет взиматься (капитализируется и дает величину 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.

## 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.

## 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 продажах аналогичных объектов. Отсутствие дохода</b>	<b>Не развита рыночная инфраструктура</b>	<b>Доход стабилен и предсказуем</b>
Подход оценки стоимости бизнеса	<b>ЗАТРАТНЫЙ</b>	<b>СРАВНИТЕЛЬНЫЙ</b>	<b>ДОХОДНЫЙ</b>
Методы оценки стоимости бизнеса	стоимость чистых активов; 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).

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

№ года	Будущая стоимость единицы	Накопление единицы за период	Фактор фонда воз-мещения	Кoeffи-циент текущей стоимости единицы (DF)	Текущая стоимость единичного аннуитета	Взнос на амор-тизацию единицы	№ года	№ года	Будущая стоимость единицы	Накопление единицы за период	Фактор фонда воз-мещения	Кoeffи-циент текущей стоимости единицы (DF)	Текущая стоимость единичного аннуитета	Взнос на амор-тизацию 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	7343,8564	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	Накопление единицы за период	Фактор фонда возмещения	Коэффициент текущей стоимости единицы (DF)	Текущая стоимость единичного аннуитета	Взнос на амортизацию единицы	№ года
1	1,30000	1,00000	1,00000	0,76923	0,76923	1,30000	1
2	1,69000	2,30000	0,43478	0,59172	1,36095	0,73478	2
3	2,19700	3,99000	0,25063	0,45517	1,81611	0,55063	3
4	2,85610	6,18700	0,16163	0,35013	2,16624	0,46163	4
5	3,71293	9,04310	0,11058	0,26933	2,43557	0,41058	5
6	4,82681	12,75603	0,07839	0,20718	2,64275	0,37839	6
7	6,27485	17,58284	0,05687	0,15937	2,80211	0,35687	7
8	8,15731	23,85769	0,04192	0,12259	2,92470	0,34192	8
9	10,60450	32,01500	0,03124	0,09430	3,01900	0,33124	9
10	13,78585	42,61950	0,02346	0,07254	3,09154	0,32346	10
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> $S_n = \frac{S^n - 1}{i}, \text{ или}$ $S_n = \frac{(1 + i)^n - 1}{i}$	<p>Фактор фонда возмещения:</p> $SFF = \frac{1}{S_n}$
<p>Текущая стоимость единичного аннуитета:</p> $a_n = \frac{1 - DF_n}{i}, \text{ или } a_n = \frac{1 - \frac{1}{(1 + i)^n}}{i}$	<p>Взнос на амортизацию денежной единицы:</p> $\frac{1}{a_n} = \frac{i}{1 - \frac{1}{(1 + i)^n}}$

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

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 одновременных 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 одновременно общей суммой в конце года). Тогда формула принимает вид:

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

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 ( $DF_1$ )	2-й год ( $DF_2$ )	3-й год ( $DF_3$ )	4-й год ( $DF_4$ )
20	0,83333	0,69444	0,57870	0,48225
21	0,82645	0,68301	0,56447	0,46651
22	0,81967	0,67186	0,55071	0,45140
23	0,81301	0,66098	0,53738	0,43690
24	0,80645	0,65036	0,52449	0,42297
25	0,80000	0,64000	0,51200	0,40960

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 ( $CF_n$ )	$CF_1$	$CF_2$	$CF_3$	$CF_4$
Стоимость на конец прогнозного периода, рассчитанная по модели Гордона	—	—	—	$FV = \frac{CF_4}{DR - t}$
Коэффициент текущей стоимости (DF)	$DF_1 = \frac{1}{(1 + DR)^1}$	$DF_2 = \frac{1}{(1 + DR)^2}$	$DF_3 = \frac{1}{(1 + DR)^3}$	$DF_3$
Текущая стоимость денежных потоков и реверсии	$PV_1 = CF^1 \times DF^1$	$PV_2 = CF^2 \times DF^2$	$PV_3 = CF^3 \times DF^3$	$PV_4 = CF^4 \times DF^4$
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 *SAPM* 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 отдельной продаже его активов на рынке, и издержками на ликвидацию.

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

Оценка ликвидационной стоимости производится в следующих случаях:

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

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

При определении ликвидационной стоимости различают три вида ликвидации:

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

*Упорядоченная ликвидация* – это распродажа активов в течение разумного периода, чтобы можно было получить максимальные суммы от продажи активов. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около двух лет. Он включает время подготовки активов к продаже, время доведения информации о продаже до потенциальных покупателей, время на обдумывание решения о покупке и 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 собственно имуществу, и факторы, которые обуславливают уровень управления предприятием. Если ситуация банкротства предприятия вызвана низким уровнем управления, то это обстоятельство не должно негативно отразиться на величине ликвидационной стоимости предприятия. Если же

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

### 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 М – 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 любым 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 объяснять причину возникновения существенных отклонений, которая должна учитываться при определении окончательной цены. Весовой коэффициент должен учитывать сопоставимость аналога и объекта оценки.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*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.

## 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 Методы отраслевой статистики (отраслевые темпы роста) Планирование (планы руководства)
Постоянные издержки	Экстраполяция Анализ фиксированного уровня постоянных издержек Элементы планирования
Переменные издержки	Экстраполяция Анализ ретроспективной доли переменных издержек в выручке от реализации Элементы планирования

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

Обоснование прогнозов расходов на заработную плату поэлементным методом может, например, выглядеть таким образом: «За последние годы расходы на заработную плату росли быстрее, чем операционные расходы: в среднем на 2 %. Оценщик 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.

## ЗАДАНИЯ ДЛЯ САМОСТОЯТЕЛЬНОЙ РАБОТЫ

### Задача 1.

Оценочная стоимость активов предприятия составляет 22 000 долл. Для его ликвидации потребуется полтора года. Затраты на ликвидацию составляют 25 % стоимости активов. Какова текущая стоимость выручки от продажи при ставке дисконта 18 %?

### Задача 2.

Какой будет общая ставка капитализации, если известны:

- требуемая доля собственного капитала – 30 %;
- ставка процента по кредиту – 13 %;
- кредит на 25 лет при ежемесячном начислении;
- ставка капитализации для собственного капитала – 5 %?

### Задача 3.

Необходимо определить будущую стоимость 100 000 руб.  $S_n$  при ставке сложного процента  $i = 30\%$ , если период накопления составит 5 лет ( $n$ ).

Формула:  $S_n = (1 + i)^n$ .

### Задача 4.

Требуется спрогнозировать чистую прибыль предприятия на 2016 г. (один будущий год после даты оценки) методом простой средней.

№	год	чистая прибыль, тыс. руб.
1	2011	1800
2	2012	1900
3	2013	2000
4	2014	1850
5	2015	2010

### Задача 5.

Рассчитать стоимость объекта  $C_{зп}$  затратным подходом.

$$C_{зп} = C_з + ПИ + КИ + ПП - И_н,$$

где  $C_з$  – стоимость земельного участка – 350 000 руб.;

ПИ – прямые издержки – 939 158 руб.;

КИ – косвенные издержки – 106 595 руб.;

ПП – прибыль предпринимателя – 209 150 руб.;

$И_н$  – накопленный износ – 476 857 руб.

### Задача 6.

Рассчитать стоимость объекта доходным подходом.

Дано:

Ставка капитализации – 23 %.

Чистый операционный доход – 129 065 руб.

### **Задача 7.**

Имеются два проекта, требующие начальных инвестиций в размере 500 ден. ед. При реализации проекта А инвестор в течение трех лет получает в конце года доход в размере 500 ден. ед., при реализации проекта Б инвестор получает в конце первого и в конце второго года по 300 ден. ед., а в конце третьего года – 1100 ден. ед. Определить доходность проектов, и выбрать наиболее эффективный проект, если ставка дисконтирования составляет 25 % годовых.

### **Задача 8.**

Чистая прибыль компании, работающей в сфере услуг, составляет 800 ден. ед., ставка дисконтирования 39 %, долгосрочные темпы роста прибыли 19 %. Оцените стоимость компании.

### **Задача 9.**

Ниже приводятся некоторые показатели деятельности ОАО «Эллипс». Рассчитайте для ОАО «Эллипс» мультипликатор «Цена / Прибыль», «Цена / Денежный поток для собственного капитала».

<i>Показатель</i>	<i>Значение (денежных единиц)</i>
Рыночная цена 1 акции	5
Количество акций в обращении	10 000 штук
Выручка от реализации	100 000
Затраты	82 000
в том числе амортизация	15 000
Сумма уплаченных процентов	10 000
Ставка налога на прибыль	24 %

### **Задача 10.**

Оценивается ОАО «Вавилон» – дочерняя компания холдинга «Альфа». Профиль деятельности компании – полиграфические услуги. Промышленное оборудование, используемое в процессе производства, принадлежит компании, куплено недавно.

В процессе работы оценщиком выявлены аналоги ОАО «Вавилон» – два полиграфических предприятия, которые были недавно проданы. Сравнение осуществлялось основными сравнительными мультипликаторам на основе данных публичной отчетности.

Холдинг «Альфа» намеревается внести 100 % акций ОАО «Вавилон» в уставный капитал нового предприятия – совместный проект с холдингом «Бета». Оценка производится для определения рыночной стоимости имущества, подлежащего внесению в уставный капитал.

Известно, что управлением ОАО «Вавилон» будет заниматься холдинг «Бета», его планы деятельности оценщику неизвестны.

В процессе оценки были получены следующие результаты:

Метод капитализации дохода – 25 000 000 рублей.

Метод чистых активов – 34 000 000 рублей.

Метод сделок – 30 000 000 рублей.

Проведите согласование полученных оценщиком результатов и определите итоговое значение стоимости 100 % акций ОАО «Вавилон».

### Задача 11.

На свободном земельном участке законодательно разрешено и физически возможно строительство трёх объектов: вариант «А» – административного здания; вариант «Б» – офисного здания; вариант «С» – торгового комплекса. Возмещение затрат на здания по всем трём вариантам осуществляется методом Ринга (прямолинейным способом).

Показатели	Вариант «А»	Вариант «Б»	Вариант «С»
Стоимость строительства (долларов)	500 000	550 000	750 000
Срок эксплуатации (лет)	50	50	50
Чистый операционный доход от единого объекта недвижимости (долларов)	83 000	102 000	128 000
Ставка дохода для зданий	14 %	14 %	14 %
Коэффициент капитализации для земли	12 %	12 %	12 %

Используя данные таблицы, определите вариант наиболее эффективного использования земельного участка.

### Задача 12.

Определить стоимость земельного участка площадью 0,2 гектара, предоставляемого под строительство модульной автозаправочной станции на шесть колонок. Капитальные вложения на строительство (с учётом прибыли инвестора) составляют 3 600 000 рублей. Поскольку прогнозируется получение равновеликих доходов, то возмещение инвестиций в здание рассчитывается по методу Ринга (прямолинейному методу). Срок экономической жизни 20 лет, планируемый доход на инвестиции 20 %. Анализ эксплуатации действующих автозаправочных станций с аналогичным местоположением даёт следующие данные:

- в течение суток с одной колонки продаётся 360 литров бензина;
- средневзвешенный доход от продажи одного литра бензина и дизельного топлива составляет 1 рубль 40 копеек;
- с учётом времени на текущий ремонт и других потерь АЗС работает 350 дней в году.

### Задача 13.

Оценивается единый объект недвижимости, включающий земельный участок и типовое здание.

Общая площадь здания 1500 м<sup>2</sup>. Время постройки – август 1994.

Типичный срок экономической жизни здания – 60 лет.

Физический износ здания рассчитывается методом срока жизни. С учётом нормальной эксплуатации здания, величина эффективного возраста принята равной хронологическому возрасту здания. Другие виды износа здания отсутствуют.



Стоимость единого объекта недвижимости в расчёте на 1 м<sup>2</sup> общей площади здания, определенная методом сравнения продаж, составляет 30 000 руб.

Анализ рынка показывает, что затраты на создание улучшений, т.е. прямые и косвенные издержки на строительство аналогичного здания составляют 25 000 руб./м<sup>2</sup>. Прибыль инвестора составляет 20 % от затрат на строительство.

Оценить стоимость земельного участка на дату оценки – август текущего года.

#### Задача 14.

Определить стоимость продажи права долгосрочной аренды земельного участка, предоставляемого под коммерческое жилищное строительство. Площадь участка 0,2 гектара, местоположение – Центральный административный округ города Москвы. По результатам статистической обработки данных, средний выход построенных жилых площадей на 1 гектаре площади составляет 20 000 квадратных метров, стоимость одного квадратного метра площади 1500 долларов. По условиям инвестиционного контракта городу переходит 50 % площадей здания. Срок строительства и реализации переходящих городу площадей составляет 2 года. Коэффициент капитализации составляет 24 %.

#### Задача 15.

Определить стоимость земельного участка под строительство многоэтажного гаража-стоянки на 150 легковых автомашин. Строительство одного гаражного места по типовому проекту стоит 120000 рублей, а годовой чистый операционный доход от единого объекта недвижимости прогнозируется в 3800000 рублей. По рыночным данным, ставка дохода для инвестиций составляет 16 %. Возмещение инвестиций в сооружение гаража осуществляется по методу Ринга (прямолинейному методу) исходя из срока жизни в 50 лет.

#### Задача 16.

Рассчитать рыночную стоимость сельскохозяйственного участка земли исходя из трёхгодичного севооборота на основе данных, приведённых в таблице. Рентабельность составляет 20 % от индивидуальных затрат на производство. Коэффициент капитализации равен 22 %.

Показатели / Культуры	Однолетние травы	Озимая пшеница	Картофель
Урожайность (центнер/га)	40,4	33,7	101,3
Цена продажи (руб./ц)	110	300	400
Затраты без прибыли (руб./га)	3100	3700	23000

#### Задача 17.

Определить рыночную стоимость пашни площадью 10 га, вносимой в качестве земельной доли в уставный фонд. Расчёт произвести исходя из двухгодичного севооборота. Основные возделываемые культуры в районе оценки – пшеница и ячмень. Исходные данные для расчёта:

- Средняя урожайность пшеницы – 30 ц/га (3000 кг/га).

- Средняя урожайность ячменя – 20 ц/га (2000 кг/га).
- Цена продажи пшеницы – 250 руб./ц.
- Цена продажи ячменя – 180 руб./ц.
- Затраты по выращиванию пшеницы с учетом нормальной прибыли – 150 руб./ц.
- Затраты по выращиванию ячменя с учетом нормальной прибыли – 130 руб./ц.
- Коэффициент капитализации 23 %.

### Задача 18.

Участок земли пригоден по нормам зонирования для жилищного строительства, строительства офисного или торгового здания. На основе следующей информации определите вариант наиболее эффективного использования участка земли. Возмещение инвестиций в здания по всем вариантам осуществляется методом Ринга (прямолинейным методом).

Варианты застройки	Жилое здание	Офис	Магазин
Издержки на строительство (долларов)	1500000	1200000	1000000
Срок эксплуатации зданий (лет)	50	50	50
Чистый операционный доход от единого объекта недвижимости (долларов)	200000	160000	130000
Ставка дохода для зданий	10 %	10 %	10 %
Коэффициент капитализации для земли	10 %	10 %	10 %

### Задача 19.

Определить стоимость земельного участка под строительство многоэтажного гаража-стоянки на 150 легковых автомашин. Строительство одного гаражного места по типовому проекту стоит 120000 рублей, а годовой чистый операционный доход от единого объекта недвижимости прогнозируется в 3800000 рублей. По рыночным данным, ставка дохода для инвестиций составляет 16 %. Возмещение инвестиций в сооружение гаража осуществляется по методу Ринга (прямолинейному методу) исходя из срока жизни в 50 лет.

### Задача 20.

Используя метод разбивки на участки, определите стоимость земельного массива площадью 30 га при строительстве трёх коттеджей на одном гектаре. Предполагаемая цена продажи благоустроенного участка 20 000 долларов. Издержки на планировку, подготовку и благоустройство относятся к настоящему времени и составят 150 000 долларов. Все остальные затраты и поступления от продажи отнесены к концу каждого соответствующего года. Ежегодные административные и накладные расходы равны 25 % от годовой выручки от продажи, плата за кредит расходы на содержание и прибыль составят 40 % дохода, остающегося после вычета административных и накладных расходов. Ежегодно планируется продавать по 30 участков размером 1/3 га. С учётом стоимости капитала и ожидаемого риска ставка дисконтирования определена в 25 %.

# ТЕСТЫ

## Тест № 1

**1. Какое из утверждений не соответствует законодательно установленному понятию рыночной стоимости объекта оценки?**

- а) платеж за объект оценки выражен в денежной или натуральной форме;
- б) стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- в) одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение.

**2. Фактором, влияющим на стоимость предприятия, не является:**

- а) риск;
- б) диверсификация;
- в) мотивация.

**3. Приведение и корректировка финансовой отчетности не включает в себя:**

- а) корректировку статей доходов и расходов таким образом, чтобы они достаточно полно характеризовали результаты деятельности компании за продолжительный период времени;
- б) пересчет отчетных стоимостей в текущие;
- в) финансовый анализ деятельности предприятия.

**4. Процедура оценки включает следующее количество этапов:**

- а) 4;
- б) 3;
- в) 5.

**5. Выполнение необходимых расчетных процедур, предусмотренных избранными методами оценки бизнеса, проводится на ... этапе оценки.**

- а) подготовительном;
- б) оценочном;
- в) заключительном.

**6. Существует следующее число подходов к оценке стоимости предприятия:**

- а) 4;
- б) 3;
- в) 5.

**7. Если расчет стоимости бизнеса производится с целью заключения сделки купли-продажи, то рассчитывается:**

- а) инвестиционная стоимость;
- б) стоимость замещения объекта оценки;
- в) рыночная стоимость;
- г) ликвидационная стоимость.

**8. Как называется вероятность того, что доходы от инвестиций в оцениваемый бизнес окажутся меньше прогнозируемых?**

- а) потери;
- б) риск;
- в) убытки.

**9. Потребителями результатов оценки могут являться:**

- а) только заказчик оценки;
- б) любой участник оценочной деятельности;
- в) органы исполнительной власти;
- г) собственник оцениваемого имущества.

**10. Стоимость открытых акционерных обществ по отношению к закрытым обычно бывает:**

- а) выше;
- б) ниже;
- в) равна.

**11. Какой документ является основанием для проведения оценки бизнеса?**

- а) лицензия;
- б) договор;
- в) акт;
- г) сертификат;
- д) распоряжение.

**12. Что из перечисленного не входит в определение инвестиционной стоимости?**

- а) стоимость для конкретного пользователя;
- б) субъектная стоимость;
- в) наиболее вероятная цена;
- г) стоимость при определенных целях инвестирования.

## **Тест № 2**

**1. Стоимость собственного капитала методом чистых активов определяется путем:**

- а) оценки основных активов;
- б) оценки всех активов компании;
- в) оценки всех активов компании за вычетом всех ее обязательств;
- г) ничего из вышеперечисленного.

**2. Что является результатом суммирования чистого операционного дохода и предполагаемых издержек в оценке недвижимости?**

- а) действительный валовой доход;
- б) платежи по обслуживанию долга;
- в) потенциальный валовой доход.

**3. Что из нижеследующего не является компонентом метода кумулятивного построения при выведении общей ставки капитализации в оценке недвижимости?**

- а) безрисковая ставка;
- б) премия за низкую ликвидность;
- в) премия за риск;
- г) премия за управление недвижимостью.

**4. Какой из подходов к оценке недвижимости требует отдельной оценки стоимости земли?**

- а) сравнительный;
- б) затратный;
- в) доходный;
- г) все перечисленные.

**5. Существуют следующие виды износа (необходимо выбрать правильный ответ):**

- а) физическое устаревание, функциональное устаревание, ускоренный износ;
- б) физическое устаревание, функциональное устаревание, устаревание по местоположению, внешнее воздействие;
- в) устаревание окружающей среды, неустранимое устаревание, физическое устаревание, долгосрочный износ.

**6. Определение стоимости гудвилла исчисляется на основе:**

- а) оценки избыточных прибылей;
- б) оценки нематериальных активов;
- в) оценки стоимости предприятия как действующего;
- г) всего перечисленного;
- д) только а) и б).

**7. Что из нижеследующего не является корректировками, применяемыми при оценке объекта методом сравнительного анализа продаж?**

- а) корректировка экономического коэффициента;
- б) процентная корректировка;
- в) корректировка по единицам сравнения;
- г) долларовая корректировка.

**8. Как рассчитывается валовой рентный мультипликатор?**

- а) делением цены продаж на потенциальный или действительный валовой доход;
- б) делением чистого операционного дохода на цену продажи;
- в) делением потенциального валового дохода на действительный валовой доход;
- г) делением действительного валового дохода на цену продаж.

**9. В какую из статей обычно не вносятся поправки при корректировке баланса в целях определения стоимости чистых активов?**

- а) основные средства;
- б) дебиторская задолженность;
- в) запасы;
- г) денежные средства.

**10. Сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату оценки, необходимых для создания объекта, идентичного объекту оценки, является:**

- а) нормативной стоимостью;
- б) рыночной стоимостью;
- в) стоимостью воспроизводства;
- г) инвестиционной стоимостью.

### **Тест № 3**

**1. На каком из этапов оценщик должен рассмотреть темпы инфляции и долю предприятия на рынке?**

- а) определение ставки дисконта;
- б) ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации;
- в) расчет величины стоимости в постпрогнозный период;
- г) выбор модели денежного потока.

**2. На каком этапе оценщик должен определить амортизационные отчисления, исходя из нынешнего наличия активов и из будущего их прироста и выбытия?**

- а) анализ и прогноз расходов;
- б) анализ и прогноз кредиторской задолженности;
- в) определение длительности прогнозного периода;
- г) внесение итоговых поправок.

**3. По приведенной ниже формуле рассчитывается:**

$$WACC = W_e \times C_e + W_p \times C_p + W_d \times C_d \times (1 - t)$$

- а) доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;
- б) стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);
- в) средневзвешенная стоимость капитала;
- г) доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия;
- д) стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции).

**4. Классификация затрат по функции управления включает в себя:**

- а) производственные затраты;
- б) прямые затраты;
- в) административные затраты;
- г) коммерческие затраты;
- д) условно-постоянные затраты.

**5. На каком этапе оценщик должен изучить единовременные и чрезвычайные статьи расходов, которые могут фигурировать в финансовой отчетности за прошлые годы, но в будущем не встретятся?**

- а) определение ставки дисконта;
- б) анализ и прогноз инвестиций;
- в) анализ и прогноз расходов;
- г) расчет величины стоимости в постпрогнозный период.

**6. Классификация затрат по составу включает в себя:**

- а) прямые затраты;
- б) косвенные затраты;
- в) плановые затраты;
- г) прогнозируемые затраты;
- д) фактические затраты.

**7. Как называется делитель, который применяется для преобразования величины прибыли или денежного потока за один период времени в показатель стоимости?**

- а) ставка капитализации;
- б) ставка дисконтирования;
- в) норма возврата капитала.

**8. Как называется процентная ставка, используемая для пересчета будущих (то есть отстоящих от нас во времени на разные сроки) потоков доходов, которых может быть несколько, в единую величину текущей (сегодняшней) стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости бизнеса?**

- а) ставка капитализации;
- б) ставка дисконтирования;
- в) норма возврата капитала.

**9. Классификация затрат по способу отнесения на себестоимость включает в себя:**

- а) коммерческие;
- б) прямые;
- в) постоянные;
- г) переменные;
- д) косвенные.

**10. Какой метод расчета стоимости компании в постпрогнозный период используется в том случае, если ожидается банкротство компании с последующей продажей имеющихся активов?**

- а) по стоимости чистых активов;
- б) по ликвидационной стоимости;
- в) метод предполагаемой продажи;
- г) модель Гордона.

**11. Какая методика определения ставки дисконта применяется для денежного потока для всего инвестированного капитала?**

- а) модель оценки капитальных активов;
- б) модель средневзвешенной стоимости капитала;
- в) метод кумулятивного построения.

**12. Какой метод оценки необходимо использовать в случае принятия собранием кредиторов решения об инициации на предприятии конкурсного производства?**

- а) дисконтированных денежных потоков;
- б) капитализации доходов;
- в) ликвидационной стоимости;
- г) чистых активов.

**13. Расчетная величина, за которую предполагается переход имущества из рук в руки на дату оценки в результате сделки между продавцом и покупателем, называется:**

- а) рыночной стоимостью;
- б) инвестиционной стоимостью;
- в) специальной стоимостью;
- г) стоимостью воспроизводства.

**14. Приведение денежных сумм, возникающих в разное время, к сопоставимому виду называется:**

- а) сопоставлением денежных потоков;
- б) периодической оценкой денежных потоков;
- в) временной оценкой денежных потоков;
- г) сравнительной оценкой денежных потоков.

**15. Дисконтирование позволяет:**

- а) рассчитать настоящую (приведенную) стоимость при заданном периоде, процентной ставке и конкретной сумме в будущем;
- б) определить текущую стоимость взноса, обеспечивающего в будущем получение заданных равновеликих поступлений при известном числе периодов и процентной ставке;
- в) рассчитать величину аннуитета при заданных текущей стоимости аннуитета, процентной ставке и периоде;
- г) определить будущую стоимость при заданном периоде, процентной ставке и текущем взносе;
- д) рассчитать будущую стоимость периодических равновеликих взносов, при заданной величине аннуитета, процентной ставке и периоде.

**16. Может ли ставка дисконтирования превышать ставку капитализации?**

- а) да;
- б) нет.



**17. При стабильном потоке доходов основным методом оценки является:**

- а) метод прямой капитализации;
- б) метод дисконтированных денежных потоков;
- в) оба этих метода.

#### **Тест № 4**

**1. Выберите наиболее важные критерии отбора компаний-аналогов в рамках сравнительного подхода:**

- а) одинаковое количество акций в обращении у оцениваемой компании и у компании-аналога;
- б) сходные методики бухгалтерского учета, используемые оцениваемой компанией и аналогами;
- в) ведение бизнеса оцениваемой компанией и аналогами в одной отрасли;
- г) совпадение организационно-правовых форм (открытое/закрытое акционерное общество) оцениваемой компании и аналогов.

**2. Выберите основное отличие метода сделок от метода рынка капитала:**

- а) метод сделок основывается на информации о реально заключенных сделках, а метод рынка капитала основан на информации о ценах публичных предложений;
- б) метод сделок основывается на информации о сделках с крупными пакетами акций, а метод рынка капитала основывается на информации о сделках с миноритарными пакетами;
- в) метод сделок основывается на информации о сделках с активами компании, а метод рынка капитала основывается на информации о сделках с долгосрочными обязательствами компании.

**3. Расположите в нужном порядке этапы оценки стоимости бизнеса в рамках сравнительного подхода:**

- а) выбор показателей финансово-хозяйственной деятельности компаний для сравнения;
- б) расчет мультипликаторов;
- в) поиск компаний-аналогов.

**4. Какой способ определения величины стоимости в рамках сравнительного подхода наиболее предпочтительный, если в оценке использовались значения мультипликаторов за ряд лет?**

- а) как среднее арифметическое простое;
- б) как среднее арифметическое взвешенное;
- в) как медианное значение мультипликатора.

**5. Какой основной недостаток мультипликатора «Цена /Стоимость чистых активов»?**

- а) стоимость чистых активов – один из наиболее нестабильных показателей деятельности компании;
- б) значение стоимости чистых активов относится к коммерческой тайне и недоступно внешним аналитикам;
- в) стоимость (балансовая) активов в значительной степени зависит от особенностей бухгалтерского учета, анализ этих особенностей оценщиком затруднен.

**6. О чем может говорить высокое значение мультипликатора «Цена / Чистая прибыль»?**

- а) компания имеет высокую чистую прибыль;
- б) компания имеет низкую чистую прибыль, но ее акции высоко ценятся на рынке;
- в) компания имеет значительную долю заемных средств в структуре капитала.

**7. В каких случаях более уместно применять мультипликатор «Цена / Стоимость чистых активов»?**

- а) сравниваемые компании работают в сфере черной металлургии;
- б) сравниваемые компании работают в сфере разработки программного обеспечения;
- в) сравниваемые компании работают в банковской сфере.

**8. Какой принцип лежит в основе сравнительного подхода к оценке?**

- а) принцип замещения;
- б) принцип вклада;
- в) принцип наилучшего и наиболее эффективного использования.

**9. Компания-аналог за прошлый год осуществила дополнительную эмиссию акций. Оценщик рассчитывает мультипликатор «Цена / Прибыль» для компании-аналога. Какое количество акций ему следует использовать при определении показателя «Прибыль в расчете на 1 акцию» (прибыль за прошлый год)?**

- а) количество акций на начало года (до дополнительной эмиссии);
- б) количество акций на конец года (после дополнительной эмиссии);
- в) среднее значение указанных двух количеств.

**10. Значение мультипликатора «Цена / Прибыль» для компании А составляет 3; для компании Б – 4. Какую компанию рынок считает более перспективной?**

- а) компанию А;
- б) компанию Б;
- в) определенно ответить нельзя.

**11. Значение мультипликатора «Цена / Стоимость чистых активов» для компании А составляет 1,2; для компании Б – 1,3. Какую компанию рынок считает более эффективной?**

- а) компанию А;
- б) компанию Б;
- в) определенно ответить нельзя.

**12. Для какой из нижеперечисленных отраслей более оправдано применение мультипликатора «Цена / Выручка»?**

- а) розничная торговля продуктами питания;
- б) оптовая торговля электроэнергией;
- в) производство нефтехимического оборудования.

### **Тест № 5**

**1. Выберите критерии, на основании которых осуществляется взвешивание результатов оценки, полученных разными подходами:**

- а) полнота и достоверность исходной информации;
- б) требования, поставленные заказчиками оценки;
- в) приоритет доходного подхода к оценке.

**2. Что такое дата проведения оценки?**

- а) дата составления отчета об оценке;
- б) дата подписания договора на оценку;
- в) дата, по состоянию на которую определяется значение стоимости.

**3. Что считается надлежащим исполнением оценщиком своих обязательств?**

- а) использование в процессе оценки трех подходов к оценке;
- б) составление отчета об оценке;
- в) определение значения рыночной стоимости объекта оценки.

**4. В каких случаях результаты оценки всех трех подходов будут близки по значению?**

- а) если компания имеет стабильные доходы из года в год;
- б) если компания работает в условиях развитого эффективного рынка;
- в) в случае если компания не имеет конкурентов в своей области.

**5. Чем регламентируется содержание отчета об оценке?**

- а) международными стандартами финансовой отчетности;
- б) Федеральным законом «Об оценочной деятельности»;
- в) договором на проведение оценки между заказчиком и оценщиком.

**6. Почему степень ликвидности акций закрытой компании меньше степени ликвидности акций сходной открытой компании?**

- а) открытые компании выпускают большее количество акций, чем закрытые;
- б) открытые компании более прибыльны, чем закрытые;
- в) продажа акций закрытых компаний законодательно ограничена.

**7. Оценка стоимости миноритарного пакет акций может быть получена при использовании:**

- а) метода сделок;
- б) метода чистых активов;
- в) метода рынка капитала.

**8. Оценка стоимости контрольного пакета акций может быть получена при использовании:**

- а) метода сделок;
- б) метода чистых активов;
- в) метода рынка капитала.

**9. Что из перечисленного более всего влияет на степень ликвидности пакета акций?**

- а) количество акций в пакете;
- б) номинальная стоимость акции;
- в) рыночная стоимость 1 акции.

**10. В акционерном обществе три независимых акционера, у первого 49 % акций, у второго 48 % акций, у третьего 3 % акций. В каком из перечисленных пакетов наибольшая стоимость одной акции?**

- а) 49 %;
- б) 48 %;
- в) 3 %.

## РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ВЫПОЛНЕНИЮ КУРСОВОЙ РАБОТЫ

Курсовая работа состоит из следующих разделов:

- содержание;
- введение;
- основная часть;
- выводы и предложения;
- заключение;
- список литературы;
- приложения.

### ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ ВЫПОЛНЕНИЯ РАБОТЫ

1. Составить рабочую схему исследования.
2. Разработать план работы и согласовать его с преподавателем.
3. Обосновать актуальность выбранной темы.
4. Провести выбор метода решения задач.
5. Изучить научно-методическую, статистическую и специальную литературу.
6. Собрать необходимый материал и провести анализ данных объекта исследования.
7. Оформить курсовую работу в соответствии с существующими требованиями.
8. Защитить курсовую работу.

### ТРЕБОВАНИЯ К ОФОРМЛЕНИЮ РАБОТЫ

Курсовая работа по дисциплине «Оценка ЗИК» должна иметь следующую структуру:

1. Титульный лист (рис. 4).
2. Задание на выполнение работы (рис. 5).
3. Содержание (рис. 6).
4. Введение с обоснованием актуальности темы, целей, задач и предполагаемых результатов курсовой работы (1-3 страницы).
5. Основная часть (15-20 страниц).
6. Выводы и предложения (2 -4 страницы).
7. Заключение (1-2 страницы).
8. Библиографический список.
9. Приложения (таблицы, графики, тесты, копии документов) с необходимыми ссылками на них по тексту.

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Федеральное государственное образовательное учреждение  
высшего профессионального образования  
Пензенский государственный университет архитектуры и строительства

Кафедра «Кадастр недвижимости и право»

ПОЯСНИТЕЛЬНАЯ ЗАПИСКА  
К КУРСОВОЙ РАБОТЕ

по дисциплине:

**«ОЦЕНКА ЗЕМЕЛЬНО-ИМУЩЕСТВЕННОГО КОМПЛЕКСА»**

на тему:

**«ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ \_\_\_\_\_»**

Автор проекта: \_\_\_\_\_

Направление: \_\_\_\_\_

Группа: \_\_\_\_\_

Обозначение: КР-2069059-21.03.02-№ зачетки-2015

Руководитель проекта: \_\_\_\_\_

Дата защиты: Оценка:

Пенза 20\_\_ год

Рис. 4. Пример оформления титульного листа

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ  
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«ПЕНЗЕНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
АРХИТЕКТУРЫ И СТРОИТЕЛЬСТВА»

Кафедра «Кадастр недвижимости и право»

**ЗАДАНИЕ**

на курсовую работу по дисциплине:  
«Оценка земельно-имущественного комплекса»

Тема: \_\_\_\_\_

Выдано студенту(ке) \_\_\_\_\_  
Факультет \_\_\_\_\_ Курс \_\_\_\_\_ Группа \_\_\_\_\_  
Начало проектирования \_\_\_\_\_  
Окончание проектирования \_\_\_\_\_

**Состав пояснительной записки и сроки выполнения**

№ п/п	Состав работы	Сроки выполнения	Составляет % от общего объема
1	2	3	4
1.	Теоретические положения оценки стоимости предприятия (бизнеса).		15
2.	Прогноз деятельности предприятия (бизнеса)		25
3	Определение стоимости предприятия (бизнеса) различными подходами		50
4	Согласование результатов оценки предприятия (бизнеса)		10

Руководитель работы \_\_\_\_\_  
Дата выдачи \_\_\_\_\_

Рис. 5. Пример оформления задания

## СОДЕРЖАНИЕ:

### ВВЕДЕНИЕ

#### 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

1.1 Оценка предприятия (бизнеса)

1.2 Методы оценки

*1.2.1 Оценка стоимости предприятия (бизнеса) затратным подходом*

*1.2.2 Доходный метод оценки предприятия (бизнеса)*

*1.2.3 Расчет стоимости предприятия (бизнеса) по сравнительному подходу*

#### 2. ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ И ПРОГНОЗ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

2.2 Краткая характеристика предприятия (бизнеса)

2.3 Финансовый анализ предприятия (бизнеса)

2.4 Прогноз деятельности предприятия (бизнеса)

#### 3. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

#### 4. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

### БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

### ПРИЛОЖЕНИЯ

Рис. 6. Пример оформления содержания курсовой работы

Во введении прописывается актуальность, цель, объект и предмет оценки стоимости бизнеса.

В первой главе рассматриваются теоретические основы оценки предприятия как земельно-имущественного комплекса, доходный, сравнительный и затратный подходы к оценке бизнеса.

Во второй главе показывается краткая характеристика предприятия (дается описание существующего положения на предприятии) и выполняется финансовый анализ и прогноз деятельности этого предприятия.

### **ПРИМЕР**

#### **Финансовый анализ предприятия**

Платежеспособность и финансовая устойчивость являются важнейшими характеристиками финансово-экономической деятельности предприятия в условиях рыночной экономики. Если предприятие финансово устойчиво, платежеспособно, оно имеет преимущество перед другими предприятиями того же профиля в привлечении инвестиций, в получении кредитов, в выборе поставщиков и в подборе квалифицированных кадров.



Наконец, оно не вступает в конфликт с государством и обществом, так как выплачивает своевременно налоги в бюджет, взносы в социальные фонды, заработную плату – рабочим и служащим, дивиденды – акционерам, а банкам гарантирует возврат кредитов и уплату процентов по ним.

Чем выше устойчивость предприятия, тем более оно независимо от неожиданного изменения рыночной конъюнктуры и, следовательно, тем меньше риск оказаться на краю банкротства.

Переход к рыночной экономике требует от предприятий повышения эффективности производства, конкурентоспособности продукции и услуг на основе внедрения и управления производством, преодоления бесхозяйственности, активизации предпринимательства, инициативы.

Важная роль в реализации этих задач отводится анализу платежеспособности и кредитоспособности предприятия. Он позволяет изучить и оценить обеспеченность предприятия и его структурных подразделений собственными оборотными средствами в целом, а также по отдельным подразделениям, определить показатели платежеспособности предприятия, установить методику рейтинговой оценки заемщиков и степени риска банков.

Под финансовым состоянием понимается способность предприятия финансировать свою деятельность. Оно характеризуется обеспеченностью финансовыми ресурсами, необходимыми для нормального функционирования предприятия, целесообразностью их размещения и эффективностью использования финансовыми взаимоотношениями с другими юридическими и физическими лицами, платежеспособностью и финансовой устойчивостью. Практически применяемые сегодня в России методы анализа и прогнозирования финансово-экономического состояния предприятия отстают от развития рыночной экономики.

Несмотря на то, что в бухгалтерскую и статистическую отчетность уже внесены и вносятся некоторые изменения, в целом она еще не соответствует потребностям управления предприятия в рыночных условиях, поскольку существующая отчетность предприятия не содержит какого-либо специального раздела или отдельной формы, посвященной оценке финансовой устойчивости отдельного предприятия.

В свою очередь, официально утвержденные коэффициенты платежеспособности и финансовой устойчивости, применяемые для определения несостоятельности предприятий, обнаруживают свое несовершенство.

#### *Анализ ликвидности баланса*

В процессе взаимоотношений предприятий с кредитной системой, а также с другими предприятиями постоянно возникает необходимость в проведении анализа кредитоспособности заемщика. Кредитоспособность – это способность предприятия своевременно и полностью рассчитываться со своими долгами. Анализ кредитоспособности проводят как банки, вы-

дающие кредиты, так и предприятия, стремящиеся их получить. В ходе анализа кредитоспособности проводятся расчеты по определению ликвидности активов предприятия и ликвидности его баланса.

Ликвидность активов – это величина, обратная времени, необходимому для превращения их в деньги, то есть чем меньше времени понадобится для превращения активов в деньги, тем активы ликвиднее.

Ликвидность баланса выражается в степени покрытия обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в деньги соответствует сроку погашения обязательств. Ликвидность баланса достигается установлением равенства между обязательствами предприятия и его активами.

Техническая сторона анализа ликвидности баланса заключается в сопоставлении средств по активу с обязательствами по пассиву. При этом активы должны быть сгруппированы по степени их ликвидности и группы расположены в порядке ее убывания, а обязательства – по срокам их погашения и расположены в порядке возрастания сроков уплаты.

Активы предприятия в зависимости от скорости превращения их в деньги делятся на четыре группы:

Наиболее ликвидные активы А1 – денежные средства и краткосрочные финансовые вложения. Используя коды строк полной формы баланса (форма № 1 по ОКУД), можно записать алгоритм расчета этой группы:

$$A1 = \text{стр.250} + \text{стр.260}. \quad (1)$$

Быстро реализуемые активы А2 – дебиторская задолженность, готовая продукция и прочие активы:

$$A2 = \text{стр.240} + \text{стр.270}. \quad (2)$$

Медленно реализуемые активы А3 – «Запасы», кроме строки «Расходы будущих периодов», а из раздела I баланса – строка «Долгосрочные финансовые вложения»:

$$A3 = \text{стр.210} + \text{стр.140} - \text{стр.216}. \quad (3)$$

Трудно реализуемые активы А4 – статьи раздела I баланса за исключением строки, включенной в группу «Медленнореализуемые активы»:

$$A4 = \text{стр.190} - \text{стр.140}. \quad (4)$$

Обязательства предприятия (статьи пассива баланса) также делятся на четыре группы и располагаются по степени срочности их оплаты.

Наиболее срочные обязательства П1 – кредиторская задолженность:

$$P1 = \text{стр.620} + \text{стр.660}. \quad (5)$$

Краткосрочные пассивы П2 – краткосрочные кредиты и займы и прочие краткосрочные пассивы:

$$П2 = \text{стр.610.} \quad (6)$$

Долгосрочные пассивы П3 – долгосрочные кредиты и займы:

$$П3 = \text{стр.590.} \quad (7)$$

Постоянные пассивы П4 – строки раздела IV баланса плюс строки 630-660 из раздела VI. В целях сохранения баланса актива и пассива итог этой группы уменьшается на величину строки «Расходы будущих периодов» раздела II актива баланса:

$$П4 = \text{стр.490} + \text{стр.630} + \text{стр.640} + \text{стр.650} - \text{стр.216.} \quad (8)$$

Для определения ликвидности баланса надо сопоставить производственные расчеты групп активов и групп обязательств. Баланс считается ликвидным при следующих соотношениях групп активов и обязательств:

$$A1 \geq П1;$$

$$A2 \geq П2;$$

$$A3 \geq П3;$$

$$A4 \leq П4.$$

Сравнение первой и второй групп активов (наиболее ликвидных активов и быстро реализуемых активов) с первыми двумя группами пассивов (наиболее срочные обязательства и краткосрочные пассивы) показывает текущую ликвидность, то есть платежеспособность или неплатежеспособность предприятия в ближайшее к моменту проведения анализа время.

Оценка кредитоспособности и расчет показателей ликвидности активов предприятия выполняются в такой последовательности: группировка активов анализируемого предприятия по классам ликвидности представляется в форме табл.10, а группировка пассивов по степени срочности оплаты приводится в табл.11.

Т а б л и ц а 10

Структура активов по степени ликвидности за 20\_\_ год

Наименование статьи актива	Строка баланса	Сумма, тыс. руб.	В % к итогу
1	2	3	4
Наиболее ликвидные активы, А1			
денежные средства	260	2450	0,8
краткосрочные финансовые вложения	250	6050	1,95
Итого		8500	2,75
Быстро реализуемые активы, А2			
дебиторская задолженность	230+240	153661	49,58
прочие активы	270	3828	1,27
Итого		157489	50,85

## Окончание табл. 10

1	2	3	4
Медленно реализуемые активы, А3			
запасы (без расходов будущих периодов)	210	27651	8,9
долгосрочные финансовые вложения	140	-	-
Итого		27651	8,9
Трудно реализуемые активы, А4			
внеоборотные активы (без долгосрочных финансовых вложений)	190	116238	37,5
Итого		116238	37,5
Всего		309878	100,0

Таблица 11

## Структура пассивов по степени срочности их оплаты в 20\_\_ году

Наименование статьи пассива	Строка баланса	Сумма, тыс. руб.	В % к итогу
Наиболее срочные обязательства, П1			
Кредиторская задолженность	620	82180	26,5
Итого		82180	26,5
Краткосрочные пассивы, П2			
краткосрочные кредиты и займы	610	29355	9,47
прочие краткосрочные пассивы	660	-	-
Итого		29335	9,47
Долгосрочные пассивы, П3			
долгосрочные кредиты и займы	590	59906	19,33
Итого		59906	19,33
Постоянные пассивы, П4			
капитал и резервы	490	138443	44,7
расчеты по дивидендам	630	-	-
доходы будущих периодов	640	-	-
резервы предстоящих платежей	650	-	-
Итого		138443	44,7
Всего		309864	100,0

Рассмотрев данные таблиц, видно, что необходимые условия выполняются, за исключением первого:

$$8500 \leq 82180;$$

$$157489 > 29355;$$

$$181053 > 59906;$$

$$116238 \leq 138184.$$

Следовательно, баланс данного предприятия считается ликвидным.

*Показатель платежеспособности предприятия.*

Платежеспособность предприятия означает возможность погашения им в срок и в полном объеме своих долговых обязательств. В зависимости от того, какие обязательства предприятия принимаются в расчет, различают общую, текущую и долгосрочную платежеспособность.

Общая платежеспособность предприятия определяется как его способность покрыть все свои обязательства (краткосрочные и долгосрочные) всеми имеющимися активами.

Коэффициент общей платежеспособности ( $K_{о.п}$ ) рассчитывается по формуле

$$K_{о.п} = \frac{A}{ОП}, \quad (9)$$

где А – активы предприятия;

ОП – обязательства предприятия.

Нормальное ограничение этого коэффициента  $K_{о.п} \geq 2$ . В процессе анализа отслеживается динамика этого показателя и производится его сравнение с указанным нормативом.

$$K_{о.п} = 116238 + 309884 / 59906 + 111535 = 426122 / 171441 = 2,48.$$

Таким образом, данное предприятие является платежеспособным.

*Анализ показателей рентабельности деятельности предприятия.*

Важнейшим показателем, отражающим конечные финансовые результаты деятельности предприятия, является рентабельность. Она характеризует прибыль, получаемую с каждого рубля средств, вложенных в предприятие или иные финансовые операции. Расчет показателей рентабельности выполнен в табл. 12.

Т а б л и ц а 12

Расчет показателей рентабельности предприятия за 20\_\_ , 20\_\_ год

Наименование показателя	№ строки	Значение показателя	
		20__ год	20__ год
1	2	3	4
1. Прибыль (убыток) до налогообложения	140(2)	12895	31330
2. Налог на прибыль и иные аналогичные обязательные платежи	150(2)	2002	289
3. Чистая прибыль	190(2)	8181	34602
4. Выручка от реализации продукции	010(2)	206310	196976
5. Собственные средства	490(1)	173045	138443
6. Долгосрочные финансовые вложения	520(1)	6084	3803
7. Основные средства	120(1)	136016	110980
8. Запасы и затраты	210(1)	108716	27651
9. Стоимость имущества	300(1)	357904	309884
10. Операционные доходы и расходы	060(2)	5	1
11. Долгосрочные финансовые вложения	140(1)	3	-
12. Коэффициент рентабельности имущества (стр.1 или стр.3 : стр.9)		0,03	0,1
13. Коэффициент рентабельности собственного капитала (стр.1 или стр.3 : стр.5)		0,11	0,25
14. Коэффициент рентабельности производственных фондов (стр.1 или стр.3 : (стр.7+стр.8)		0,05	0,23

## Окончание табл. 12

1	2	3	4
15. Коэффициент рентабельности финансовых вложений (стр.10 : стр.11)		1,66	-
16. Коэффициент рентабельности продаж (стр.1 или стр.3 : стр.4)		0,06	0,16
17. Коэффициент рентабельности перманентного капитала (стр.1 или стр.3 : (стр.5+стр.6))		0,07	0,22

Данная таблица показала, что рентабельность фондов довольно таки низкая. Значения всех коэффициентов рентабельности: имущества, собственного капитала, производственных фондов, продаж и перманентного капитала на 20\_\_ год стали выше, чем значения этих же коэффициентов на 20\_\_ год.

Можно определить общую рентабельность капитала предприятия; она представляет собой отношение балансовой прибыли (строка 140) к средней за отчетный период величине имущества (строка 300). В данном случае она равна:

$$\frac{31330}{(357904 + 309884) / 2} = \frac{31330}{333894} = 0,094.$$

Таким образом, используя годовые отчетные данные, общая рентабельность данного предприятия составляет 9,4 %.

### Прогноз деятельности предприятия (бизнеса)

На основе исследований макроэкономической ситуации осуществляется прогноз деятельности предприятия.

На основе прогнозных значений определяется рыночная стоимость предприятия и стоимость её одной обыкновенной акции методом дисконтирования денежного потока для собственного капитала на основе показателя прибыль после налогообложения (чистая) на 01.01.16 г.

Для дисконтирования денежного потока для собственного капитала (долгового денежного потока) используются два основных метода расчета ставки дисконтирования:

- модель оценки капитальных активов;
- метод суммирования или метод кумулятивного построения.

Основные этапы оценки предприятия методом дисконтированных денежных потоков:

1. Производится выбор модели денежного потока.
2. Определяется длительность прогнозного периода.
3. Осуществляется ретроспективный анализ и прогнозирование валовой выручки от реализации.
4. Определяется ставка дисконта.

5. Производится расчет величины стоимости в постпрогнозный период.
6. Осуществляется расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.

7. Вносятся итоговые поправки.

Рентабельность продаж является индикатором ценовой политики предприятия и её способности контролировать издержки. Различия в конкурентных стратегиях и продуктовых линейках вызывают значительное разнообразие значений рентабельности продаж в различных предприятиях. Часто используется для оценки операционной эффективности предприятия. Однако следует учитывать, что при равных значениях показателей выручки, операционных затрат и прибыли до налогообложения у двух разных фирм рентабельность продаж может сильно различаться, вследствие влияния объемов процентных выплат на величину чистой прибыли. Рентабельность продаж определяется по формуле

$$P_{\text{пр}} = \frac{\Pi_{\text{чист}}}{V_{\text{нетто}}} \cdot 100, \quad (10)$$

где  $\Pi_{\text{чист}}$  – прибыль предприятия после налогообложения;

$V_{\text{нетто}}$  – выручка от реализации (валовая без акцизов и НДС).

Расчёт денежного потока для собственного капитала определяется по следующей схеме: прибыль после налогообложения + амортизационные отчисления +/- прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности – прирост капитальных вложений (инвестиции в основе средства) +/- уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала. В расчётах следует использовать реальный денежный поток в ценах базисного периода без учёта фактора инфляции.

Изменение (прирост/уменьшение) долгосрочной задолженности, предполагает увеличение её размера за счёт новых долговых обязательств, определяется:

$$\Delta ДЗ = ДЗ_t - ДЗ_{t-1}, \quad (11)$$

где  $\Delta ДЗ$  – изменение долгосрочной задолженности;

$ДЗ_t$  – текущие долговые обязательства прогнозного года;

$ДЗ_{t-1}$  – долговые обязательства за предшествующий прогнозируемому году период.

Изменение собственного оборотного капитала в прогнозный и постпрогнозный период определяется:

$$\Delta СОК = СОК_t - СОК_{t-1}, \quad (12)$$

где  $\Delta СОК$  – изменение собственного оборотного капитала;

$СОК_t$  – требуемый оборотный капитал в очередной прогнозируемый (постпрогнозный) год, определяется:

$$\text{СОК}_t = \text{В}^{\text{нетто}}_t \cdot 0,1; \quad (13)$$

здесь  $\text{В}^{\text{нетто}}_t$  – выручка-нетто за текущий прогнозный год;

0,1 – размер требуемого оборотного капитала, определяется исходя из анализа предпрогнозного периода или согласно установленным нормативам по отрасли.

$\text{СОК}_{t-1}$  – требуемый оборотный капитал за предшествующий прогнозному году период.

Для определения ставки дисконта используется метод капитальных активов или метод кумулятивного построения.

Расчёт ставки дисконта методом оценки капитальных активов:

$$r = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C, \quad (14)$$

где  $r$  – ставка дисконта;

$R_f$  – норма дохода (доходности) по безрисковым вложениям;

$R_m$  – общая доходность рынка в целом или среднерыночная норма доходности;

$(R_m - R_f)$  – рыночная премия за риск показывает, на сколько в среднем получают в настоящее время больше с рубля, инвестируемого в любой среднерисковый бизнес по сравнению с безрисковым вложениями в государственные облигации или страхуемые банковские депозиты;

$S_1, S_2$  – дополнительные нормы дохода за риск инвестирования соответственно в конкретное предприятие и в малое предприятие;

$C$  – дополнительная норма дохода, учитывающая становой риск;

$\beta$  – мера систематического риска (нестабильности дохода).

Расчёт ставки дисконта методом кумулятивного построения:

$$r = R_6 + \Omega_1 + \Omega_2 + \dots + \Omega_n + S_1 + S_2 + S_3, \quad (15)$$

где  $R_6$  – базовая ставка;

$\Omega_1, \Omega_2, \Omega_n$  – премии за инвестирование в данное предприятие;

$S_1, S_2, S_3$  – поправки на риски (премии за риски) вложения в малый бизнес, характер (закрытость) предприятия и страны инвестирования.

Коэффициент текущей стоимости для денежного потока прогнозного периода определяется на середину года, так как отсутствует сезонный характер производства, следовательно, денежный поток предприятия не сконцентрирован на конец года, а распределён равномерно в течение года:

$$K^{t-0,5} = \frac{1}{(1+r)^{t-0,5}}. \quad (16)$$



Для определения стоимости предприятия в остаточный период рекомендуется использовать метод Гордона:

$$FV_{term} = \frac{CF_{term}}{r - g}, \quad (17)$$

$$PV_{term} = FV_{term} \cdot K^t, \quad (18)$$

где  $FV_{term}$  – ожидаемая стоимость предприятия в постпрогнозный период;

$CF_{term}$  – денежный поток постпрогнозного (остаточного) периода;

$g$  – темпы роста показателя выручка-нетто в постпрогнозный период;

$K^t$  – коэффициент текущей стоимости денежного потока в остаточный период, определяется по формуле:

$$K^t = \frac{1}{(1+r)^t}. \quad (19)$$

Предварительная стоимость предприятия определяется по формуле:

$$PV_{комп}^{предв} = PV_{term} + \sum_{i=1}^5 PV_{CF_i}, \quad (20)$$

где  $\sum_{i=1}^5 PV_{CF_i}$  – сумма текущих стоимостей денежных потоков прогнозного периода.

Рыночная стоимость с учётом дефицита (избытка) собственного оборотного капитала и наличия избыточных активов, определяется:

$$PV_{комп}^{рыночн} = PV_{комп}^{предвар} + V_{акт}^{изб} \pm СОК_{на дату оценки}, \quad (21)$$

где  $V_{акт}^{изб}$  – рыночная стоимость избыточных (нефункционирующих) активов;

$СОК_{на дату оценки}$  – дефицит (избыток) собственного оборотного капитала на дату оценки.

Стоимость одной обыкновенной акции, включённой в миноритарный пакет, определяется:

$$PV_{акции} = \frac{PV_{комп}^{рыночн}}{n}, \quad (22)$$

где  $n$  – количество обыкновенных акций.

Далее на примере нефтеперерабатывающей компании показан механизм расчета прогноза деятельности предприятия (табл. 13-17).

## Прогноз деятельности нефтеперерабатывающей компании

Показатели	Единицы измерения	Предпрогнозный период				Прогнозный период					Остат. период
		4 г.	5 г.	6 г.	7 г.	8 г.	9 г.	10 г.			
Добыча нефти	тыс. т	17199,0	20638,8	18918,9	19778,9	1348,9	19563,9	19456,4	19510,2		
темпы роста добычи нефти	%	20	20	0	4,5	0	1,1				
Экспорт непереработанной нефти	тыс. т	5587,0	6145,7	5866,4	6006,1	5936,2	5971,2	5953,7	5962,5		
темпы роста	%	10,0	10,0		2,4		0,6		0,1		
Доля экспорта непереработанной нефти в общей добыче	%	32,5	29,8	31,2	30,5	30,9	30,7	30,8	30,8		
Объем переработки	тыс. т	11612,0	14493,1	13053	13773	13413	13593	13502	13548		
темпы роста	%		24,8		5,5		1,3		0,3		
Производство нефтепродуктов при глубине переработки 82,4%, в том числе:	тыс. т	9568,3	11942,3	10755,7	11349	11052	11200	11126	11164		
на экспорт 23,7%	тыс. т	2267,7	2830,3	2549	2690	2619	2654	2637	2646		
на внутренний рынок	тыс. т	7300,6	9112,0	8206,7	8659	8433	8546	8489	8518		
Добыча газа	млн. м <sup>3</sup>	1417,0	1530,4	1474	1502,2	1488	1495,1	1492	1494		
темпы роста	%		8	0	1,9	0	0,4		0,1		
Цена нефти (Ц <sub>нефти</sub> )	долл./бар	45,0	60,0	52,5	56,3	54,4	53,8	54,1	54,0		
Цена нефти на внешнем рынке (без таможенных пошлин и акцизов)	долл./т	353,79	471,72	412,8	442,6	427,7	422,8	425,3	424,5		
Цена нефтепродуктов, внешний рынок (без таможенных пошлин и акцизов)	долл./т	400,0	450,0	500	550	500	650	700	750		
Цена нефтепродуктов (бензин), внутренний рынок (без таможенных пошлин и акцизов)	долл./т	270,0	300,0	330	360	390	420	450	480		
Цена газа (без акциза)	долл./1000 м <sup>3</sup>	110,0	130,0	150	170	190	210	230	250		

## Формирование финансовых результатов в прогнозный и постпрогнозный периоды нефтеперерабатывающей компании

Показатели	Единицы измерения	Период										Остат. период
		Предпрогнозный период		Прогнозный период								
		4 г.	5 г.	6 г.	7 г.	8 г.	9 г.	10 г.				
Выручка от реализации нефти, нефтепродуктов и газа в том числе:	тыс. долл.	5010731	7105240	6057988	6581615	6319802	6450709	385256	6417892			
	тыс. долл.	1976625	2899050	2437838	2668444	2553141	2610793	2581967	2596380			
– от экспорта нефти	тыс. долл.	907074	1273648	1090361	1182005	1136183	1159094	1147639	1153366			
– от экспорта нефтепродуктов												
– от продажи нефтепродуктов на внутреннем рынке	тыс. долл.	1971163	2733596	2352380	2542988	2447684	2495336	2471510	2483423			
– от продажи газа	тыс. долл.	155870	198947	177409	188178	182794	185486	184140	184813			
Выручка от услуг по переработки нефти	тыс. долл.	12181	18272	18820	20384	21966	22565	21182	21817			
Выручка от прочей реализации	тыс. долл.	41288,0	43305	44527	47802	48117	50180	52864	55300			
Выручка-нетто	тыс. долл.	5064200	7166817	6121335	6649801	6389885	6523454	6459302	6495099			
Средний курс доллара США	руб./долл.	29,0	28,5	29,0	29,5	30,0	30,5	31,0	31,5			
Выручка – нетто	млн. р.	146862	204254	177519	196169	191697	198695	200238	204596			
	темпы роста	%	39,1		10,5		3,7	0,8	2,2			
Затраты, всего	млн. р.	46073	62199	77749	95631	116670	140004	161005	177103			
	темпы роста	%	35,0		25,0		22,0	15,0	10,0			
В том числе амортизации	млн. р.	6274	6901	5125	4100	3875	3550	3550	3550			
Прочие доходы	млн. р.	711	1891	825	908	1040	1152	1406	1869			
Прибыль до уплаты процентов и налогообложения	млн. р.	101500	143947	100595	101446	76067	59843	40639	29362			
Остаток по долгосрочным обязательствам	млн. р.	2000	2400	3000,0	3500,0	3500,0	3500,0	3500,0	3500,0			
Процент по долгосрочным обязательствам (18 %)	млн. р.	360,0	432,0	540	630	630	630	630	630			
Прибыль до налогообложения	млн. р.	101140	143515	100055	100816	75437	59213	40009	28732			
Налог на прибыль (24 %)	млн. р.	24274	34444	24013	24196	18105	14211	9602	6896			
Прибыль после налогообложения (чистая)	млн. р.	76866	109071	76042	76620	57332	45002	30407	21836			
Рентабельность продаж	темпы роста	%	52,3		53,4		42,8	39,1	30	22,6	15,1	12,3

## Оценка стоимости нефтеперерабатывающей компании методом дисконтирования денежных потоков

Показатели	Единицы измерения	Прогнозный период								Остат. период
		Предпротозный период		Прогнозный период						
		4 г.	5 г.	6 г.	7 г.	8 г.	9 г.	10 г.		
Прибыль после налогообложения (чистая)	млн. р.	76866	109071	76042	76620	57333	45208	30408	21830	
Амортизация	млн. р.	6274	6901	5152	4110	3875	3550	3550	2550	
Изменение задолженности	млн. р.		400	600	500					
Капитальные вложения	млн. р.		-2570	1500	1350	1150	1150	1150	1150	
Изменение собственного оборотного капитала	млн. р.		-5739	-2673,4	1865	-447,8	699,8	154,3	435,8	
Итого денежный поток $CF_t, CF_{term}$	млн. р.		108063	77620,6	81815	59610,2	48307,8	32962,3	23673,8	
Ставка дисконта, г	%								19	
Коэффициент текущей стоимости для прогнозного периода				0,92	0,77	0,64	0,84	0,45		
Коэффициент текущей стоимости для остаточного периода									0,34	
Дисконтированный денежный поток, $PV_{CF1}$	млн. р.			97905	73264	48123	42980	21166		
Сумма текущих стоимостей денежных потоков прогнозного периода	млн. р.								23438	
Стоимость в остаточный период	млн. р.								-11840,9	
Текущая стоимость в остаточный период	млн. р.								-4025,9	
Предварительная стоимость	млн. р.								271597,1	
	млн. р.								2655899,4	
	млн. р.								7976982	
Рыночная стоимость компании	тыс. долл. США								1076,2	
	долл. США									

Т а б л и ц а 16

График начисления износа в прогнозный и постпрогнозный периоды

Показатели		Прогнозный период					Остат. период
		6 г.	7 г.	8 г.	9 г.	10 г.	
Начисление износа по существующему оборудованию		5152	4100	3875	3550	3550	3550
Планируемые капитальные вложения, руб.							
Добавление при сроке службы оборудования 10 лет	6 г.	1500	6625				
	7 г.	1350		5450			
	8 г.	1150			5025		
	9 г.	1150				4700	
	10 г.	1150					4700
Всего			6625	5450	5025	4700	4700

Т а б л и ц а 17

Расчёт изменения собственного оборотного капитала

Показатели	Пред-прогнозный период	Прогнозный период					Остат. период
		6 г.	7 г.	8 г.	9 г.	10 г.	
Выручка-нетто $V_{\text{нетто}, t}$ , руб.	204254	177919	196169	191697	198695	200238	204596
Требуемый оборотный капитал, руб.	20425,4	17751,9	19616,9	19169,7	19869,5	20023,8	20459,6
Изменение собственного оборотного капитала, руб.		-2673,4	1865	-447,8	699,8	154,3	435,8

Из таблиц видно, что рыночная стоимость компании составляет 7976982000 тыс. долл. США, а стоимость одной акции 1076,2 долл. США.

В *третьей главе* выполнена оценка стоимости предприятия.

## ПРИМЕР

### Определение стоимости предприятия методом чистых активов

Метод чистых активов – метод определения рыночной стоимости бизнеса. Величина стоимости определяется как разность между суммами

рыночных стоимостей всех активов предприятия и его обязательствами. Базовая формула данного подхода:

$$\text{Чистые активы} = \text{активы} - \text{обязательства.} \quad (23)$$

При определении стоимости акции необходимо учитывать скидку на неконтрольный характер, которая, согласно международной практике, может достигать 30 %.

Т а б л и ц а 18

Расчёт рыночной стоимости нефтеперерабатывающей компании

Показатели	Код строки	Балансовая стоимость на 01.01.16, тыс.руб.	Корректировка	Рыночная (уточнённая) стоимость на 01.01.16, тыс. руб.
<b>Активы</b>				
1. Нематериальные активы	110	911679	+15	774927,15
2. Основные средства	120	335835185		
3. Незавершенное строительство	130	2570000	+10	2827000
4. Доходные вложения в материальные ценности	135	984364		
5. Долгосрочные финансовые вложения	140	341020		
6. Прочие внеоборотные активы	150	641050		
7. Запасы	210	3439144	-3	3335969,68
8. НДС по приобретённым ценам	220	0,0		
9. Дебиторская задолженность (более чем через 12 месяцев от отчётной даты)	230	6711642	-12	5905716,96
10. Дебиторская задолженность (в течение 12 месяцев от отчётной даты)	240	140432410		
11. Краткосрочные финансовые вложения	250	3391880		
12. Денежные средства	260	8176984		
13. Прочие оборотные активы	270	0		
<b>Итого активы, принимаемые к расчёту</b>		503435358		502646507
<b>Пассивы</b>				
1. Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	510	2400000		
2. Прочие долгосрочные обязательства	520	0		
3. Краткосрочные обязательства	610	386520		
4. Кредиторская задолженность	620	3490184		
5. Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	630	0		
6. Доходы будущих периодов	640	0		
7. Резервы предстоящих расходов	650	0		
8. Прочие краткосрочные обязательства	660	0		
<b>Итого пассивы, принимаемые к расчёту</b>		27876704		
<b>Стоимость чистых активов (100 % миноритарного пакета акций )</b>				<b>474769803</b>

Т а б л и ц а 19

Расчёт рыночной стоимости одной обыкновенной акции  
нефтеперерабатывающей компании

Показатели	Результаты расчёта
Количество акций, шт	7472199
Стоимость компании методом чистых активов, тыс.руб.	474769803
Стоимость компании методом чистых активов, тыс.долл.	11077962,07
Стоимость одной акции, тыс.руб.	44,5
Стоимость одной акции, долл.США	1480

Из табл. 19 видно, что стоимость компании равна 11077962,07 тыс. долл., стоимость одной акции равна 1480 долл. США.

**Определение стоимости предприятия  
с помощью ценовых мультипликаторов**

При помощи ценовых мультипликаторов необходимо определить стоимость компании, если известно, что в качестве компаний аналогов по результатам отбора были определены пять предприятий, акции которых в анализируемом периоде активно участвовали в торгах и по ним были проведены не единичные сделки купли-продажи. При выборе компаний-аналогов оценщиком применяются следующие критерии сопоставимости:

- идентичность отрасли и продукции;
- размеры, сеть потребителей, степень диверсификации производства, зрелость бизнеса;
- стадии жизненного цикла и деловой активности, стратегии развития;
- финансовые характеристики и структура капитала;
- географическая близость.

Основная формула для определения стоимости компании сравнительным подходом:

$$Ц_{ок} = \text{Финансовая база}_{ок} \times \frac{P_{ка}}{\text{Финансовая база}_{ка}}, \quad (24)$$

где  $\frac{P_{ка}}{\text{Финансовая база}_{ка}}$  – ценовой мультипликатор по компаниям аналогам, определяется на основе среднего, медианного и (или) модального значений по группе компаний аналогов;

$P_{ка}$  – цена компании аналога;

$\text{Финансовая база}_{ка}$  – показатели финансовой базы соответственно оцениваемой компании и компании аналога.

## Расчёт ценовых мультипликаторов по компании аналогам

		Наименование и расчётная величина ценового мультипликатора компаний аналогов									
Компания	Страна	Цена/Прибыль после налогообложения и уплаты %	Цена/Прибыль до налогообложения	Цена/Чистый денежный поток	Цена/Де-нежный поток до налогообложения	Цена + Долгосрочный долг/Прибыль до налогообложения и выплаты % или Инвестированный капитал/Прибыль до налогообложения и выплаты %	Цена + Долгосрочный долг/Прибыль до начисления износа, выплаты % и налогообложения или Инвестированный капитал/Прибыль до начисления износа, выплаты % и налогообложения	Цена/Балансовая стоимость			
		P/E	P/EVT	P/CF	P/PTCF	IC/EVIT	IC/EVDIT	P/BV			
A	Норвегия	0,0471	0,0312	0,0236	0,0188	1,7722	1,1337	0,0052			
B	Канада	5,4386	3,82	3,5468	2,7774	4,1760	3,1367	1,8412			
C	Норвегия	0,0404	0,0213	0,0174	0,0126	0,6480	0,3957	0,0027			
D	Канада	9,7065	7,2608	5,0072	4,2660	7,6403	4,9919	1,3791			
E	Россия	1,6896	1,2063	1,4300	1,0679	1,2100	1,0715	0,2966			
Среднее значение		3,0803	2,4679	2,0015	1,6285	3,0893	2,1459	0,7050			
Медианное значение		1,6896	1,2063	1,4300	1,0679	1,7722	1,1337	0,2966			



1. Рассчитаем мультипликатор  $P/CF$  по компаниям аналогам:  
Компания аналог «А» (Норвегия):

$$CF = E + \text{отчисления в амортизационный фонд}, \quad (25)$$

где  $CF$  – чистый денежный поток;

$E$  – прибыль после налогообложения.

$$CF = 35682000 + 35520000 = 71202000 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{P}{CF} = \frac{1681769,5}{71202000} = 0,0236.$$

Компания аналог «В» (Канада):

$$CF = 195824 + 104450 = 300274 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{P}{CF} = \frac{1065001,2}{300274} = 3,5468.$$

Компания аналог «С» (Норвегия):

$$CF = 18939000 + 24992000 = 43931000 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{P}{CF} = \frac{765000}{43931000} = 0,0174.$$

Компания аналог «D» (Канада):

$$CF = 3838200 + 3602100 = 74403000 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{P}{CF} = \frac{37255324,52}{74403000} = 5,0072.$$

Компания аналог «E» (Россия):

$$CF = 5974625 + 1084611 = 7059236 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{P}{CF} = \frac{10094469,64}{7059236} = 1,4299.$$

2. Рассчитаем мультипликатор  $P/PTCF$  по компаниям аналогам:

$$PTCF = EBT + \text{отчисления в амортизационный фонд}, \quad (26)$$

где  $PTCF$  – денежный поток до налогообложения;

$EBT$  – прибыль до налогообложения и выплаты процентов

Компания аналог «А» (Норвегия):

$$PTCF = 53946000 + 35520000 = 89466000 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{P}{PTCF} = \frac{1681769,5}{89466000} = 0,0188.$$

Компания аналог «В» (Канада):

$$PTCF = 279005 + 104450 = 383455 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{P}{PTCF} = \frac{1065001,2}{383455} = 2,7774.$$

Компания аналог «С» (Норвегия):

$$PTCF = 35908000 + 24992000 = 60900000 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{P}{PTCF} = \frac{765000}{60900000} = 0,0126.$$

Компания аналог «D» (Канада):

$$PTCF = 5131000 + 3602100 = 8733100 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{P}{PTCF} = \frac{372553,52}{8733100} = 4,2659.$$

Компания аналог «E» (Россия):

$$PTCF = 8368432 + 1084611 = 9453043 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{P}{PTCF} = \frac{10094469,64}{9453043} = 1,0678.$$

3. Рассчитаем мультипликатор  $IC/EBIT$  по компаниям аналогам:

$$IC = P + \text{долгосрочный долг}, \quad (27)$$

где  $IC$  – инвестированный в компанию капитал;

$P$  – цена.

$$EBIT = E + \text{подходный налог} + \text{расходы на выплату процентов}, \quad (28)$$

где  $EBIT$  – прибыль до налогообложения и выплаты процентов;

$E$  – прибыль после налогообложения.

Компания аналог «А» (Норвегия):

$$IC = 1681769,5 + 110079000 = 111760769,5 \text{ тыс.дол. США},$$

$$EBIT = 35682000 + 18264000 + 9117000 = 63063000 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{IC}{EBIT} = \frac{11760769,5}{63063000} = 1,7722.$$

Компания аналог «В» (Канада):

$$IC = 1065001,2 + 251460 = 1316461,2 \text{ тыс.дол. США},$$

$$EBIT = 195824 + 83181 + 36241 = 315246 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{IC}{EBIT} = \frac{1316461,2}{315246} = 4,1759.$$

Компания аналог «С» (Норвегия):

$$IC = 765000 + 24638000 = 25403000 \text{ тыс.дол. США},$$

$$EBIT = 18939000 + 16969000 + 3296000 = 39204000 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{IC}{EBIT} = \frac{25403000}{3920400} = 6,4797.$$

Компания аналог «D» (Канада):

$$IC = 37255324,52 + 14619500 = 51874824,52 \text{ тыс.дол. США},$$

$$EBIT = 3838200 + 1292800 + 1658600 = 6789600 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{IC}{EBIT} = \frac{51874824,52}{6789600} = 7,6403.$$

Компания аналог «E» (Россия):

$$IC = 10094469,64 + 61125 = 10155594,64 \text{ тыс.дол. США},$$

$$EBIT = 5974625 + 2393807 + 24507 = 8392939 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{IC}{EBIT} = \frac{10155594,64}{8392939} = 1,2101.$$

4. Рассчитаем мультипликатор  $IC/EBDIT$  по компаниям аналогам:

$$EBDIT = E + \text{подходный налог} + \text{доход до налогов} + \text{отчисления в амортизационный фонд.} \quad (29)$$

Компания аналог «A» (Норвегия):

$$EBDIT = 35682000 + 18264000 + 9117000 + 35520000 = 98583000 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{IC}{EBDIT} = \frac{111760769,5}{9858300} = 1,1337.$$

Компания аналог «B» (Канада):

$$EBDIT = 195824 + 83181 + 36241 + 104450 = 419696 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{IC}{EBDIT} = \frac{1316461,2}{419696} = 3,1367.$$

Компания аналог «C» (Норвегия):

$$EBDIT = 18939000 + 16969000 + 3296000 + 24992000 = 64196000 \text{ тыс.дол. США},$$

$$\frac{IC}{EBDIT} = \frac{2540300}{64196000} = 0,0396.$$

Компания аналог «D» (Канада):

$$EBDIT = 3838200 + 1292800 + 1658600 + 3602100 = 10391700 \text{ тыс.дол. США,}$$

$$\frac{IC}{EBDIT} = \frac{51874824,52}{10391700} = 4,9919.$$

Компания аналог «E» (Россия):

$$EBDIT = 5974625 + 2393807 + 24507 + 1084611 = 9477550 \text{ тыс.дол. США,}$$

$$\frac{IC}{EBDIT} = \frac{10155594,64}{9477550} = 1,0715.$$

5. Рассчитаем мультипликатор  $P/BV$  по компаниям аналогам:

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Цена}}{\text{Собственный капитал}}. \quad (30)$$

Компания аналог «A» (Норвегия):

$$\frac{P}{BV} = \frac{1681769,5}{325879000} = 0,0052.$$

Компания аналог «B» (Канада):

$$\frac{P}{BV} = \frac{1065001,2}{578440} = 1,8412.$$

Компания аналог «C» (Норвегия):

$$\frac{P}{BV} = \frac{765000}{288181000} = 0,0027.$$

Компания аналог «D» (Канада):

$$\frac{P}{BV} = \frac{37255324,52}{27013700} = 1,3791.$$

Компания аналог «E» (Россия):

$$\frac{P}{BV} = \frac{10094469,64}{34037641} = 0,2966.$$

Т а б л и ц а 21

Расчёт предварительной стоимости нефтеперерабатывающей компании  
на основе ценовых мультипликаторов компаний аналогов

Наименование ценового мультипликатора	Значение мультипликатора с учётом уровня странового риска		Величина финансовой базы оцениваемой компании, тыс.долл. США	Предварительная стоимость нефтеперерабатывающей компании, тыс.долл. США	
	Среднее	Медианное		По среднему значению	По медианному значению
<i>P/E</i>	1,3246	0,7265	8049933	10662941,25	5848276,325
<i>P/EVT</i>	1,0609	0,5187	10569366	11213040,39	5482330,144
<i>P/CF</i>	0,8621	0,6149	84444366	72799487,93	51924840,65
<i>P/PTCF</i>	0,7003	0,4292	95013732	66538116,52	40779893,77
<i>P/BV</i>	0,3031	0,1275	18199719	5516334,829	2320464,173

Т а б л и ц а 22

Корректировки для введения в предварительную стоимость компании

Ликвидность акций (скидка/пре- мия), %	Контроль (премия/скидка), %	Дефицит/избыток оборотного капитала, тыс.долл. США	Избыточные активы, тыс.долл. США
35	30	6369901	5459915

Т а б л и ц а 23

Формирование обоснованной рыночной стоимости компании

Наименование ценового мультипликатора	Стоимость компании с учётом вводимых корректировок, тыс.долл. США		Удельные веса (коэффициенты доверия)	Итоговая стоимость компании с учётом коэффициентов доверия, тыс.долл. США		Обоснованная рыночная стоимость компании, тыс.долл. США		
	По среднему значению	По медианному значению		По среднему значению	По медианному значению	По среднему значению	По медианному значению	Итоговая величина
<i>P/E</i>	1,3246	0,7265	0,55	0,7285	0,3996	2,4043	1,4005	3,8048
<i>P/EVT</i>	1,0609	0,5187	0,48	0,5092	0,2489			
<i>P/CF</i>	0,8621	0,6149	0,71	0,6121	0,4366			
<i>P/PTCF</i>	0,7003	0,4292	0,61	0,4272	0,2618			
<i>P/BV</i>	0,3031	0,1275	0,42	0,1273	0,0536			

## ТЕМЫ ДЛЯ РЕФЕРАТОВ

1. Стоимость предприятия как целевая функция управления.
2. Факторы, учитываемые при определении стоимости бизнеса.
3. Жизненный цикл бизнеса (предприятия).
4. Рыночная стоимость имущества.
5. Инвестиционная стоимость имущества.
6. Стоимость имущества для целей налогообложения.
7. Утилизационная стоимость имущества.
8. Принципы оценки имущества.
9. Подготовка и анализ финансовой отчетности в оценке бизнеса.
10. Влияние результатов финансового анализа на оценку стоимости предприятия.
11. Дисконтирование.
12. Оценка машин и оборудования предприятия.
13. Оценка недвижимого имущества предприятия.
14. Особенности оценки земельных участков.
15. Оценка нематериальных активов предприятия.
16. Оценка стоимости контрольного и неконтрольного пакетов акций предприятия.
17. Сравнение доходного подхода в оценке бизнеса и в оценке недвижимости.
18. Сравнение затратного подхода в оценке бизнеса и в оценке недвижимости.
19. Сравнение сравнительного подхода в оценке бизнеса и в оценке недвижимости.
20. Требования к содержанию отчета об оценке.
21. Характеристика основных разделов отчета.
22. Согласование данных по итоговой оценке стоимости.
23. Методы определения весовых коэффициентов при согласовании результатов оценки.
24. Особенности выбора и согласования подходов к оценке при определении стоимости имущества предприятия.
25. Управление стоимостью предприятия.

## 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.
12. Определение антикризисного управления.
13. Цели антикризисного управления.
14. Правовые основы оценки предприятий в процессе антикризисного управления.
15. Функции оценки на различных стадиях (досудебная санация, наблюдение, внешнее управление, завершающая стадия) арбитражного управления.
16. Значение оценки в системе антикризисного управления.
17. Определение реструктуризации.
18. Цели и задачи реструктуризации.
19. Три этапа исследования предприятия в целях реструктуризации.
20. Внутренние и внешние факторы предприятия.
21. Основные направления реструктуризации и соответствующие мероприятия.
22. Сокращение (разделение, внедрение) предприятия.
23. Синергетический эффект.
24. 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.
25. Сущность доходного подхода и его методов: капитализации доходов и дисконтирования денежных потоков.
26. 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.
27. Обоснование выбора ликвидационной стоимости.
28. Сущность сравнительного подхода и его методов: общей суммы; мультипликативных процентных отклонений; смешанный метод.
29. Преимущества и недостатки подходов.
30. В каких условиях применяются эти методы и подходы.
31. Сценарии развития событий.

32. Два вида денежных потоков (реальный, номинальный).
33. Этапы жизненного цикла предприятия.
34. Методы прогнозирования дохода (поэлементный (косвенный); целостный (прямой)).
35. Упрощенные методы прогнозирования.



## 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 Минэкономики 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).....	6
2. ОЦЕНКА БИЗНЕСА В ЦЕЛЯХ АНТИКРИЗИСНОГО УПРАВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЕМ.....	15
3. ОЦЕНКА БИЗНЕСА В ЦЕЛЯХ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ .....	22
4. ПРОЦЕСС ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ .....	29
5. ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА).....	34
5.1. Доходный подход и его методы.....	35
5.2. Затратный подход и его методы.....	62
5.3. Сравнительный подход и его методы.....	71
6. ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ДОХОДОВ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА .....	80
ЗАДАНИЯ ДЛЯ САМОСТОЯТЕЛЬНОЙ РАБОТЫ .....	86
ТЕСТЫ .....	91
РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ВЫПОЛНЕНИЮ КУРСОВОЙ РАБОТЫ.....	101
ТЕМЫ ДЛЯ РЕФЕРАТОВ .....	126
КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ .....	127
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	129
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК.....	130
ГЛОССАРИЙ.....	133

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.