

ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ

Государственное образовательное учреждение  
высшего профессионального образования

Владимирский государственный университет

А.В. НИКОЛЕНКО

# ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Учебное пособие

Владимир 2010

УДК 657.6  
ББК 65.29  
Н63

Рецензенты:

Зав. кафедрой экономики Владимирского филиала  
Российской академии государственной службы  
при Президенте Российской Федерации  
доктор экономических наук, профессор  
*О.Б. Дигилина*

Кандидат технических наук  
профессор кафедры маркетинга и экономики производства  
Владимирского государственного университета  
*Л.В. Фильберт*

Печатается по решению редакционного совета  
Владимирского государственного университета

**Николенко, А.В.** Оценка стоимости бизнеса : учеб. посо-  
Н63 бие / А. В. Николенко ; Владим. гос. ун-т. - Владимир: Изд-во  
Владим. гос. ун-та, 2010. – 124 с. – ISBN 978-5-9984-0045-2.

Рассматриваются теоретические и методические аспекты оценки стои-  
мости бизнеса и отдельных активов предприятия.

Предназначено для студентов 4-го курса специальности «Менеджмент  
организации» по дисциплине «Финансовый менеджмент», а также аспиран-  
тов, преподавателей, специалистов в области оценки стоимости бизнеса.

Табл. 1. Библиогр.: 7 назв.

УДК 657.6  
ББК 65.29

ISBN978-5-9984-0045-2

©Владимирский государственный  
университет, 2010

## **ВВЕДЕНИЕ**

Переход нашей страны к рыночной экономике потребовал углубленного развития ряда новых областей науки и практики. Процесс приватизации, возникновение фондового рынка, развитие системы страхования, переход коммерческих банков к выдаче кредитов под залог имущества формируют потребность в новой услуге – оценке стоимости предприятия (бизнеса), определении рыночной стоимости его капитала.

Капитал предприятия – товар уникальный и сложный по составу, его природу в значительной мере определяют конкретные факторы. Поэтому необходима комплексная оценка капитала с учетом всех соответствующих внутренних и внешних условий его развития.

Потребность в определении рыночной стоимости предприятия не исчерпывается операциями купли-продажи. Возрастает потребность в оценке бизнеса предприятий при многочисленных и сложных вариантах реализации стоимости имущественных прав – акционировании, привлечении новых пайщиков и выпуске дополнительных акций, страховании имущества, получении кредита под залог имущества, исчислении налогов, использовании прав наследования и т. д.

По мере развития рыночных отношений потребность в оценке бизнеса постоянно возрастает. Согласно Федеральному закону «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» оценка объектов собственности (объектов, принадлежащих полностью или частично Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям) является обязательной при приватизации, передаче в доверительное управление либо в аренду, продаже, национализации, выкупе, ипотечном кредитовании, передаче в качестве вклада в уставные капиталы.

Определение рыночной стоимости предприятия способствует его подготовке к борьбе за выживание на конкурентном рынке, дает реалистичное представление о потенциальных возможностях предприятия. Процесс оценки бизнеса предприятий служит основанием для выработки его стратегии. Он выявляет альтернативные подходы и определяет, какой из них обеспечит компании максимальную эффективность, а следовательно, и более высокую рыночную цену.

Оценка бизнеса позволяет оценить рыночную стоимость собственного (уставного) капитала закрытых предприятий или открытых акционерных обществ с недостаточно ликвидными акциями. В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» в ряде случаев должна проводиться оценка рыночной стоимости акционерного капитала независимыми оценщиками. Например, эта процедура предусмотрена при дополнительной эмиссии, выкупе акций и т.д.

Возрастает потребность в оценке бизнеса при инвестировании, кредитовании, страховании, исчислении налогооблагаемой базы.

Оценка бизнеса необходима для выбора обоснованного направления реструктуризации предприятия. В процессе оценки бизнеса выявляются возможные подходы к управлению предприятием и определяется, какой из них обеспечит предприятию максимальную эффективность, а следовательно, и более высокую рыночную цену, что и выступает основной целью собственников и задачей менеджеров фирм в рыночной экономике.

По мере того как в нашей стране появляются независимые собственники предприятий и фирм, все острее становится потребность в определении рыночной стоимости их капитала. Вместе с тем практика показывает, что применяемые сейчас методы оценки предприятий по стоимости их имущества несовершенны, поскольку они оценивают фактически лишь затраты на создание собственности.

Переход к рыночной экономике в России привел к появлению новой профессии, утвержденной Министерством труда РФ, – эксперт-оценщик.

Для того чтобы оценка стоимости предприятия была достоверной и точной, необходимо строго соблюдать технологию оценки. Технология включает в себя ряд последовательных этапов: определение цели и функции оценки, разработка плана оценки объекта, определение наи-

лучшего и наиболее эффективного способа использования объекта, сбор и анализ необходимой информации. Точность оценки стоимости предприятия зависит также и от правильности использования методов оценки.

Эти и многие другие вопросы теории и практики определения рыночной стоимости предприятия (бизнеса) нашли отражение в данном учебном пособии.

Цель учебного пособия – формирование теоретических, методических и практических подходов к оценке бизнеса как самостоятельной дисциплины. В пособии с одной стороны, излагаются последние достижения теории и практики оценки бизнеса, полученные в странах с развитой рыночной экономикой. С другой стороны, учтены особенности современного состояния российской экономики.

Учебное пособие состоит из пяти глав. Первая глава посвящена терминологии оценки, временной оценке денежных потоков и системе информации, необходимой для оценки бизнеса. Во второй главе излагаются основные методы оценки бизнеса, в третьей – рассматриваются особенности оценки бизнеса для различных целей: инвестирования, ликвидации предприятий и т.д.

## **Глава 1. ПРАВОВЫЕ И ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ АСПЕКТЫ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

### **1.1. Правовые основы проведения оценки стоимости бизнеса**

Важным фактором развития оценочной деятельности в России служит государственное регулирование. Это обусловлено отсутствием достаточных традиций оценки бизнеса в нашей стране и возникающими многочисленными спорными ситуациями между заказчиками и оценщиками. Регулирование оценочной деятельности осуществляется в соответствии с Федеральным законом Российской Федерации «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ.

Под оценочной деятельностью понимаются действия субъектов оценочной деятельности, направленные на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости. Рыночная стоимость определяется как наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки располагают всей необходимой информацией.

Система государственного регулирования оценочной деятельности включает:

- лицензирование оценщиков и контроль за соблюдением ими лицензионных требований и условий;

- установление требований к профессиональной подготовке специалистов в области оценки стоимости;

- формирование методологической базы оценочной деятельности.

Для проведения оценки необходим договор между оценщиком и заказчиком. Договор заключается в письменной форме и не требует нотариального удостоверения. Законом установлен ряд требований к оценщику, среди которых:

наличие у оценщика лицензии на осуществление оценочной деятельности;

своевременное составление в письменной форме и передача заказчику отчета об оценке объекта;

неразглашение конфиденциальной информации, полученной от заказчика;

независимость оценщика, т. е. отсутствие у оценщика в отношении объекта оценки имущественных прав или обязательств вне договора;

наличие договора о страховании гражданской ответственности оценщика.

В связи с тем что договор об оценке объекта является возмездным, оценщик вправе требовать возмещения расходов, связанных с проведением оценки объекта, и денежного вознаграждения за ее проведение.

Проведение оценки объектов является обязательным:

в целях их приватизации, передачи в доверительное управление либо передачи в аренду;

при использовании объектов оценки в качестве предмета залога;

при продаже или ином отчуждении объектов оценки;

при переуступке долговых обязательств, связанных с объектами оценки;

при передаче объектов оценки в качестве вклада в уставные капиталы юридических лиц;

при национализации имущества.

В Законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» установлены права и обязанности оценщика, которым соответствуют обязанности и права заказчика.

*Оценщик имеет право:*

применять самостоятельно методы проведения оценки объекта в соответствии со Стандартами оценки;

требовать от заказчика при проведении обязательной оценки обеспечения доступа оценщика в полном объеме к документации, необходимой для осуществления этой оценки;

запрашивать в письменной форме у третьих лиц информацию, обязательную для проведения оценки, за исключением информации, являющейся государственной или коммерческой тайной;

привлекать к участию в проведении оценки иных оценщиков либо других специалистов;

отказаться от проведения оценки в случаях, если заказчик нарушил условия договора;

требовать возмещения расходов, связанных с проведением оценки.

*Оценщик обязан:*

соблюдать при осуществлении оценочной деятельности требования законодательства об оценочной деятельности;

обеспечивать сохранность документов, получаемых от заказчика в ходе проведения оценки, и вернуть заказчику полученные от него документы одновременно с передачей ему отчета об оценке;

представлять документ об образовании, подтверждающий получение необходимых знаний;

не разглашать конфиденциальную информацию, полученную от заказчика в ходе проведения оценки.

Одним из важных требований названного закона является требование независимости оценщика от заказчика и от каких-либо обстоятельств, связанных с объектом оценки.

Оценка определенного объекта не может проводиться оценщиком, если он выступает учредителем, собственником, акционером или должностным лицом юридического лица или имеет имущественный интерес в объекте оценки.

Не допускается вмешательство заказчика либо иных заинтересованных лиц в профессиональную деятельность оценщика, если это может негативно повлиять на достоверность результатов проведения оценки.

Вознаграждение профессионального оценщика за проведение оценки объекта не может зависеть от величины стоимости объекта оценки.

Существуют и другие законы, регулирующие оценочную деятельность в Российской Федерации.

Например, Закон «О реструктуризации кредитных организаций» регулирует порядок и условия осуществления мероприятий по реструктуризации кредитных организаций с целью преодоления их финансовой неустойчивости. Данный закон устанавливает процедуру привлечения независимого оценщика для оценки стоимости активов кредитной организации, выставляемых на продажу специализированным Агентством по реструктуризации.

В Законе «О несостоятельности (банкротстве)» определены порядок и условия осуществления мер по предупреждению несостоятельности



(банкротства), проведения внешнего управления и конкурсного производства. В соответствии со ст. 102 данного закона в ходе конкурсного производства конкурсный управляющий осуществляет инвентаризацию и оценку имущества должника. Для осуществления указанной деятельности конкурсный управляющий вправе привлекать оценщиков и иных специалистов с оплатой их услуг за счет имущества должника. В случае если имуществом должника, подлежащим продаже в ходе конкурсного производства, является недвижимость, указанное имущество оценивается до продажи с привлечением независимого оценщика.

В Законе «Об обществах с ограниченной ответственностью» определен порядок привлечения независимого оценщика для оценки вклада в уставный капитал общества в случае, если его номинальная стоимость, оплачиваемая неденежным вкладом, составляет более двухсот МРОТ. Номинальная стоимость доли участника общества в уставном капитале, оплачиваемая таким неденежным вкладом, не может превышать сумму оценки указанного вклада, определенную независимым оценщиком.

В соответствии со ст. 34 Закона «Об акционерных обществах» акции общества при его учреждении должны быть полностью оплачены в течение срока, определенного уставом общества. Если номинальная стоимость приобретаемых таким способом акций и иных ценных бумаг общества составляет более двухсот МРОТ, то необходима денежная оценка независимым оценщиком имущества, вносимого в оплату акций и иных ценных бумаг общества.

Привлечение независимого оценщика для определения рыночной стоимости имущества акционерного общества является обязательным в случае выкупа обществом у акционеров принадлежащих им акций.

В соответствии с Законом РФ «О негосударственных пенсионных фондах» при размещении пенсионных резервов в недвижимое имущество фонд обязан представлять государственному уполномоченному органу данные об оценке объекта недвижимого имущества, проведенной независимым оценщиком.

При ипотеке государственного и муниципального имущества его оценка осуществляется в соответствии с требованиями, установленными федеральным законом. Стороны договора об ипотеке могут поручить оценку предмета ипотеки независимой профессиональной организации.

Кроме законодательства, регулирующего оценочную деятельность, особое внимание у оценщиков вызывает законодательство, регулирующее право собственности и другие имущественные права.

Основой такого законодательства служит Гражданский кодекс Российской Федерации, другие законодательные и нормативные акты, в том числе по приватизации, банкротству, аренде, залогу, ипотеке, доверительному управлению и пр.

Правовое регулирование недвижимости связано с правом собственности, которое понимается в соответствии с основополагающим положением римского частного права как «полное господство над вещью». Однако эта первоначальная установка на безраздельное господство над вещью (в том числе и над недвижимым имуществом) претерпела определенные изменения в начале XX в. В это время появились различные ограничения прав собственности на объекты недвижимости, и в первую очередь в отношении права на землю.

Ограничения могут устанавливаться для обеспечения прохода и проезда через соседний земельный участок, прокладки и эксплуатации линий электропередачи, связи и трубопроводов, обеспечения водоснабжения и мелиорации и т.д.

В связи с этим земельный участок или другое недвижимое имущество, находящееся на данном участке, может быть изъято для государственных или муниципальных нужд путем выкупа его государством или продажи с публичных торгов. Согласно ст. 235 ГК РФ «обращение в государственную собственность имущества, находящегося в собственности граждан и юридических лиц (национализация), производится с возмещением стоимости этого имущества и других убытков». Оценка стоимости этого имущества и убытков возможна только в результате расчетов независимых оценщиков.

Оценочная деятельность в России подлежит обязательному лицензированию. Постановлением Правительства Российской Федерации утверждено положение «О лицензировании оценочной деятельности». В соответствии с данным постановлением органом, осуществляющим лицензирование, было установлено Минимущество России.

На Минимущество России возложены функции как по лицензированию оценочной деятельности, так и по контролю за соблюдением лицензионных требований юридическими лицами и индивидуальными

предпринимателями, имеющими лицензию на осуществление оценочной деятельности (лицензиатами).

Оценочная деятельность без лицензии рассматривается как незаконное предпринимательство, договоры могут быть признаны недействительными, и доходы, полученные оценщиком в результате выполнения работ, могут быть обращены налоговой инспекцией в доход государства.

## **1.2. Становление профессии оценщика в России**

В условиях государственной собственности в такой профессии, как оценщик не было необходимости, так как государственные органы самостоятельно определяли стоимость необходимого им имущества.

С появлением частной собственности возникла необходимость участия в сделках с недвижимостью профессионального оценщика, который мог бы ориентировать продавца и покупателя в стоимости участвующего в сделке объекта.

Мировая практика показала, что если в сделках с недвижимостью не участвует независимый профессиональный оценщик, то одна из сторон сделки может быть обделена или обманута.

С развитием рыночных отношений в России соответственно появляется потребность в профессиональных и независимых оценщиках. В последнее время возрастает интерес к проблемам, связанным с оценкой объектов собственности, как со стороны органов управления, так и самих предпринимателей.

Первоначально обучение оценщиков в России основывалось на учебных материалах, разработанных Американским обществом оценщиков. В результате было положено начало процессу становления и развития оценочной деятельности в нашей стране. В то же время следует отметить, что зарубежные разработки в области оценки бизнеса требуют адаптации к российским условиям.

Как профессия оценка недвижимости появилась в развитых странах еще в 30-х гг. XX в. В результате становления профессии к ней были выработаны общие требования, без соответствия которым оценщик не сможет действовать на рынке оценки недвижимости.

К таким общим требованиям относятся:

1. Соответствующий уровень знаний.
2. Систематическая работа по совершенствованию своих знаний и формированию баз данных об объектах недвижимости.
3. Наличие опыта работы.
4. Независимость и объективность.
6. Участие в работе профессиональных организаций оценщиков.

Желательно, чтобы оценщик обладал высоким уровнем общего образования и широкими знаниями в различных сферах (экономика, право, банковское дело, строительство и т. д.).

В разных странах существуют различные требования к базовому образованию людей, занимающихся оценкой. Например, Институт оценки США для установления профессиональной пригодности требует наличия образования на уровне университетского колледжа. В других странах требования по наличию высшего образования для занятий оценочной деятельностью отсутствуют, так как, в первую очередь, необходим опыт работы оценщика.

Для повышения уровня своего образования оценщик должен постоянно посещать семинары, проводимые общественными организациями оценщиков и государственными организациями, а также хорошо знать текущую практику оценки. Рыночные условия, в которых происходит оценка объектов, постоянно меняются, и оценщик должен учитывать происходящие изменения.

Чтобы хорошо понимать сущность затратного подхода к оценке стоимости бизнеса, оценщику требуются знания в области строительства и сметного дела, правил бухгалтерского учета.

Применение в практике оценки доходного подхода требует от оценщика знаний в области инвестиционного анализа, процентных ставок, дисконтирования и теории финансов.

Чтобы понимать конъюнктуру на рынке недвижимости, оценщик должен регулярно формировать рыночные базы данных по совершаемым сделкам и тенденциям изменения цен. Чтобы уметь прогнозировать возможные изменения стоимости недвижимости, оценщик должен обладать определенными аналитическими способностями и опытом работы.

В развитых странах с рыночной экономикой общепризнанно, что профессионалом оценщик становится после приблизительно 3 – 5 лет

практической деятельности. В мировой практике в последнее время стала возрастать роль организаций оценщиков, которые являются важнейшим элементом регулирования отношений на рынке оценочных услуг.

Лицензирование не может обеспечить сплошного контроля за деятельностью оценщиков, и ориентировано прежде всего на выборочные проверки их деятельности. В связи с этим представляется правильным, что регулируемые организации оценщиков являются необходимым звеном на рынке оценки бизнеса.

Следует отметить, что контроль за деятельностью оценщиков в России, осуществляемый саморегулируемой организацией, не должен заменять государственного контроля за оценочной деятельностью, проводимого Минимуществом России. Организация оценщиков контролирует только соблюдение внутренних стандартов данной организации.

В соответствии с Законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» организации оценщиков могут выполнять следующие функции:

- защищать интересы оценщиков;
- содействовать повышению уровня профессиональной подготовки оценщиков;
- содействовать разработке образовательных программ по профессиональному обучению оценщиков;
- разрабатывать собственные стандарты оценки;
- разрабатывать и поддерживать собственные системы контроля качества осуществления оценочной деятельности.

С начала перехода к рыночным отношениям в России было создано профессиональное общественное объединение – Российское общество оценщиков (РОО). Данным обществом в сотрудничестве с учебными заведениями были образованы методическая база для проведения оценочных работ и система профессиональной подготовки оценщиков.

В 1996 г. Постановлением Министерства труда и социального развития РФ утверждена квалификационная характеристика по должности «Оценщик (эксперт по оценке имущества)».

В приложении к данному постановлению сформулированы общие требования к объему знаний эксперта по оценке имущества. В частности, он должен овладеть методическими приемами определения вели-

чины стоимости отдельных объектов гражданских прав, в том числе на основе таких подходов, как затратный, доходный, сравнительный.

### **Контрольные вопросы**

1. Что включает в себя система регулирования оценочной деятельности?
2. Назовите права и обязанности оценщика?
3. Какими законами регулируется оценочная деятельность в России?
4. В каких случаях проведение оценки объектов является обязательным?
5. Какая организация занимается лицензированием оценочной деятельности в России?
6. Какие требования предъявляются к оценщику?
7. Какие функции возложены на организации оценщиков?

## **Глава 2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА**

### **2.1. Содержание оценочной деятельности**

В рыночных условиях исключительно важным является вопрос о стоимости объекта собственности. Стоимость объекта собственности интересует предприятия, государственные органы, финансовые институты. Акционирование предприятий, развитие фондового рынка и системы страхования также формируют потребность в новой услуге – оценке стоимости объектов и прав собственности.

Оценочная деятельность является необходимым компонентом развитой рыночной инфраструктуры, которая необходима для дальнейших экономических преобразований в нашей стране. Сегодня оценка стоимости заняла достойное место в рыночной системе хозяйствования. В настоящее время результаты оценки стоимости различных объектов собственности служат основой для принятия многих управленческих решений. Оценка стоимости стала неотъемлемым инструментом в арсенале современного российского бизнесмена, финансиста, менеджера.

В условиях рыночных отношений продавец и покупатель хотели бы знать заранее о возможной цене продаж интересующего их объекта. Однако рыночная цена становится известной только в итоге состоявшейся сделки.

При определении стоимости объекта оценки оценщики используют как информацию, представленную заказчиком, так и информацию, поступившую из внешних источников. На основе полученной информации рассчитывается величина, отражающая в денежном эквиваленте затраты на создание объекта, генерируемый им доход, риски, сопровождающие образование этого дохода, и др. Найденная величина может как совпадать с будущей ценой сделки, так и отличаться от нее. Выполняя заказ покупателя и заказ продавца на оценку одного и того же объекта, оценщик, скорее всего, получит различные величины из-за

несоответствия информационной базы и ожиданий заказчиков. Однако такое расхождение не может быть существенным.

Оценка стоимости бизнеса, как и любого другого объекта собственности, представляет собой целенаправленный процесс исчисления величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка. Данное определение оценки стоимости бизнеса раскрывает основные черты рассматриваемого процесса.

Во-первых, следует отметить, что оценка стоимости бизнеса является процессом. Для получения результата оценщик должен проделать некоторые операции, очередность которых зависит от выбранных методов оценки.

Во-вторых, можно выделить общие для всех случаев этапы оценки, например: определить цели оценки, выбрать вид стоимости, подлежащей расчету; собрать и обработать требуемую информацию; обосновать методы оценки стоимости; рассчитать величину стоимости объекта, согласовать результаты.

В-третьих, оценка стоимости бизнеса представляет собой целенаправленный процесс. Оценщик в своей деятельности руководствуется конкретной целью. Например, если расчет стоимости бизнеса производится с целью заключения сделки купли-продажи, то рассчитывается рыночная стоимость; если же целью оценки является определение стоимости бизнеса в случае его ликвидации, то вычисляется ликвидационная стоимость.

В-четвертых, стоимостная оценка непосредственно связана с рыночной ситуацией. Это означает, что оценщик не должен ограничиваться только характеристиками рассматриваемого объекта. Он должен учитывать всю совокупность рыночных факторов: рыночную конъюнктуру, уровень и стратегию конкуренции, его макро- и микроэкономическую среду обитания, риски, сопряженные с получением дохода от объекта оценки, среднерыночный уровень доходности, цены на аналогичные объекты, текущее состояние отрасли.

Результатом произведенной оценки служит рассчитанная величина рыночной стоимости. Рыночная стоимость представляет собой наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке, когда стороны сделки действуют разумно,



располагая всей необходимой информацией, на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

При качественной рыночной оценке принимаются во внимание наработанные к моменту анализа нематериальные ценности фирмы: товарная марка, имеющиеся у компании патенты, положение на рынке, уровень конкуренции, сложившийся коллектив, присущая фирме управленческо-технологическая культура в плане ведения бизнеса.

Оценка по данным бухгалтерского баланса не может дать реальной величины рыночной стоимости предприятия. Бухгалтерский баланс обычно составляется в так называемых исторических ценах, а потому его валюта может быть весьма далека от реальной рыночной стоимости компании.

Оценка рыночной стоимости позволяет продавцу и покупателю заключить сделку, ориентируясь на обоснованную стоимость товара, так как рыночная стоимость учитывает не только и не столько индивидуальные ожидания, сколько ситуацию на рынке в целом, ожидания рынка, общеэкономическое текущее развитие, реакцию рынка на объект сделки.

Знание величины рыночной стоимости бизнеса дает возможность собственнику объекта усовершенствовать процесс производства товаров (услуг), разработать комплекс мероприятий, направленных на повышение эффективности работы предприятия. Периодически проводимая оценка стоимости позволяет повысить эффективность управления и, следовательно, избежать банкротства.

Обоснованная оценка стоимости бизнеса помогает принять правильные инвестиционные решения. При осуществлении капитальных вложений в развитие материально-технической базы предприятия его стоимость должна увеличиваться.

В макроэкономическом аспекте оценка стоимости бизнеса является одним из рычагов регулирования экономики со стороны государства. Особое значение оценочная деятельность имеет при управлении государственной и муниципальной собственностью.

## 2.2. Основные цели оценки стоимости бизнеса

При осуществлении оценочной деятельности оценщику целесообразно руководствоваться определенной целью. Продуманная постановка цели позволяет правильно определить вид стоимости, выбрать метод оценки.

Целью оценки чаще всего является определение вида оценочной стоимости, необходимой клиенту для принятия инвестиционного решения, заключения сделки, внесения изменений в финансовую отчетность и т.п. В проведении оценочных работ заинтересованы различные стороны, от государственных структур до частных лиц: контрольно-ревизионные органы, управленческие структуры, кредитные организации и т.п.

Оценку бизнеса проводят в следующих целях:

- повышения эффективности стратегического и тактического менеджмента;

- определения стоимости акций в случае купли-продажи их на фондовом рынке. Для принятия обоснованного инвестиционного решения необходимо оценить собственность предприятия и долю этой собственности, приходящуюся на приобретаемый пакет акций;

- определения стоимости предприятия в случае его купли-продажи целиком или по частям;

- реструктуризации предприятия. Проведение рыночной оценки предполагается в случае ликвидации предприятия, слияния, поглощения либо выделения самостоятельных предприятий из состава холдинга;

- разработки плана развития компании. В процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы фирмы и уровень ее финансовой устойчивости;

- определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании. Дело в том, что стоимость активов по данным бухгалтерского баланса может существенно отличаться от их рыночной стоимости;

- страхования, в процессе которого возникает необходимость определения стоимости активов в преддверии потерь;

- налогообложения;

- принятия обоснованных управленческих решений. Периодическая

переоценка имущества предприятия независимыми оценщиками позволит повысить реалистичность финансовой отчетности;

осуществления инвестиционного проектирования. Для его обоснования следует знать стоимость предприятия в целом и отдельных активов.

Если же объектом сделки купли-продажи, кредитования, страхования, лизинга является какой-либо элемент имущества предприятия, а также если определяется налог на имущество и т. п., то отдельно оценивается необходимый объект, например, недвижимость, машины и оборудование, нематериальные активы.

Оценка стоимости отдельных элементов имущества предприятия проводится в следующих случаях:

продажи какой-либо части недвижимости, например, чтобы избавиться от неиспользуемых земельных участков, зданий, сооружений; расплатиться с кредиторами и т.д.;

получения кредита под залог недвижимости;

страхования недвижимого имущества и определения стоимости страхуемого имущества;

передачи недвижимости в аренду;

при разработке инвестиционного проекта;

определения налоговой базы при исчислении налога на имущество;

оформления недвижимости в качестве вклада в уставный капитал другого предприятия.

Оценка стоимости оборудования необходима:

при продаже машин и оборудования по следующим причинам: чтобы избавиться от физически или морально устаревшего оборудования; расплатиться с кредиторами при неплатежеспособности; заменить оборудование более прогрессивным;

оформлении залога под какую-либо часть движимого имущества компании для обеспечения;

страховании движимого имущества;

оценке стоимости машин и оборудования при реализации инвестиционных проектов;

организации лизинга машин и оборудования;

определении налоговой базы для основных средств при исчислении налога на имущество;

передаче оборудования в качестве вклада в уставный капитал других организаций.

Оценка стоимости товарного знака (бренда) компании и его продукции проводится:

при приобретении их другим предприятием;

предоставлении франчайзинга новым компаньонам, когда расширяется рынок сбыта продукции;

определении ущерба, нанесенного деловой репутации предприятия другими предприятиями;

использовании их в качестве вклада в уставный капитал;

определении стоимости нематериальных активов для общей оценки стоимости предприятия.

Следовательно, обоснованность и достоверность оценки стоимости имущественного комплекса в значительной степени зависит от того, насколько правильно определена область использования оценки: купля-продажа, получение кредита, страхование, налогообложение и т. д.

### **2.3. Виды стоимости предприятия**

В зависимости от обстоятельств и целей оценки стоимость компании может оцениваться по-разному. Поэтому для проведения оценки требуется точное определение стоимости.

Понятие стоимости предприятия имеет множество интерпретаций. В литературе, посвященной оценке стоимости бизнеса, используются следующие виды стоимости.

*Рыночная стоимость* – это наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, если стороны действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, и при условии, что на величине сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Рыночные условия характеризуются следующим образом:

одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;

стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;

объект оценки публично представлен на открытом рынке;

цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объ-

ект оценки, и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;

оплата за объект оценки выражена в денежной форме.

Этот вид стоимости применяется при решении вопросов, связанных с федеральными и местными налогами. Именно рыночную стоимость определяют для целей купли-продажи предприятия или его активов.

Рыночная стоимость является объективной, независимой от желания отдельных участников рынка недвижимости и отражает реальные экономические условия, складывающиеся на этом рынке.

Инвестиционная стоимость предполагает оценку стоимости предприятия для конкретного инвестора и определяется на основе индивидуальных требований к инвестициям. Эта стоимость связана с определенным проектом. Типичный инвестор, вкладывая в бизнес, стремится получить наряду с возвратом вложенного капитала еще и прибыль на вложенный капитал. Поэтому расчет инвестиционной стоимости производится исходя из ожидаемых данным инвестором доходов и конкретной ставки их капитализации. Инвестиционную стоимость часто рассчитывают при проведении реорганизационных мероприятий.

*Стоимость воспроизводства* – это затраты на воспроизводство точной копии предприятия или другого актива, даже если есть более экономичные аналоги. Точная копия означает, что объект воспроизводится с использованием таких же архитектурных решений, строительных конструкций и материалов, а также с тем же качеством строительно-монтажных работ, что и у объекта оценки. В данном случае воспроизводятся тот же моральный износ объекта и те же недостатки в архитектурных решениях, которые имелись у оцениваемого объекта. Не учитывается при этом только физический износ. Определение этой стоимости часто оказывается невозможным из-за изменения технологии, отсутствия аналогичных материалов и т. п.

*Стоимость замещения* – это затраты на создание предприятия, имеющего с оцениваемым эквивалентную полезность, но построенного в новом стиле, с использованием современных материалов. Этот вид стоимости широко используется в сфере страхования.

*Ликвидационная стоимость*, или стоимость при вынужденной продаже, – это денежная сумма, которая реально может быть получена от продажи собственности в сроки, слишком короткие для проведения адекватного маркетинга в соответствии с определением рыночной сто-

имости. Данный вид стоимости определяется, например, при ликвидации объекта в случае банкротства.

*Залоговая стоимость* – оценка предприятия по рыночной стоимости для целей ипотечного кредитования.

*Балансовая стоимость* – затраты на строительство или приобретение объекта собственности, бывает первоначальной и восстановительной. Первоначальная стоимость отражается в бухгалтерских документах на момент ввода в эксплуатацию. Восстановительная стоимость – это стоимость воспроизводства ранее созданных основных средств в современных условиях. Она определяется в процессе переоценки основных фондов.

В основе оценки бизнеса лежит предположение, что его настоящая стоимость равна стоимости будущих выгод, которые собственник может получить в результате владения данной собственностью.

Очевидно, что покупатель согласится инвестировать в предприятие только в том случае, если текущая стоимость ожидаемых доходов от собственности будет по меньшей мере равна цене приобретения. Точно так же рационально мыслящий продавец в нормальных условиях не будет продавать свою собственность, если текущая стоимость тех же ожидаемых доходов больше, чем продажная цена. Таким образом, продажа в принципе может произойти только по цене, равной приведенной стоимости доходов, которые обеспечивают владение этой собственностью.

Оценка бизнеса всегда связана с неопределенностью. Невозможно точно предсказать размер доходов, которые получают собственники компании. Информированные инвесторы могут иметь различные представления о размерах этих доходов. Точно так же инвесторы могут претендовать на разные нормы окупаемости вложений в зависимости от собственной оценки рисков, связанных с обладанием данной компанией. Соответственно стоимость компании для конкретного участника сделки зависит от того, как он оценивает выгоды и риски, связанные с данным предприятием.

## **2.4. Субъекты и объекты оценочной деятельности**

Оценочная деятельность предполагает наличие оцениваемых объектов и субъектов оценки.

Субъектами оценочной деятельности являются те, кто заказывает оценку, проводит ее, регулирует и контролирует, а также является потребителем оценочных услуг. К субъектам оценочной деятельности можно отнести:

органы исполнительной власти Российской Федерации, субъектов Федерации, муниципальных образований;

оценщиков как индивидуальных предпринимателей, так и юридических лиц;

профессиональные объединения оценщиков;

заказчиков оценщиков, т.е. юридических и физических лиц, по инициативе которых на основании договора проводится оценка того или иного объекта;

потребителей оценочных услуг, к которым относятся юридические или физические лица, органы исполнительной власти, использующие информацию, содержащуюся в отчете об оценке.

Органы власти участвуют в определении требований и условий для проведения оценки посредством разработки, принятия нормативных актов и их реализации исполнительными органами власти, а также в регулировании и контроле за деятельностью оценщиков.

В целях более точного отражения существующих реалий экономической жизни в нормативных правовых актах органов власти предполагается целесообразным активное участие в процессе нормотворчества самих оценщиков.

Потребителями результатов оценки необязательно являются заказчики. Таким потребителем может быть любой участник оценочной деятельности, в том числе и органы власти (выступающие в роли собственника государственного или муниципального имущества, например при приватизации последнего). Интересы заказчика оценки и потребителя результатов оценки могут в таком случае не совпадать. Так, если независимым оценщиком проводится оценка объекта для определения стоимости для целей налогообложения, то здесь потребителем услуг независимого оценщика будут налоговые органы, использующие информацию, содержащуюся в отчете об оценке объекта, для контроля правильности исчисления налогооблагаемой базы. В этом случае заказчиком будет выступать налогоплательщик, и интересы этих двух сторон будут противоположны. Ответственность за точность полученных в процессе оценки результатов полностью лежит на оценщике.

В случае, когда основанием для проведения оценки является договор об оценке, на отношения сторон в полной мере распространяются требования гражданского законодательства, в частности Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (1998 г.).

К объектам оценочной деятельности относятся:

отдельные материальные объекты (вещи);

совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида;

право собственности и иные вещные права на имущество;

права, требования, обязательства (долги);

работа, услуги, информация;

иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством России установлена возможность их участия в гражданском обороте.

## **2.5. Специфика бизнеса как объекта оценки**

При оценке бизнеса объектом выступает деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляемая на основе функционирования имущественного комплекса предприятия. Предприятие является объектом гражданских прав, участвует в хозяйственных операциях. В результате возникает потребность в оценке его стоимости.

К имущественному комплексу предприятия относятся все виды имущества, предназначенного для осуществления хозяйственной деятельности, в том числе недвижимость (земельные участки, здания, сооружения), машины, оборудование, транспортные средства, инвентарь, сырье, продукция, а также имущественные обязательства, ценные бумаги, нематериальные активы. Поэтому при оценке бизнеса оценщик оценивает предприятие в целом, определяя стоимость как его собственного капитала, так и отдельных частей имущественного комплекса (активов и обязательств). В структуру предприятия могут входить цеха, участки, обслуживающие хозяйства, средства связи и коммуникации, которые могут располагаться на разных площадях и даже в разных регионах. Объектом оценки могут быть объединения, холдинги, финансово-промышленные группы. В этом случае в рамках одного бизнеса объединяется несколько дочерних компаний, отделе-



ний, филиалов. Для правильной оценки нужно проследить формирование денежных потоков и направление их движения.

Осуществляя оценку бизнеса, следует определить стоимость имущественного комплекса (его материально-вещественную составляющую) и эффективность создания и прироста стоимости в рамках оцениваемого объекта (финансы предприятия, менеджмент и т.д.).

При оценке бизнеса оценщик определяет стоимость собственного капитала как фактора производства с учетом его организационно-правовой формы, отраслевых особенностей и нематериальных активов.

Полезность бизнеса проявляется в его использовании. Прежде всего, он должен соответствовать потребности в получении доходов. Следовательно, если бизнес не приносит дохода собственнику, то теряет для него свою полезность и подлежит продаже. Если кто-то другой видит новые способы использования бизнеса, иные возможности получения дохода, то возникает спрос на бизнес, и последний становится товаром.

В то же время получение дохода сопровождается определенными затратами.

Бизнес (предприятие) обладает всеми признаками товара и может быть объектом купли-продажи. Однако он – товар особого рода, особенности которого обуславливают принципы, подходы и методы его оценки.

Бизнес как товар обладает рядом особенностей.

Во-первых, это товар, вложения в который осуществляются с целью отдачи в будущем. Затраты и получение доходов разъединены во времени. Причем размер ожидаемой прибыли не известен, имеет вероятностный характер, поэтому инвестору приходится учитывать риск возможной неудачи. Если будущие доходы с учетом времени их получения оказываются меньше издержек на приобретение товара, он теряет свою инвестиционную привлекательность.

Во-вторых, бизнес является системой, но продаваться может как система в целом, так и отдельные ее элементы. Оценщик определяет стоимость бизнеса как стоимость отдельных его составляющих.

В-третьих, функционирование бизнеса зависит от неконтролируемых условий внешней среды.

В-четвертых, учитывая особое значение устойчивости бизнеса для сохранения стабильности в обществе, необходимо участие государства в регулировании оценки бизнеса и его купли-продажи.

## **2.6. Факторы, влияющие на оценку стоимости предприятия**

Определяя величину стоимости оцениваемого бизнеса, оценщик должен как можно полнее учесть влияние различных факторов. К таким факторам относятся: доход, генерируемый оцениваемым объектом; риски, сопровождающие получение этого дохода; среднерыночный уровень доходности; цены на аналогичные объекты; характерные черты оцениваемого объекта, включая состав и структуру активов и обязательств; конъюнктура рынка; ситуация в отрасли и экономике в целом.

Важным фактором, влияющим на стоимость оцениваемого предприятия, является фактор спроса, который зависит от предпочтения потребителей.

Другим важным фактором, определяющим рыночную цену, является ликвидность собственности. Активы, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери стоимости, являются более предпочтительными.

Стоимость акций ликвидных предприятий (а значит, и стоимость самих предприятий), как правило, выше, чем акций неликвидных. В связи с этим акции открытых акционерных обществ обычно стоят выше акций закрытых.

Стоимость предприятия в значительной степени зависит от квалификации управленческого персонала. Наличие научной базы, величина и качество активов, в том числе изношенность машин и оборудования, также влияют на стоимость предприятий, что следует учесть при его оценке.

Рыночная стоимость предприятия также зависит от того, каковы перспективы его развития: будет ли оно эффективно функционировать или будет неконкурентоспособным и вследствие этого испытывать определенные финансовые затруднения. При определении рыночной стоимости предприятия учитывается только та часть его активов, которая может приносить доходы в будущем.

Важным фактором, влияющим на рыночную стоимость бизнеса, является время. Одно дело, если собственник приобретает активы и быстро начинает получать прибыль от их использования, и другое дело, если инвестирование и возврат капитала отделены значительным промежутком времени. Рыночная стоимость бизнеса изменяется во времени, поэтому она может быть рассчитана только на конкретную дату. Следовательно, необходимы постоянные оценка и переоценка объектов собственности.

Существенным фактором оценки в условиях рынка выступает риск. Под риском понимается неопределенность, связанная с конъюнктурой рынка и макроэкономическими процессами. Другими словами, риск – это вероятность того, что доходы, которые будут получены от инвестиций в оцениваемый бизнес, окажутся больше или меньше прогнозируемых. Существуют различные виды риска, и ни одно из вложений в условиях рыночной экономики не является абсолютно безрисковым.

## **2.7. Общая характеристика подходов и методов, используемых для оценки стоимости бизнеса**

Существуют три подхода определения стоимости бизнеса (предприятия): доходный, сравнительный и затратный.

Некоторые виды предприятий оцениваются на основе их коммерческого потенциала. Объемы продаж товаров являются источниками дохода, который после сравнения с расходами позволяет определить будущую прибыль данного предприятия. Такой подход к оценке называется доходным. *Доходный подход* – это исчисление текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате использования собственности и возможной дальнейшей ее продажи. Данный подход основан на капитализации или дисконтировании прибыли. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях.

Доходный подход является наиболее распространенным при оценке бизнеса. Однако в некоторых случаях сравнительный и затратный подходы могут быть более точными.

В том случае, когда существует активный рынок объектов бизнеса, подобных оцениваемому, можно использовать для определения рыноч-

ной стоимости сравнительный, или рыночный, подход, базирующийся на выборе сопоставимых объектов, уже проданных на данном рынке.

Точность оценки зависит от качества собранных данных, так как, применяя данный подход, оценщик должен собрать достоверную информацию о недавних продажах сопоставимых объектов. Эти данные включают: экономические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и условия финансирования. Эффективность такого подхода снижается, если сделок было мало или момент их совершения и момент оценки разделяет продолжительный период времени. Для сравнения выбираются конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты. Обычно между ними существуют различия, поэтому необходимо провести соответствующую корректировку данных.

Если предприятие не продается и не покупается и не существует развитого рынка данного бизнеса, когда соображения извлечения дохода не являются основой для инвестиций (больницы, правительственные здания), оценка может производиться на основе определения стоимости строительства с учетом амортизации и добавления стоимости возмещения износа, т. е. с использованием затратного подхода.

Затратный подход наиболее применим для оценки предприятий, имеющих разнородные активы, а также, когда бизнес не приносит устойчивый доход. Затратный подход сложно применять при оценке уникальных объектов, обладающих исторической ценностью.

В практике операций с оценкой предприятий встречаются самые различные ситуации. При этом если на рынке обращаются десятки или сотни однородных объектов, целесообразно применение сравнительного метода. Для оценки сложных объектов предпочтительнее затратный метод.

На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков являются несовершенными, потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производители могут быть неэффективны. По этим причинам данные подходы могут давать различные показатели стоимости. Во многих случаях каждый из трех подходов может быть использован для проверки оценки стоимости, полученной при других подходах.

Каждый из трех названных подходов предполагает использование при оценке присущих ему методов.

Так, доходный подход предусматривает использование метода капитализации и метода дисконтированных денежных потоков.

Метод дисконтирования денежных потоков основан на прогнозировании этих потоков от данного бизнеса, которые затем дисконтируются по ставке дисконта, соответствующей требуемой инвестором ставке дохода.

При *сравнительном подходе* используются: метод рынка капитала, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов. Метод рынка капитала основан на использовании рыночных цен акций аналогичных компаний. При методе сделок анализируются цены приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний. Метод отраслевых коэффициентов позволяет рассчитывать ориентировочную стоимость бизнеса по формулам, выведенным на базе отраслевой статистики.

*Затратный подход* использует метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости. Рыночная стоимость бизнеса определяется методом чистых активов как разность между суммами рыночных стоимостей всех активов предприятия и величинами его обязательств.

Методы дисконтированных денежных потоков, рынка капитала и отраслевых коэффициентов ориентированы на оценку предприятия как действующего и которое будет и дальше функционировать. Методы чистых активов и сделок, напротив, применимы для случая, когда инвестор намеревается закрыть предприятие либо существенно сократить объем его выпуска. Метод капитализации разумен для применения к тем предприятиям, которые успели накопить активы в результате капитализации их в предыдущие периоды; иными словами, этот метод наиболее адекватен оценке «зрелых» по своему возрасту предприятий.

Метод дисконтированных денежных потоков более применим для оценки молодых предприятий, не успевших заработать достаточно прибыли для капитализации в дополнительные активы, но которые тем не менее имеют перспективный продукт и обладают явными конкурентными преимуществами по сравнению с существующими и потенциальными конкурентами. Методы рынка капитала, сделок и отраслевых коэффициентов пригодны при условии строгого выбора компании-аналога, которая должна относиться к тому же типу, что и оцениваемое предприятие.

Итоговая величина стоимости бизнеса может быть определена с ис-

пользованием весовых коэффициентов важности оценок по различным методам. Окончательная оценка стоимости предприятия (бизнеса) в этом случае может быть определена по формуле

$$\text{ОЦ} = \sum_{k=1}^n \text{ОЦ}_k \text{ВК}_k,$$

где  $\text{ОЦ}_k$  – оценка стоимости предприятия (бизнеса)  $k$ -м методом (все применимые методы оценки произвольно нумеруются);

$k = 1, \dots, n$  – множество применяемых в данном случае методов оценки;

$\text{ВК}_k$  – весовой коэффициент метода номер  $k$ .

Необходимость оценки российских компаний в настоящее время связана с перераспределением собственности, приватизированной в начале 90-х гг. Проблема состоит в том, что прямое применение классических методов оценки стоимости бизнеса к российским предприятиям затруднено в силу объективных причин. К ним относятся:

неразвитость российского рынка ценных бумаг, вследствие чего нет информации по рыночной котировке ценных бумаг оцениваемого предприятия;

информационная закрытость российского рынка. Во многих случаях невозможно получить публичную финансовую отчетность даже открытых акционерных обществ, что затрудняет сбор информации по компаниям-аналогам;

измеряемая сотнями наименований номенклатура продукции, выпускаемой российскими промышленными предприятиями. Это также затрудняет нахождение аналогов оцениваемого предприятия не только в нашей стране, но и за рубежом;

многие оцениваемые компании показывают прибыль, близкую к нулю, что является следствием уклонения от уплаты налога на прибыль и неэффективного менеджмента. Таким образом, использование метода дисконтированного денежного потока также проблематично;

наличие слоя акционеров, которые получили акции бесплатно в процессе приватизации.

Отличительной чертой экономики РФ в настоящее время является ее нестабильность. Риски, с которыми сталкиваются предприниматели в России, намного превышают средние величины, характерные для стран с развитыми рыночными отношениями. Положение усугубляется

относительно высокими темпами инфляции. Инфляционные процессы занижают стоимость имущества предприятия; доминируют краткосрочные интересы предприятия, накопление денег для капитальных вложений становится затруднительным.

Отечественный рынок перенасыщен собственностью, находящейся в предбанкротном состоянии, с одной стороны, и испытывает недостаток инвестиционных ресурсов – с другой. Для российской экономики характерно превышение предложения всех активов, в том числе недвижимости, над платежеспособным спросом. Этот дисбаланс в сторону предложения непосредственно влияет на ожидаемую стоимость предлагаемого в продажу имущества.

Применение сравнительного или рыночного подхода к оценке предприятия в нашей стране ограничено невозможностью получить объективную информацию для сравнения.

Применение метода дисконтированных денежных потоков затруднено непредсказуемостью темпов инфляции в российской экономике. Спрогнозировать поток чистого дохода от деятельности предприятия на несколько лет вперед в условиях нестабильной экономики весьма сложно.

### **Контрольные вопросы**

1. В чем заключаются основные черты оценочной деятельности?
2. Что представляет собой рыночная стоимость предприятия?
3. В каких целях осуществляется оценка бизнеса?
4. Какие виды стоимости и в каком случае определяет оценщик?
5. Назовите субъекты и объекты оценочной деятельности?
6. В чем заключается специфика бизнеса как объекта оценки?
7. Какими свойствами обладает собственность, приносящая доход?
8. Перечислите факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса?
9. Охарактеризуйте основные подходы и методы, которые могут быть использованы для оценки стоимости бизнеса?

## **Глава 3. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА**

### **3.1. Метод дисконтирования денежных потоков**

Сущность доходного подхода заключается в том, чтобы определить стоимость предприятия на основе тех доходов, которые оно способно в будущем принести своему владельцу.

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. Поэтому при использовании данного метода стоимость бизнеса определяется как текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса.

Наиболее точный анализ будущих доходов и оценка бизнеса имеют место, когда будущие доходы выражаются в показателях денежных потоков. Данный метод может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Однако наиболее обоснованно применение данного метода для оценки предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности и находящихся на стадии стабильного экономического развития. Следует соблюдать разумную осторожность в применении этого метода для оценки новых предприятий. Отсутствие ретроспективы прибылей затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков бизнеса.

В соответствии с этим методом при определении стоимости предприятия оценщик должен решить две задачи: проанализировать и спрогнозировать будущие потоки денежных доходов с точки зрения их структуры, величины, времени и частоты поступлений и определить ставки, по которым их необходимо дисконтировать.



Метод дисконтированных денежных потоков используется в следующих случаях:

ожидается, что будущие уровни денежных потоков будут существенно отличаться от текущих;

можно обоснованно оценить будущие денежные потоки с недвижимости;

объект строится или только что построен;

предприятие представляет собой крупный многофункциональный коммерческий объект;

потоки доходов и расходов носят сезонный характер.

Как правило, данный метод дает хорошие результаты для больших коммерческих объектов.

С теоретической точки зрения метод дисконтирования денежных доходов самый лучший, однако он весьма трудоемок. Есть оценки, которые в принципе невозможно осуществлять без использования этого метода, – это разработка и оценка инвестиционных проектов.

При использовании данного подхода можно выделить следующие этапы:

1. Выбор модели денежного потока.
2. Определение длительности прогнозного периода.
3. Ретроспективный анализ и прогноз выручки от реализации.
4. Анализ и прогноз расходов.
5. Анализ и прогноз инвестиций.
6. Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода.
7. Определение ставки дисконтирования.
8. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.
9. Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.

При использовании данного метода мы можем применять одну из двух моделей денежного потока: денежный поток для собственного капитала или денежный поток для всего инвестированного капитала. В таблице показано, как рассчитывается денежный поток для собственного капитала.

## Расчет денежного потока для собственного капитала

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

В модели денежного потока для всего инвестированного капитала мы не различаем собственный и заемный капиталы предприятия и считаем совокупный денежный поток. Исходя из этого, прибавляем к денежному потоку выплаты процентов по задолженности, которые ранее были вычтены при расчете чистой прибыли. Поскольку проценты по задолженности вычитались из прибыли до уплаты налогов, возвращая их назад, следует уменьшить их сумму на величину налога на прибыль. Итогом расчета по этой модели является рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия. Данная модель особенно пригодна для оценки многопрофильного бизнеса.

В обеих моделях денежный поток может быть рассчитан как в текущих ценах, так и с учетом фактора инфляции.

**Определение длительности прогнозного периода.** Задачей оценщика является выработка прогноза денежного потока на будущий временной период, начиная с текущего года. В качестве прогнозного берется период, продолжающийся до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются.

Чем длиннее прогнозный период, тем больше число наблюдений и более обоснованной с математической точки зрения выглядит итоговая величина текущей стоимости предприятия. С другой стороны, чем длиннее прогнозный период, тем сложнее прогнозировать конкретные величины выручки, расходов, темпов инфляции, потоков денежных средств. В странах с развитой рыночной экономикой прогнозный период составляет 5 – 10 лет. В странах с переходной экономикой (к которым относится и Россия) допустимо сокращение прогнозного периода до 3 лет.

**Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки** от реализации. Прогноз валовой выручки должен быть логически совместим с ретроспективными показателями деятельности предприятия и отрасли в целом.

Для анализа валовой выручки и ее прогноза требуется детальное исследование целого ряда факторов, среди которых: номенклатура выпускаемой продукции; объемы производства и цены на продукцию; ретроспективные темпы роста предприятия; спрос на продукцию; темпы инфляции; имеющиеся производственные мощности; перспективы капитальных вложений; общая ситуация в экономике; ситуация в конкретной отрасли с учетом существующего уровня конкуренции; доля оцениваемого предприятия на рынке; планы менеджмента данной фирмы.

Необходимо точно оценить размер рыночного сегмента, в котором собирается работать предприятие. Задача оценщика заключается в определении тенденции изменения доли реального рынка, удерживаемой оцениваемым предприятием с учетом спроса и потребностей конечных потребителей.

**Анализ и прогноз расходов.** На данном этапе оценщик должен решить следующие задачи:

- изучить структуру расходов;
- оценить инфляционные ожидания для каждой категории издержек;
- определить амортизационные отчисления исходя из существующего состояния активов и из будущего их прироста и выбытия;
- рассчитать затраты на выплату процентов на основе прогнозируемых уровней задолженности;
- сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими показателями для предприятий-конкурентов и со среднеотраслевыми показателями.

Основным элементом эффективного управления издержками является экономное расходование средств. Если это достигается без ущерба для качества, продукция предприятия остается конкурентоспособной. Для правильной оценки этого обстоятельства необходимо прежде всего четко выявлять и контролировать причины возникновения отдельных категорий затрат.

**Анализ и прогноз инвестиций.** Этот этап включает следующие действия:

анализ капитальных вложений с целью замены основного капитала по мере его износа и расширения производственных мощностей;  
определение излишка или недостатка собственных оборотных средств предприятия;  
анализ получения и погашения кредитов.

**Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода.** Рекомендуется рассчитывать денежный поток по нескольким вариантам развития, например, пессимистическому, наиболее вероятному и оптимистическому. При проведении расчетов следует учитывать такие факторы, как предполагаемый объем производства и реализации продукции, уровень цен на покупаемые сырье и материалы и на реализуемую продукцию, конкурентоспособность анализируемого предприятия.

**Определение ставки дисконтирования.** Ставкой дисконтирования называется процентная ставка, которая используется для пересчета потока будущих доходов в сегодняшнюю стоимость. В роли ставки дисконтирования обычно выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования.

Ставку дисконтирования следует рассчитывать с учетом следующих факторов:

наличия у предприятий различных источников привлекаемого капитала;

необходимости учета стоимости денег во времени;

вероятностного характера получения будущих доходов.

При расчете денежного потока для собственного капитала могут использоваться два способа определения ставки дисконтирования:

модель оценки капитальных активов (в английской аббревиатуре – CAPM, т.е. Capital Asset Pricing Model);

метод кумулятивного построения.

Согласно модели оценки капитальных активов ставка дисконтирования рассчитывается по формуле

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

где  $R$  – требуемая ставка дохода;

$R_f$  – номинальная безрисковая ставка дохода;  
 $\beta$  – коэффициент бета;  
 $R_m$  – среднерыночная доходность на рынке ценных бумаг;  
 $S_1$  – премия для малых предприятий;  
 $S_2$  – премия за риск, характерный для отдельной компании;  
 $C$  – страновой риск.

Номинальная безрисковая ставка в мировой практике берется на уровне средней ожидаемой доходности государственных облигаций. Считается, что государство является самым надежным гарантом по своим обязательствам. В условиях современной России в качестве безрисковой ставки может быть принята ставка по депозитам в Сбербанке РФ или других наиболее надежных банках. Можно также основываться на безрисковой ставке для западных компаний, но в этом случае обязательно прибавление странового риска с целью учета реальных условий инвестирования, существующих в России. Безрисковая ставка используется как точка отсчета, к которой привязывается оценка различных видов риска, характеризующих вложения в данное предприятие.

Коэффициент  $\beta$  указывает меру относительного систематического риска инвестирования в оцениваемый бизнес по сравнению с риском капиталовложений в среднерискованный бизнес. На фондовом рынке выделяются два вида риска: специфический для конкретной компании, который еще называют «несистематический риск» (этот риск присущ конкретной фирме), и общерыночный, характерный для всех компаний, акции которых находятся в обращении, называемый «систематический риск». Систематический риск определяется макроэкономическими факторами. Этот риск присущ рынку в целом. При помощи коэффициента  $\beta$  определяется величина систематического риска. Рассчитывается  $\beta$  как размах колебаний доходности акций конкретной компании по сравнению с размахом колебаний среднерыночной доходности фондового рынка в целом.

В мировой практике коэффициенты  $\beta$  обычно рассчитываются путем анализа статистической информации фондового рынка. Данные о коэффициентах  $\beta$  публикуются в некоторых периодических изданиях, анализирующих фондовые рынки. В России первой стала публиковать данные о коэффициенте  $\beta$  известная консалтинговая фирма *AK&M*.

Коэффициент  $\beta$  для рынка ценных бумаг в целом равен 1. Для

отдельных компаний он колеблется около 1, причем большинство  $\beta$ -коэффициентов находится в интервале от 0,5 до 2. Если  $\beta < 1$ , акции данной компании менее рискованны, чем в среднем на рынке, а если  $\beta > 1$ , более рискованны.

Дополнительная премия за риск вложения в малое предприятие  $S_1$  объясняется недостаточной кредитоспособностью и финансовой неустойчивостью предприятий с небольшим размером уставного капитала. Данная премия компенсирует дополнительную нестабильность доходов с малого бизнеса, который при прочих равных условиях более рискован в силу недостаточной для хорошего доступа к кредитам имущественной базы, а также небольшого числа клиентов и поставщиков. Величина этой премии может составлять до 75 % от номинальной безрисковой ставки.

То же самое касается и величины премии за риск, характерный для отдельной компании  $S_2$ . Например, может устанавливаться дополнительная премия за риск инвестирования в закрытую компанию.

Страновой риск также оказывает существенное влияние на стабильность дохода. Данный риск связан с ненадежностью прав собственности, нестабильностью законодательства, несоответствующими экономическими условиями. Премия за страновой риск вводится в расчет только при оценке ставки дисконтирования применительно к иностранным инвесторам. Это связано с тем, что для отечественных инвесторов уровень странового риска неявным образом отражен в повышенном уровне рыночной премии за риск и в увеличенном уровне номинальной безрисковой ставки дохода.

Страновой риск усматривается в следующих случаях:

конфискации имущества (утери прав собственности при выкупе их по цене ниже рыночной);

непредвидимого изменения законодательства, приводящего к уменьшению ожидаемых доходов;

смены персонала в органах государственного и местного управления, иначе трактующего законодательство.

Метод кумулятивного построения ставки дисконтирования отличается от модели оценки капитальных активов тем, что в структуре этой ставки к номинальной безрисковой ставке ссудного процента прибавляется совокупная премия за инвестиционные риски, относящиеся именно к данному проекту.

Обычно в числе факторов риска инвестирования, выделяемых в рамках данного метода кумулятивного построения ставки дисконтирования, выделяют следующие риски:

- узости набора источников финансирования;
- недостаточной диверсифицированности рынков сбыта предприятия;
- недостаточной диверсифицированности продукции компании;
- контрактов, заключаемых предприятием для реализации своих продуктов, включая риски недобросовестности, неплатежеспособности, а также юридической недееспособности контрагентов по контрактам;
- недостаточной финансовой неустойчивости фирмы (риски недостаточного обеспечения оборачиваемости собственными оборотными средствами, недостаточного покрытия краткосрочной задолженности ликвидными активами и т. п.).

Формула метода кумулятивного построения ставки дисконтирования такова:

$$R = R_f + \sum_{i=1}^m M_i$$

где  $R_f$  – базовая ставка (безрисковая или менее рискованная ставка);  
 $M_i$  – премия за отдельный риск по фактору с номером  $i$ .

Метод кумулятивного построения ставки дисконтирования используется в первую очередь тогда, когда вариабельность доходов вызывается прежде всего несистематическими рисками оцениваемого бизнеса. Признаком этого являются значительные колебания доходов данного бизнеса и низкое значение показателя  $\beta$ .

Для денежного потока всего инвестированного капитала применяется ставка дисконтирования, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала. Такая ставка дисконтирования называется средневзвешенной стоимостью капитала (Weighted Average Cost of Capital – WACC).

Средневзвешенная стоимость капитала

$$WACC = k_d(1 - t_c)w_d + k_p w_p + k_s w_s,$$

где  $k_d$  – стоимость привлечения заемного капитала;  
 $t_c$  – ставка налога на прибыль предприятия;  
 $w_d$  – доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;  
 $k_p$  – стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);  
 $w_p$  – доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;  
 $k_s$  – стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции);  
 $w_s$  – доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

В структуру капитала следует включать только долгосрочные обязательства. Однако многие предприятия используют краткосрочный долг в качестве долгосрочного. В таких случаях дополнительный анализ должен определить, классифицировать ли такой долг как долгосрочный и включать ли его в структуру капитала для оценки.

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

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период выбирают определенный метод либо модель расчета ставки дисконтирования:

метод расчета по ликвидационной стоимости. Он применяется в том случае, если в постпрогнозный период ожидается банкротство компании с последующей продажей имеющихся активов. Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль, а тем более находящегося в стадии роста, этот подход неприменим;

метод расчета по стоимости чистых активов. Техника расчетов аналогична расчетам ликвидационной стоимости, но не учитывает затрат на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов компании. Данный метод может быть использован для стабильного бизнеса, основной характеристикой которого являются значительные материальные активы;



метод предполагаемой продажи. Этот метод состоит в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний;

модель Гордона. В этом случае годовой доход послепрогнозного периода капитализируется в показатели стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста. При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконтирования. Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны.

В соответствии с моделью Гордона расчет конечной стоимости производится по формуле

$$V_p = CF_{(t+1)} / (R - G),$$

где  $V_p$  – стоимость в постпрогнозный период;

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

$R$  – ставка дисконтирования;

$G$  – долгосрочные темпы роста денежного потока.

Конечная стоимость  $V_p$  по формуле Гордона определяется на момент окончания прогнозного периода.

**Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.** Необходимо суммировать текущие стоимости периодических денежных потоков, которые приносит объект оценки в прогнозный период, и текущую стоимость в постпрогнозный период, ожидаемую в будущем.

Предварительная величина стоимости бизнеса включает две составляющие:

текущую стоимость денежных потоков в течение прогнозного периода;

текущее значение стоимости в постпрогнозный период.

Для получения окончательной величины рыночной стоимости предприятия необходимо внести коррекцию на величину стоимости нефункционирующих активов и на величину собственного оборотного капитала.

У любого предприятия могут быть активы, не занятые непосредственно в производстве. Их стоимость не учитывается в денежном потоке, но это не значит, что они не имеют стоимости. В настоящее время у многих российских предприятий есть такие нефункционирующие активы (в основном недвижимость, машины и оборудование), поскольку вследствие затяжного спада производства уровень утилизации производственных мощностей крайне низок. Поэтому необходимо определить рыночную стоимость таких активов и суммировать ее со стоимостью, полученной при дисконтировании денежного потока.

В модель дисконтированного денежного потока включается требуемая величина собственного оборотного капитала, соответствующая прогнозируемому уровню реализации (обычно она определяется по отраслевым нормам). Фактическая величина собственного оборотного капитала, которой располагает предприятие, может не совпадать с требуемой. Соответственно требуется коррекция: избыток собственного оборотного капитала должен быть прибавлен, а дефицит – вычтен из величины предварительной стоимости.

### 3.2. Метод капитализации доходов

Сущность данного метода заключается в расчете текущей стоимости будущих доходов, полученных от использования объекта с помощью коэффициента капитализации:

$$V = P_r / I,$$

где  $V$  – оценочная стоимость бизнеса;

$P_r$  – ожидаемые от бизнеса доходы;

$I$  – коэффициент (ставка) капитализации.

Метод капитализации дохода в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины дохода (или темпы его роста будут постоянными). Например, приведенная выше формула может быть приемлема для определения стоимости акций с гарантированными постоянными дивидендами неопределенно длительное время. Кроме этого данный метод иногда используется для

предварительной и приблизительной оценки стоимости долгосрочного бизнеса.

Метод капитализации дохода часто используется для оценки рыночной стоимости недвижимости. В оценке бизнеса данный метод применяется реже из-за существенных колебаний прибылей и денежных потоков по годам, характерных для большинства оцениваемых предприятий.

Метод прямой капитализации применяется в тех случаях, когда имеется достаточное количество данных для оценки дохода, доход с недвижимости является стабильным или ожидается, что текущие денежные доходы приблизительно будут равны будущим. Это касается, например, объектов с четко определенной арендной платой на многие годы вперед.

Главное преимущество метода прямой капитализации заключается в простоте расчетов. Однако данный метод не следует применять, когда отсутствует информация о рыночных сделках; если объект еще не построен, а значит, не вышел на режим стабильных доходов; или когда объект требует серьезной реконструкции.

Метод имеет еще один серьезный недостаток. Дело в том, что в формуле расчета текущей стоимости присутствует ежегодный доход. В качестве этого дохода при оценке недвижимости берется так называемый чистый операционный доход. Это такой доход, который получается из потенциального валового дохода после вычитания из него всех возможных потерь и операционных расходов, включая резерв на замещение. Эта информация очень часто относится к разряду коммерческих тайн, и доступ к ней крайне ограничен. В силу этого задача сбора информации о рыночных сделках и, следовательно, расчет коэффициента капитализации является довольно сложной проблемой.

Существует ряд разновидностей метода в зависимости от принятой базы дохода. Например, можно выделить капитализацию:

- чистой прибыли (после уплаты налогов);
- прибыли до уплаты налогов;
- фактически выплаченных дивидендов и т.д.

Применение метода капитализации доходов предусматривает следующие этапы:

1. Анализ финансовой отчетности;

2. Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована;
3. Расчет ставки капитализации;
4. Определение предварительной величины стоимости;
5. Корректировка стоимости с учетом нефункционирующих активов.

При анализе финансовых отчетов предприятия оценщик должен в обязательном порядке провести их нормализацию, т.е. сделать поправки на различные чрезвычайные и единовременные статьи как баланса, так и отчета о финансовых результатах и их использовании, которые не были регулярными в прошлой деятельности предприятия и вряд ли будут повторяться в будущем.

Примерами чрезвычайных и единовременных статей могут быть следующие:

- последствия аномальных колебаний цен;
- последствия забастовок или длительных перерывов в работе;
- доходы или убытки от продажи активов, которые компания не может постоянно продавать;
- доходы или убытки от продажи части предприятия.

Кроме того, оценщик может провести трансформацию бухгалтерской отчетности, под которой понимается перевод ее на общепринятые стандарты бухгалтерского учета. Данная операция при оценке не обязательна, но желательна.

Дебиторская задолженность корректируется на потенциально безнадежные долги путем сравнения процента потерь по безнадежным долгам в стоимости продаж в кредит с долей сегодняшних продаж в кредит.

При анализе износа и амортизации оценщик должен определить, применяется ли равномерный метод начисления износа или ускоренная амортизация.

При анализе финансовой отчетности оценщику следует исходить из предпосылки о добросовестном отношении оцениваемого предприятия к обязательствам. В связи с этим кредиторская задолженность обычно не корректируется.

**Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована.** Данный этап подразумевает выбор периода текущей производственной деятельности, результаты которого будут капитализированы. Оценщик может выбирать между несколькими вариантами:

- прибыль последнего отчетного года;

прибыль первого прогнозного года;

средняя величина дохода за несколько последних лет (3 – 5 лет).

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

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

Ставка капитализации для предприятия обычно выводится из ставки дисконтирования путем вычета ожидаемых среднегодовых темпов роста дохода или денежного потока (в зависимости от того, какая величина капитализируется). В связи с этим ставка капитализации, как правило, ниже, чем ставка дисконтирования.

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

Для определения ставки (коэффициента) капитализации необходимо первоначально рассчитать ставку дисконтирования. Ставка капитализации в общем виде определяется по формуле

$$I = R - G,$$

где  $R$  – ставка дисконтирования;

$G$  – долгосрочные темпы роста дохода или денежного потока.

Для проведения поправок на нефункционирующие активы требуется оценка их рыночной стоимости в соответствии с применяемыми методами для конкретного вида активов (недвижимость, машины и оборудование и т.д.).

При известной цене продажи объекта недвижимости и величине арендной ставки коэффициент капитализации может быть определен по формуле

$$I = A / L,$$

где  $A$  – ставка аренды за 1 кв. м в год;

$L$  – цена за 1 кв. м.

## **Контрольные вопросы**

1. В чем заключается сущность доходного подхода к оценке бизнеса?
2. Для каких предприятий наиболее обосновано применение доходного подхода?
3. Какие этапы можно выделить при использовании доходного подхода?
4. Какие модели денежного потока могут применяться в данном подходе?
5. Как рассчитывается денежный поток для собственного капитала?
6. Каким образом определяется длительность прогнозного периода?
7. Назовите способы определения ставки дисконтирования.
8. В чем заключается сущность систематического риска и какими факторами он определяется?
9. Что такое страновой риск и какое влияние он оказывает на доходы предприятия?
10. В каких случаях применяется кумулятивное построение ставки дисконтирования?
11. Как определяется ставка дисконтирования в постпрогнозный период?
12. В чем заключается сущность метода капитализации дохода?
13. Для каких ситуаций подходит метод капитализации дохода?
14. Как определяется ставка капитализации?

## **Задачи**

**Задача 1.** Стоимость дома оценена в 4 млн руб. Известно, что на момент оценки ставка Сбербанка по вкладам в рублях составляет 12 % годовых. По мнению оценщика, типичный инвестор потребует как минимум 6 % годовых за риск капиталовложений в недвижимость. Экспертный анализ свидетельствует о том, что типичные ставки за компенсацию инвестиционного менеджмента и низкую ликвидность составляют по 2 %. Инвестор желает вернуть вложенный капитал в

течение 20 лет, следовательно, ежегодный возврат по прямолинейному методу составит 5 %. Требуется определить ставку дисконтирования.

**Задача 2.** Предположим, что: 1) требуется общая ставка дохода в течение длительного времени 20 % за инвестиции в определенный бизнес; 2) оцениваемый бизнес принес прибыль 1,2 млн руб. за год, который только что закончился; 3) ожидается, что поток доходов будет расти на 5 % ежегодно в течение неопределенно долгого срока.

Подсчитайте стоимость данного бизнеса при помощи метода капитализации доходов, если инвестиции составили:

- а) 4,5 млн руб.;      в) 4,5 млн руб.;
- б) 3,5 млн руб.;      г) 3,7 млн руб.

**Задача 3.** Рассчитайте денежный поток для собственного капитала в 2007 и 2008 гг. Какова была бы величина денежного потока для собственного капитала в 2008 г., если собственный оборотный капитал составлял бы такую долю в процентах от объема выручки, как и в 2007 г.

Данные для расчета денежного потока:

Показатель, млн руб.	2007 г.	2008 г.
Выручка	790	900
Операционные расходы	670	770
Амортизация	18	20
Прибыль до процентов и налогов	–	–
Налог на прибыль	34	41
Собственный оборотный капитал	250	350

Капитальные затраты у компании составили 22 млн руб. в 2007 г. и 26 млн руб. – в 2008 г. Собственный оборотный капитал в 2006 г. равнялся 270 млн руб.

**Задача 4.** Рассчитайте денежный поток для собственного капитала в 2007 и 2008 гг., а также денежный поток для всего инвестированного капитала в 2007 и 2009 гг.

Предположив, что выручка и все расходы (включая амортизацию и капитальные затраты) в 2009 г. возросли на 4 %, а собственный оборотный капитал не изменился, найдите величины прогнозного денежного потока собственного капитала и для всего инвестированного капитала в 2009 г.

Данные для расчета денежного потока:

Показатель, млн руб.	2007 г.	2008 г.
Выручка	7528	7830
Операционные расходы	5334	5580
Амортизация	831	842
Прибыль до процентов и налогов	–	–
Расходы на выплату процентов	246	249
Налог на прибыль	946	972
Чистая прибыль	–	–
Собственный оборотный капитал	133	537
Долгосрочная задолженность	2900	3230

Капитальные затраты у компании составили 1150 млн руб. в 2007 г. и 1200 млн руб. в 2008 г. Собственный оборотный капитал в 2006 г. равнялся 51 млн руб., а долгосрочная задолженность – 2500 млн руб.

**Задача 5.** Компания выпускает три вида продукции: А, Б, В. Имеются временно избыточные активы стоимостью в 700 тыс. руб. (они не понадобятся для выпуска перечисленных видов продукции в течение одного года), которые можно сдать в аренду. Рыночная стоимость имущества, которое не нужно для выпуска продукции, равняется 320 тыс. руб.

Необходимо без учета рисков бизнеса определить минимальную обоснованную рыночную стоимость компании в расчете:

на три года продолжения его работы;

два года продолжения его работы;

все время возможных продаж выпускаемой продукции (с учетом улучшения ее качества и капиталовложений в поддержание производственных мощностей).

Ожидаемые (чистые) доходы от продаж продукции и аренды временно избыточных активов прогнозируются на уровне (руб.):

продукция А – через год – 145 тыс.; через два года – 100 тыс.;

продукция Б – через год – 29 тыс.; через два года – 190 тыс.; через три года – 1020 тыс.; через четыре года – 1190 тыс.; через пять лет – 260 тыс.;

продукция В – через год – 65 тыс.;



поступления от аренды временно избыточных активов – через год – 70 тыс.

Прогнозируются следующие средние ожидаемые (в год) доходности государственных (рублевых) облигаций с погашением: через два года – 25 %; три года – 20 %, пять лет – 15 %.

**Задача 6.** Оценить рыночную стоимость предполагаемой для публичного обращения муниципальной облигации, номинальная стоимость которой  $V_{\text{НОМ}}$  равна 150 руб. До погашения облигации остается два года. Номинальная ставка процента по облигации (используемая для расчета годового купонного дохода в процентах от ее номинальной стоимости) составляет 24 %. Доходность сопоставимых по рискам (также безрисковых для держания их до того же срока погашения) государственных облигаций – 22 %.

**Задача 7.** Компания выпускает три вида продукции: А, Б, В. Предприятие имеет временно избыточные активы стоимостью 900 тыс. руб. (они не понадобятся для выпуска перечисленных видов продукции в течение одного года), которые можно сдать в аренду. Рыночная стоимость имущества, которое не нужно для выпуска рассматриваемых видов продукции, составляет 590 тыс. руб.

Необходимо без учета рисков бизнеса определить минимальную обоснованную рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете:

на четыре года продолжения его работы;

три года продолжения его работы;

все время возможных продаж выпускаемой продукции (с учетом улучшения ее качества и капиталовложений в поддержание производственных мощностей).

Ожидаемые (чистые) доходы от продаж продукции и аренды временно избыточных активов прогнозируются на уровне (в руб.):

продукция А – через год – 280 тыс.; через два года – 210 тыс.; через три года – 80 тыс.; через четыре года – 40 тыс.;

продукция Б – через год – 45 тыс.; через 2 года – 250 тыс.; через 3 года – 900 тыс.; через 4 года – 970 тыс.; через пять лет – 180 тыс.;

продукция В – через год – 140 тыс.; через два года – 35 тыс.;

поступления от аренды временно избыточных активов – через год – 100 тыс.

Прогнозируются следующие средние ожидаемые (в год) доходности государственных (рублевых) облигаций со сроком погашения через: два года – 26%; три года – 22%; четыре года – 18%; пять лет – 16%.

**Задача 8.** Рассчитать для предприятия показатель денежного потока на основе приведенных данных из отчета о прибылях и убытках, движении средств, а также с учетом изменения баланса предприятия (в руб.).

Поступления по контрактам на реализацию продукции:

реализация с оплатой по факту поставки	520 000
реализация с оплатой в рассрочку	380 000
авансы и предоплата	45 000
Итого поступления	
по контрактам на реализацию продукции	840 000
Чистая прибыль	105 000
Себестоимость реализованной продукции	610 000
Накладные расходы	170 000
Износ	195 000
Налоги	280 000
Проценты за кредит	64 000
Увеличение задолженности по балансу	460 000
Вновь приобретенные активы, поставленные на баланс	360 000

**Задача 9.** Рассчитайте чистый дисконтированный доход, обеспечиваемый инвестиционным проектом со следующими характеристиками: первоначальные инвестиции – 3500 тыс. руб.; ожидаемые в следующие годы положительные сальдо реальных денег: 1-й год – 2500 тыс. руб., 2-й – 2900 тыс. руб., 3-й – 3000 тыс. руб. Все приведенные цифры даны в постоянных ценах. Внутренняя норма доходности по сопоставимому по рискам проекту, осуществляемому на конкурентном рынке, равна 16 %. Рассматриваемая отрасль в достаточной мере интегрирована в мировую экономику. Индекс инфляции равен 5 %.

**Задача 10.** Средняя чистая прибыль компании, намеревающейся сделать инвестиции в расширение производства ранее освоенной продукции, составила в год в реальном выражении 460 тыс. руб. Остаточная балансовая стоимость активов фирмы равняется 1 740 тыс. руб. Первоначальная балансовая стоимость активов предприятия составила 2 600 тыс. руб. Какую учитывающую риски бизнеса ставку дисконта можно применить для дисконтирования доходов, ожидаемых от расширения производства?

**Задача 11.** Какую максимальную цену можно ожидать за предприятие в настоящий момент, если в его бизнес-плане предусматривается, что через пять лет (длительность прогнозного периода) денежный поток предприятия выйдет на уровень 140 000 руб. при выявлении, начиная от второго года прогнозного периода. Стабильный темп прироста составит 2 %. Бизнес предприятия является долгосрочным, указать время его окончания невозможно. Рекомендуемая ставка дисконта – 23 %.

**Задача 12.** Определите норму дохода для инвестиций иностранной фирмы в покупку акций закрытой торговой компании с численностью занятых 14 человек. Известно, что доходность отечественных государственных облигаций в реальном выражении равна 5 %, отечественный индекс инфляции – 10 %; среднерыночная доходность на отечественном фондовом рынке – 26 %; доходность государственных облигаций в стране инвестора – 8 %; среднерыночная доходность на фондовом рынке страны инвестора – 11 %; дополнительная премия за страновой риск – 8 %. Дополнительные премии за закрытость компании и инвестиции в малый бизнес — на уровне принятых в международной практике аналогичных премий; текущая доходность с инвестированного в рассматриваемую компанию капитала за прошлые два года в среднем колебалась относительно своей средней величины на 12 %; текущая среднерыночная доходность на фондовом рынке в эти годы колебалась относительно своей средней величины на 6 %.

## **Глава 4. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА**

### **4.1. Общая методология сравнительного подхода**

Сущность сравнительного (рыночного) подхода заключается в том, что стоимость оцениваемого предприятия определяется на основе стоимости предприятия-аналога с учетом различных корректировок.

Данный подход основан на принципе замещения – покупатель не купит оцениваемый объект, если его стоимость превышает затраты на приобретение на рынке схожего объекта, обладающего такой же полезностью.

Сравнительный подход в основном используется там, где имеется достаточная база данных о сделках купли-продажи.

Данный подход обладает рядом преимуществ и недостатков, которые необходимо учитывать при оценке.

Основные преимущества сравнительного подхода заключаются в следующем:

оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий. Цена определяется рынком, а оценщик ограничивается только корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оцениваемым объектом;

оценка основана на информации прошлого периода и, следовательно, отражает фактические результаты хозяйственной деятельности предприятия;

цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке, а значит, является реальным отражением спроса и предложения.

Вместе с тем сравнительный подход имеет ряд существенных недостатков: игнорирует перспективы развития предприятия в будущем; получение информации от предприятий-аналогов является довольно сложным процессом; оценщик должен делать сложные корректировки, требующие серьезного обоснования.

Таким образом, возможность применения сравнительного подхода зависит от наличия активного финансового рынка и доступности финансовой информации.

Отбор компаний для сравнения производят по следующим критериям: принадлежность к той или иной отрасли, региону; вид выпускаемой продукции или услуг; стадия жизненного цикла, на которой находится компания; размеры компаний, финансовые характеристики.

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

Во-первых, оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на аналогичные предприятия либо их акции. При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее полно учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия. К таким факторам можно отнести: соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса; уровень риска; перспективы развития отрасли; конкретные особенности предприятия и т.д.

Во-вторых, цена предприятия отражает его экономические возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в сходных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими как стоимость активов, выручка, прибыль.

Первое условие применения сравнительного подхода – наличие активного финансового рынка, поскольку подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках. Второе условие – открытость рынка или доступность финансовой информации, необходимой оценщику. Третьим условием является наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию. Формирование соответствующего банка данных облегчит работу оценщика.

Сравнительный (рыночный) подход включает в себя три основных метода: метод рынка капитала, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала (или метод компании-аналога) основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком.

Базой для сравнения служит цена одной акции акционерных обществ открытого типа.

Этот метод основан на финансовом анализе оцениваемой и сопоставимых компаний.

Важная составляющая часть оценки по данному методу – анализ финансового положения предприятий и сопоставление. Финансовая информация может быть получена оценщиком как по публикациям в периодической печати, так и на основании письменного запроса либо непосредственно на предприятии в ходе собеседования.

Установление периода, за который производится финансовый анализ, зависит от цели и методов оценки. Стоимость предприятия в целях его реорганизации или купли-продажи основывается преимущественно на прогнозных оценках, тогда как для целей налогообложения используются в основном данные о текущей деятельности предприятия. При анализе прогнозных оценок следует принимать во внимание не только уровень финансовых показателей на дату оценки, но и их динамику.

Метод сделок, или метод продаж, ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо его контрольного пакета акций. Это определяет наиболее оптимальную сферу применения данного метода – оценка 100%-ного капитала либо контрольного пакета акций.

Метод отраслевых коэффициентов основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Сущность данного метода заключается в том, что на основе анализа практики продаж бизнеса в той или иной отрасли выводится определенная зависимость между ценой продажи и конкретным показателем. Отраслевые коэффициенты рассчитываются специальными аналитическими организациями на базе длительных статистических наблюдений. Этот метод в основном используется для оценки малых компаний и носит вспомогательный характер. В результате обобщения были разработаны довольно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия.

Например, цена бензозаправочной станции колеблется в диапазоне 1,2 – 2,0 месячной выручки от реализации. Цена предприятия розничной торговли формируется следующим образом: 0,75 – 1,5 величины чистого годового дохода увеличивается на стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие.

Опыт западных оценочных фирм свидетельствует:  
рекламные агентства и бухгалтерские фирмы продаются соответственно за 0,7 и 0,5 от годовой выручки;  
рестораны и туристические агентства – соответственно 0,25 – 0,5 и 0,04 – 0,1 от валовой выручки;  
заправочные станции – 1,2 – 2,0 от месячной выручки;  
предприятия розничной торговли – 0,75 – 1,5 от суммы: чистый доход + оборудование + запасы;  
машиностроительные предприятия – 1,5 – 2,5 от суммы: чистый доход + запасы.

В отечественной практике этот метод пока не получил достаточного распространения в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения в условиях относительно стабильного рынка.

В зависимости от принятых методов бухгалтерского учета будут различаться не только величина прибыли, но и стоимость отдельных активов, а это, в свою очередь, отражается на величине отдельных статей балансового отчета. Поэтому при сравнительном анализе балансовых отчетов предприятий-аналогов и оцениваемого предприятия рекомендуется учитывать различия в применяемых методах бухгалтерского учета и вносить поправки в соответствующие статьи балансового отчета.

Сущность сравнительного подхода заключается в следующем. Выбирается предприятие, аналогичное оцениваемой фирме, которое было недавно продано. Затем рассчитывается соотношение между рыночной ценой продажи предприятия-аналога и каким-либо финансовым показателем. Данное соотношение называется «ценовой мультипликатор». Для получения рыночной стоимости собственного капитала необходимо умножить аналогичный финансовый показатель оцениваемой компании на расчетную величину ценового мультипликатора.

Однако, несмотря на кажущуюся простоту, этот метод требует высокой квалификации и профессионализма оценщика, так как предполагает внесение сложных корректировок для обеспечения максимальной сопоставимости оцениваемой компании с аналогами.

Чем более развит и финансово прозрачен (чем он более опирается на широко публикуемую информацию о компаниях, чьи акции котиру-

ются на нем) фондовый рынок страны, тем более оценки, получаемые на основе рыночного подхода к оценке бизнеса, отвечают требованиям стандарта обоснованной рыночной стоимости бизнеса.

#### 4.2. Особенности отбора аналогичных предприятий

Доступность ценовой информации зависит от уровня развития фондового рынка. В связи с тем что российский фондовый рынок характеризуется слабой активностью, информационной закрытостью, отсутствием достоверных сведений о фактической цене сделки практикующие оценщики достаточно часто используют цены спроса и предложения на акции аналогичных предприятий.

Финансовая информация, публикуемая одновременно с ценовой, обычно содержит минимальные сведения о компании. Поэтому более подробные данные могут быть получены оценщиком на основании письменного запроса либо непосредственно на предприятии в ходе собеседования. Состав необходимой финансовой информации зависит от конкретного объекта оценки, стратегии и методологии оценщика, а также стадии отбора аналогов.

Процесс отбора сопоставимых компаний осуществляется в три этапа.

На первом этапе составляется список потенциально сопоставимых компаний. Поиск таких компаний начинается с определения основных конкурентов. Критерии сопоставимости обычно ограничиваются сходством отрасли, производимой продукции, ее ассортимента и объемов производства. На втором этапе оценщиком собирается дополнительная информация непосредственно на предприятиях-аналогах. На третьем этапе аналитик оценивает такие факторы, как уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции и т.д.

На практике невозможно проанализировать все факторы, по которым осуществляется окончательный отбор. Рассмотрим некоторые из них, например, обязательный фактор отраслевого сходства, размер, перспективы роста и др.

**Отраслевое сходство.** Список потенциально сопоставимых компаний всегда принадлежит одной отрасли. Тем не менее не все предприятия, входящие в отрасль, сопоставимы. Оценщик должен учитывать следующие дополнительные факторы:



уровень диверсификации производства;

возможность перепрофилирования производства и заменимость производимых продуктов. Например, технологическое оборудование одного из предприятий может обеспечивать производство только конкретного продукта. В случае изменения ситуации на рынке такое предприятие будет нуждаться в техническом перевооружении. Аналог выпускает сходный продукт на оборудовании, которое можно легко переналадить для производства новых товаров. Следовательно, предприятия неодинаково отреагируют на изменение ситуации на рынке;

зависимость результатов деятельности от одних и тех же экономических факторов. Стоимость капитала строительных предприятий, работающих в районах массового строительства и в отдаленных экономических районах, будет существенно отличаться при достаточном сходстве других критериев таких, как численность работающих, состав парка строительных машин и оборудования;

стадия экономического развития оцениваемой компании и аналогов. Компания, проработавшая много лет на определенном рынке, имеет неоспоримые преимущества и дополнительную прибыль за счет стабильного функционирования, хорошей клиентуры, поставщиков сырья и т.д.

**Размер.** Оценка размера компании определяется по таким параметрам, как степень капитализации, численность персонала, объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и т.д. Однако принятие решения о включении компании в список только на основе размера может привести оценщика к неправильным выводам, так как объективно закрытые компании, наиболее часто нуждающиеся в оценке, обычно меньше, чем открытые.

Более крупная компания не будет автоматически иметь большую прибыль только за счет своего размера. Поэтому следует учитывать такие факторы, как:

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

количественные скидки – крупные компании закупают сырье в большем объеме, чем небольшие фирмы, и получают при этом значительные скидки;

крупные компании часто имеют возможность устанавливать более высокие цены, так как потребитель предпочитает приобретать товар у хорошо зарекомендовавших себя фирм, оплачивая, по сути, товарный знак.

**Перспективы роста.** Оценщик должен определить фазу экономического развития предприятия, поскольку она отражается на соотношении доли дивидендных выплат и доли чистой прибыли, направляемой на развитие предприятия. Оценивая перспективы роста компании, аналитик должен учитывать влияние трех основных факторов:

общего уровня инфляции;

перспектив роста отрасли в целом и индивидуальных возможностей развития конкретной фирмы в рамках отрасли;

динамики доли предприятия на рынке.

**Финансовый риск.** Уровень финансового риска оценивается на основании следующих критериев:

структуры капитала, или соотношения собственных и заемных средств;

уровня ликвидности, или возможности оплачивать текущие обязательства текущими активами;

кредитоспособности фирмы, или ее способности привлекать заемные средства на выгодных условиях.

**Качество менеджмента.** Анализ этого фактора является наиболее сложным, так как проводится на базе косвенных данных, таких как качество отчетной документации, возрастной состав, уровень образования, опыт, зарплата управленческого персонала, а также место компании на рынке.

Решение вопроса о возможности использования зарубежных компаний в качестве аналогов для оценки осложняется следующими причинами.

Во-первых, разные условия хозяйствования российских и зарубежных компаний, которые прежде всего определяются макроэкономическими параметрами, а также различиями в системе учета хозяйственных операций и результатов финансово-хозяйственной деятельности. Поэтому требуется внесение поправок, учитывающих различия в макроэкономической и политической ситуациях в странах (поправка на страновой риск), трансформацию бухгалтерской отчетности. Поправка

на страновой риск зачастую субъективна и не учитывает постоянно меняющуюся ситуацию в России.

Во-вторых, неразвитость российского фондового рынка и другие причины заниженной стоимости российских компаний на отечественном рынке. Практика показывает, что результаты, полученные по зарубежным аналогам, как правило, превышают результаты расчета стоимости по отечественным компаниям в несколько раз. В данном случае сравнительный подход не отражает реальной стоимости российских компаний на рынке в конкретный момент, так как акции других предприятий продаются и покупаются на отечественном фондовом рынке по более низкой цене.

Эксперт-оценщик редко находит компании, абсолютно идентичные с оцениваемой, поэтому на основе анализа критериев он может сделать один из двух выводов:

компания сопоставима с оцениваемой по ряду характеристик и может быть использована для расчета мультипликаторов;

компания недостаточно сопоставима с оцениваемой и не может быть использована в процессе оценки.

**Сопоставление финансовых показателей оцениваемой компании и предприятий-аналогов.** Сравнительный подход к оценке предприятия предполагает использование существующих в российской практике методов финансового анализа. Оценщик анализирует балансы, отчеты о прибылях и убытках, рассчитывает финансовые коэффициенты. Финансовый анализ является важнейшим компонентом определения сопоставимости аналогичных компаний с оцениваемым предприятием.

### 4.3. Характеристика ценовых мультипликаторов

Основным инструментом определения рыночной стоимости собственного капитала предприятия при сравнительном подходе являются ценовые мультипликаторы.

Ценовой мультипликатор отражает соотношение между рыночной ценой предприятия и каким-либо его показателем, характеризующим результаты производственной и финансовой деятельности. В качестве таких показателей можно использовать не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и др.

Ценовой мультипликатор рассчитывается по всем аналогичным предприятиям. Для оценки рыночной стоимости оцениваемой компании выбранная аналитиком величина ценового мультипликатора используется как множитель к ее аналогичному показателю.

Для расчета ценового мультипликатора необходимо:

определить величину капитализации или рыночную стоимость собственного капитала компании-аналога. Для этого рыночная цена акции аналогичной компании умножается на число акций в обращении. Это даст значение числителя в формуле;

вычислить соответствующие финансовые показатели: прибыль, выручку реализации, стоимость чистых активов и другие, или величину знаменателя. В этом качестве может выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки.

В оценочной практике используются два типа ценовых мультипликаторов: интервальные и моментные.

К интервальным можно отнести мультипликаторы:

«Цена/Прибыль»;

«Цена/Денежный поток»;

«Цена/Дивиденды»;

«Цена/Выручка от реализации»;

«Цена/Физический объем».

Моментные мультипликаторы таковы:

«Цена/Балансовая стоимость активов»;

«Цена/ Чистая стоимость активов».

Деление ценовых мультипликаторов на интервальные и моментные важно для нахождения в расчетах числа акций в обращении. Так, при определении интервальных ценовых мультипликаторов необходимо учитывать среднее число акций в обращении за такой же период, какой использовался при расчете конкретного показателя. Например, если чистая прибыль вычислялась как средняя величина за три последних года, то необходимо определить среднее число акций в обращении за те же годы.

**Мультипликаторы «Цена/Прибыль», «Цена/Денежный поток».** Данная группа мультипликаторов является самой распространенной

при оценке предприятия, так как информация о прибыли оцениваемой компании и компаний-аналогов наиболее доступна. Для расчета мультипликатора используется любой показатель прибыли, который может быть получен аналитиком в процессе ее распределения. Поэтому, кроме показателя чистой прибыли, можно применять прибыль до налогообложения, прибыль до уплаты процентов и налогов и т.д. Главное требование – полная идентичность используемого показателя для аналога и оцениваемой фирмы. Например, мультипликатором, исчисленным на основе прибыли до уплаты налогов, нельзя пользоваться при расчете прибыли до уплаты процентов и налогов.

Применение мультипликатора «Цена/Прибыль» существенно зависит от методов ведения бухгалтерского учета, поэтому если в качестве аналога выступает зарубежная компания, следует привести систему распределения прибыли к единым стандартам. Только после проведения всех необходимых корректировок может быть достигнут требуемый уровень сопоставимости, позволяющий использовать мультипликатор.

Базой для расчета этого мультипликатора может служить не только сумма прибыли, полученная в последний год перед датой оценки. Оценщик может использовать среднегодовую величину прибыли, вычисленную за последние пять лет. Оценочный период можно увеличить или уменьшить в зависимости от имеющейся информации и наличия экстраординарных ситуаций, искажающих основную тенденцию динамики прибыли.

Базой расчета мультипликатора «Цена/Денежный поток» может быть любой показатель прибыли, увеличенный на сумму начисленной амортизации. Следовательно, аналитик может использовать несколько вариантов данного мультипликатора.

В процессе оценки аналитик стремится исчислить максимальное число мультипликаторов, поскольку применение их к финансовой базе оцениваемой компании повлечет за собой появление нескольких вариантов стоимости, существенно отличающихся друг от друга. Диапазон результатов может быть достаточно широким. Поэтому большое число мультипликаторов поможет оценщику выявить область получения наиболее обоснованной величины стоимости. Данное суждение базируется на математических методах. Однако существуют экономические

критерии, характеризующие степень надежности и объективности того или иного мультипликатора.

Например, крупные предприятия лучше оценивать по чистой прибыли, мелкие компании – по прибыли до уплаты налогов, так как в этом случае устраняется влияние различий в налогообложении. Ориентация на мультипликатор «Цена/Денежный поток» предпочтительна при оценке предприятий, в активах которых преобладает недвижимость. Если предприятие имеет достаточно высокий удельный вес активной части основных фондов, более объективный результат даст использование мультипликатора «Цена/Прибыль».

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

**Мультипликатор «Цена/Дивиденды».** Данный мультипликатор может рассчитываться как на базе фактически выплаченных дивидендов, так и на основе потенциальных дивидендных выплат. Под потенциальными дивидендами понимаются типичные дивидендные выплаты, рассчитанные по группе сходных предприятий на основе сравнения их фактических дивидендных выплат и чистой прибыли.

Возможность применения того или иного мультипликатора данной группы зависит от целей оценки. Если оценка проводится в целях поглощения предприятия, то способность выплачивать дивиденды не имеет значения, так как она может прекратить свое существование в привычном режиме хозяйствования. При оценке контрольного пакета оценщик ориентируется на потенциальные дивиденды, поскольку инвестор получает право решения дивидендной политики. Фактические дивидендные выплаты важны при оценке миноритарного пакета акций, поскольку инвестор не сможет заставить руководство компании увеличить дивиденды даже при наличии достаточного роста прибыли.

Мультипликатор «Цена/Дивиденды» используется редко, несмотря на доступность необходимой для расчета информации. Это связано с тем, что порядок выплаты дохода инвесторам в открытых и закрытых

компаниях существенно различается. В закрытых обществах собственники могут получать денежную выгоду в виде различных выплат, снижения арендной платы и т. д.

Такой мультипликатор целесообразен, если дивиденды выплачиваются стабильно и по аналогам, и по оцениваемой компании либо способность компании платить дивиденды может быть обоснованно спрогнозирована. Оценщик должен удостовериться, что сумма дивидендов рассчитана по годовой процентной ставке, даже если дивиденды выплачиваются ежеквартально.

**Мультипликаторы «Цена/Выручка от реализации», «Цена/Физический объем».** Мультипликатор «Цена/Выручка от реализации» используется редко, в основном для проверки объективности результатов, получаемых другими способами. Хорошие результаты мультипликатор дает при оценке предприятий сферы услуг (реклама, страхование, ритуальные услуги и т. д.). Величина мультипликатора не зависит от методов ведения бухгалтерского учета. Достоинством данного мультипликатора является его универсальность, избавляющая оценщика от необходимости проведения сложных корректировок, применяемых при расчете мультипликатора «Цена/Прибыль».

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

Особенность применения мультипликатора «Цена/Выручка от реализации» заключается в том, что оценщик должен обязательно учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов. Если соотношения собственных и заемных средств существенно отличаются, то оценку лучше проводить на основе рыночной стоимости инвестированного капитала.

Оценка предприятий с различной структурой капитала осуществляется следующим образом:

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

2. Рассчитывается бездолговой мультипликатор как отношение инвестированного капитала к финансовому показателю аналога;

3. По оцениваемому предприятию определяется величина инвестированного капитала: адекватный финансовый показатель оцениваемого предприятия умножается на расчетную величину бездолгового мультипликатора;

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

Мультипликатор «Цена/Физический объем» является разновидностью мультипликатора «Цена/Выручка от реализации». При его применении цена сопоставляется не со стоимостным, а с натуральным показателем, который может отражать физический объем производства, размер производственных площадей, количество установленного оборудования, а также любую другую единицу измерения мощности.

**Мультипликатор «Цена/Балансовая стоимость активов».** Для расчета мультипликатора в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость либо всех, либо чистых активов аналогичных компаний на дату оценки или на последнюю отчетную дату. Мультипликатор относится к моментным показателям, поскольку используется информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный отрезок времени.

Оптимальная сфера применения мультипликатора – оценка холдинговых компаний либо оценка в случае необходимости срочной продажи крупного пакета акций, входящего в состав портфеля ценных бумаг оцениваемой компании.

Финансовой базой для расчета служит либо величина чистых активов, либо полная стоимость активов оцениваемой компании и компаний-аналогов. Причем за основу можно брать как информацию из официальных балансовых отчетов компаний, так и скорректированную величину, полученную оценщиком расчетным путем.

**Мультипликатор «Цена/Чистая стоимость активов».** Такой мультипликатор можно применять в том случае, если соблюдаются следующие условия:



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

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

Когда применение мультипликатора «Цена/Чистая стоимость активов» возможно, то, оценивая сопоставимость, оценщику дополнительно необходимо:

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

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

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

оценить ликвидность всех финансовых активов компании, так как соотношение долей акций, принадлежащих открытым и закрытым компаниям, представляет собой определяющий признак сопоставимости.

Далее оценщик проводит графическое сравнение значений мультипликаторов по компаниям-аналогам с наиболее близкими значениями рассчитанных минимальных, максимальных и медианных величин финансовых коэффициентов. Обычно выбирается не конкретная величина ценового мультипликатора, а диапазон наиболее объективных значений. Если диапазон значений финансовых коэффициентов оцениваемой компании по сравнению с диапазоном значений коэффициентов компаний-аналогов ниже среднего, итоговая величина мультипликатора будет определяться в диапазоне среднего значения или ниже среднего.

Метод компании-аналога предполагает использование ценовой информации с фондового рынка по открытым акционерным обществам, поэтому выбранную величину ценового мультипликатора рекомендуется скорректировать (уменьшить) в связи с более низким уровнем капитализации оцениваемой компании.

**Согласование результатов рыночной стоимости, полученных при использовании различных видов ценовых мультипликаторов.** Сравнительный подход позволяет использовать аналитику максимальное число всех возможных видов мультипликаторов, следовательно, в процессе расчета будет получено столько же вариантов стоимости. Если аналитик в качестве итоговой величины предложит среднее значение полученных величин рыночной стоимости собственного капитала, то это будет означать, что он одинаково доверяет всем мультипликаторам.

Наиболее объективным приемом определения итоговой величины рыночной стоимости является метод взвешивания. Оценщик в зависимости от конкретных условий, целей и объекта оценки, степени доверия к той или иной информации придает каждому мультипликатору и соответственно варианту стоимости свой вес (коэффициент важности). На основе такого взвешивания получается итоговая величина стоимости, которая может быть взята за основу для проведения последующих корректировок.

#### **4.4. Применение мультипликаторов дохода для оценки убыточных и растущих предприятий**

**Мультипликатор «Цена / Будущий доход (выручка)».** Часто в качестве объектов оценки выступают предприятия на стадии активного роста, т. е. те предприятия, которые не достигли еще планируемого уровня дохода, но обладают большим потенциалом.

Использование мультипликаторов текущих доходов не позволяет учесть имеющийся у таких компаний потенциал развития, следовательно, сравнительный подход будет показывать заниженную оценку стоимости компаний. Это могут быть компании отрасли высоких технологий, венчурные предприятия, интернет-компании, недавно существующие компании на стадии осуществления крупных инвестиционных проектов с ожидаемой высокой нормой отдачи на вложенный капитал.

В таких случаях для оценки стоимости компании оправдано использование мультипликаторов будущих доходов (выручки). Базой для мультипликаторов дохода (выручки) являются будущие показатели этих величин.

Преимущества такой оценки состоят в следующем:

потенциал компаний, которые имеют невысокие текущие доходы (выручку), но при этом ожидают быстрого роста, лучше отражен в доходах, предполагаемых через определенное количество лет, чем в доходах, получаемых компанией сегодня;

правильнее рассчитывать величину доходов, когда темпы роста выравнивались и уровень риска, присущего компании, стабилен.

Существуют два подхода расчета стоимости компании на основе показателей будущих доходов (выручки).

Первый подход подразумевает, что для расчета стоимости через определенное время применяется среднее соотношение текущей стоимости к текущим доходам компаний-аналогов, после чего полученная стоимость оцениваемой компании дисконтируется на дату оценки.

Основные этапы расчета стоимости компании при первом подходе:

выбор компаний-аналогов для оцениваемой компании;

расчет текущего мультипликатора «Цена/Доход» («Цена/Выручка») путем деления текущей рыночной стоимости компаний-аналогов на доход (выручку) за текущий (последний отчетный) период;

прогноз дохода (выручки) оцениваемой компании на период, в котором будет достигнут стабильный темп роста доходов компании;

применение мультипликатора «Цена/Текущий доход (выручка)» к прогнозной величине дохода оцениваемой компании;

отделение ставки дисконта для оцениваемой компании (использование ставки дисконта, рассчитанной в рамках доходного подхода);

расчет текущей стоимости оцениваемой компании путем дисконтирования полученной стоимости на дату оценки.

Второй подход состоит в прогнозировании для каждой из компаний-аналогов ожидаемых доходов, на основе которых затем рассчитываются мультипликаторы по отношению к текущей стоимости компаний. Данные мультипликаторы могут быть применены к будущим доходам оцениваемой компании для оценки ее текущей стоимости.

Основные этапы расчета стоимости компании при втором подходе:

выбор компаний-аналогов для оцениваемой компании;

прогнозирование на основе ретроспективных данных и прогнозов руководства каждой из компаний-аналогов уровня будущих доходов (выручки) по компаниям;

расчет мультипликатора «Текущая стоимость/Будущий доход (выручка)» по выборке компаний-аналогов;

определение текущей стоимости оцениваемой компании умножением мультипликатора «Текущая стоимость/Будущий доход (выручка)» на прогнозируемую величину доходов (выручки) оцениваемой компании.

**Мультипликатор «Цена/Будущая прибыль».** Иногда оценщику нужно рассчитать стоимость убыточных компаний. Как правило, если компания убыточна в течение нескольких лет и отрицательный финансовый результат связан с неэффективностью производства, то использование мультипликатора «Цена/Прибыль» для такой компании невозможно и неоправдано. Если же убыточность – временное явление для оцениваемой компании, которое связано с незначительным временем работы на рынке, принадлежности к отрасли высоких технологий, венчурному сегменту рынка, осуществлением крупных инвестиционных проектов, то для оценки такой компании возможно использовать мультипликаторы будущей прибыли.

Один из вариантов вычисления мультипликатора «Цена/Прибыль» – использование ожидаемой прибыли на акцию в следующем году или в первый год выхода на стабильный уровень прибыли.

Расчет стоимости компании с использованием мультипликатора «Цена/Будущая прибыль» производится двумя способами.

Первый способ – в расчете применяется ожидаемая прибыль на акцию всех компаний-аналогов. Такие данные можно получить из годовых отчетов компаний, в которых руководством компании объявляется ожидаемая прибыль на одну акцию в будущем году. При использовании данного способа важно, чтобы все компании в выборке имели примерно одинаковый риск и темп роста прибыли.

Основные этапы расчета стоимости компании при первом способе: выбор компаний-аналогов для оцениваемой компании;

прогнозирование на основе ретроспективных данных и прогнозов руководства каждой их компаний-аналогов уровня будущей прибыли на акцию или суммарной прибыли компаний;

расчет мультипликатора «Текущая стоимость/Будущая прибыль» по выборке компаний-аналогов;

расчет текущей стоимости оцениваемой компании умножением мультипликатора «Текущая стоимость/Будущая прибыль» на прогно-

зируемую величину прибыли на акцию или суммарной прибыли оцениваемой компании.

Второй способ – вычисляется текущая цена убыточной на момент оценки компании путем умножения прогнозируемой прибыли на средний мультипликатор «Цена/Прибыль» для отрасли (для выборки компаний-аналогов) и дисконтирования этой цены на дату оценки.

Основные этапы расчета стоимости компании при втором способе:  
выбор компаний-аналогов для оцениваемой компании;

расчет текущего мультипликатора «Цена/Прибыль» путем деления текущей рыночной стоимости компаний-аналогов на прибыль за текущий (последний отчетный) период;

прогнозирование прибыли в расчете на акцию или суммарной прибыли оцениваемой компании на период, в котором будет достигнут стабильный темп роста доходов компании;

применение мультипликатора «Цена/Текущая прибыль» к прогнозной величине прибыли на акцию или суммарной прибыли оцениваемой компании;

расчет ставки дисконта для оцениваемой компании (использование ставки дисконта, рассчитанной в рамках доходного подхода);

расчет текущей стоимости оцениваемой компании (одной акции, если использовался показатель прибыли на одну акцию) путем дисконтирования полученной стоимости на дату оценки.

При включении в данный мультипликатор убыточных на момент оценки компаний, оценщик обязательно столкнется с трудностями в корректировке различия между оцениваемой компанией и компаниями-аналогами, так как сравниваются компании в различные периоды времени.

#### **4.5. Использование в сравнительном подходе к оценке бизнеса зарубежных аналогов**

Трудность использования зарубежных аналогов заключается в том, что фондовые рынки разных стран по-разному реагируют на перспективы получения компаниями будущих прибылей. Существуют также серьезные отличия в бухгалтерском учете разных стран (даже тех, кто руководствуется Международными бухгалтерскими стандартами, но придерживается их разных версий, например, европейской континен-

тальной с особенностями немецкого бухгалтерского учета и системой GAAP, распространенной в англосаксонских странах, среди которых также наблюдаются существенные отличия, особенно в Великобритании).

Однако есть и весомые аргументы в пользу нахождения корректного разумного способа использования в рыночном подходе к оценке бизнеса зарубежных аналогов. Эти аргументы сводятся к следующему.

1. Рыночный подход к оценке закрытых компаний фактически применяется в ряде европейских стран (например, Германии и Италии), где фондовые рынки так же, как и в России, небольшие по количеству открытых компаний с размещенными на них акциями и где для применения, например, метода рынка капитала находят возможным использовать зарубежные аналоги.

2. Искажающее влияние разных принципов бухгалтерского учета в методах рыночного подхода к оценке бизнеса можно устранить специальными корректировками, как это рассматривалось при изложении выше метода рынка капитала. Хотя, конечно, подобные корректировки весьма трудоемки. Эти корректировки при использовании в рыночном подходе к оценке бизнеса зарубежного аналога должны также обязательно предполагать конвертацию показателей прибыли оцениваемой закрытой компании в систему бухгалтерского учета, присущую стране выбранной компании-аналога.

3. В среднем инвесторы во всем мире одни и те же по своим предпочтениям к рискам и реакции на текущие и ожидаемые прибыли уже хотя бы потому, что на фондовых рынках любой страны участвуют инвесторы со всего мира.

Преимуществом использования зарубежного аналога является то, что только на мировом фондовом рынке можно найти открытую компанию с ликвидными акциями, более или менее сходную по отраслевой принадлежности оцениваемой закрытой фирме. Тогда цену этой открытой компании можно устанавливать по средней цене часто совершаемых фактических покупок акций (что действительно отражает признаваемую рынком цену компании или ее рыночную капитализацию).

В пределах национальных фондовых рынков найти строго аналогичную по отраслевой принадлежности компанию чаще всего невозможно из-за ограниченного в отдельно взятой стране количества ком-

паний с ликвидными акциями. Так как метод сделок требует нахождения компании-аналога, чьи акции недавно приобретались крупными пакетами (что бывает достаточно редко), то фактическое применение данного метода в пределах национального фондового рынка тем более затруднено.

### **Контрольные вопросы**

1. В чем заключается сущность сравнительного подхода к оценке бизнеса?
2. Какие преимущества и недостатки имеются у сравнительного подхода?
3. На основании каких критериев производится отбор компаний для сравнения?
4. На какие этапы делится процесс отбора сопоставимых компаний?
5. Дайте определение ценового мультипликатора?
6. Какие мультипликаторы используются в оценочной практике?
7. В чем заключаются особенности применения мультипликаторов для оценки убыточных и растущих предприятий?
8. В чем заключаются преимущества использования зарубежных аналогов в сравнительном подходе?

### **Задачи**

**Задача 1.** В бизнес-плане предприятия, создаваемого для освоения перспективного нового продукта, значится, что его ожидаемые балансовая прибыль (за вычетом налога с имущества и других обязательных платежей и сборов, взимаемых с балансовой прибыли) и балансовая стоимость активов через год составят соответственно 35 и 160 млн руб. В этом же документе указано, что предприятие через год будет иметь непогашенные долги на сумму 23 млн руб. и за год из необлагаемой налогом части прибыли выплатит проценты по кредитам на сумму 7 млн руб. Ставка налога с прибыли, закладываемая в бизнес-план, равна 20 %. Из опубликованного финансового отчета аналогичного предприятия (компания-аналог является открытым акционерным обществом с ликвидными акциями, полностью специализирующимся на выпуске

технически близкого продукта, удовлетворяющего те же потребности) следует, что за несколько прошедших лет отношение котируемой на фондовой бирже стоимости одной акции этого предприятия к его приходящейся на одну акцию годовой прибыли после налогообложения оказалось равным в среднем 6,8. Мультипликатор «Цена/Балансовая стоимость» по этому предприятию составил за ряд прошедших лет 3,1.

Как должен оценить инвестор будущую рыночную стоимость создаваемого предприятия по состоянию на год спустя после начала им деятельности, если инвестор доверяет статистике и сопоставимости сравниваемых фирм по мультипликатору «Цена/Прибыль» на 75 % (субъективная оценка), а по мультипликатору «Цена/Балансовая стоимость» – на 25 % (в сумме данному методу оценки он доверяет на 100 %)?

**Задача 2.** Оценить обоснованную рыночную стоимость закрытой компании, если известно, что:

рыночная стоимость одной акции компании ближайшего аналога равна 148 руб.;

общее количество акций компании-аналога, указанное в ее опубликованном финансовом отчете, составляет 400 тыс., из них 80 тыс. выкуплены компанией и 34 тыс. ранее выпущенных акций приобретены, но еще не оплачены;

доли заемного капитала оцениваемой компании и компании-аналога в балансовой стоимости их совокупного капитала одинаковы, а общие абсолютные размеры их задолженности составляют соответственно 5 и 10 млн руб.;

средние ставки процента по кредитам, которыми пользуются рассматриваемые фирмы, таковы, что средняя кредитная ставка по оцениваемой компании в полтора раза выше, чем по компании-аналогу;

сведений о налоговом статусе (в частности о налоговых льготах) компаний не имеется;

объявленная прибыль компании-аналога до процентов и налогов равна 2,6 млн руб., процентные платежи этой компании в отчетном периоде были 160 тыс. руб., уплаченные налоги с прибыли – 630 тыс. руб.;

прибыль оцениваемой компании до процентов и налогов равна 1,7 млн руб., процентные платежи этой компании в отчетном периоде были



370 тыс. руб., уплаченные налоги с прибыли – 510 тыс. руб.

**Задача 3.** В бизнес-плане предприятия, создаваемого для освоения перспективного нового продукта, значится, что его ожидаемые балансовая прибыль (за вычетом налога с имущества и других обязательных платежей и сборов, взимаемых с балансовой прибыли) и балансовая стоимость активов через год составят соответственно 12 и 30 млн руб. В этом же документе указано, что предприятие через год будет иметь непогашенных долгов на сумму 8 млн руб. и за год из необлагаемой налогом части прибыли выплатит проценты по кредитам на сумму 1,4 млн руб. Ставка налога с прибыли, закладываемая в бизнес-план, равна 20 %. Из опубликованного финансового отчета аналогичного предприятия (полностью специализирующегося на выпуске технически близкого продукта для того же сегмента рынка) следует, что за несколько прошедших лет отношение котированной на фондовой бирже стоимости одной акции этого предприятия к его приходящейся на одну акцию годовой прибыли после налогообложения оказалось равным в среднем 5,9. Мультипликатор «Цена/Балансовая стоимость» по этому предприятию составил за ряд прошедших лет 4,1.

Как должен будет оценить инвестор будущую рыночную стоимость создаваемого предприятия по состоянию на год спустя после начала им деятельности, если инвестор доверяет статистике и сопоставимости сравниваемых фирм по мультипликатору «Цена/Прибыль» на 70 % (субъективная оценка), а по мультипликатору «Цена/Балансовая стоимость» – на 30 % (в сумме данному методу оценки он доверяет на 100 %)?

**Задача 4.** Оценить ожидаемый коэффициент «Цена/Прибыль» для открытой компании на момент до широкой публикации ее финансовых результатов за отчетный год, если известно, что:

Прибыль за этот год, руб. –	36 млн
Прогнозируемая на следующий год прибыль, руб –	40 млн
Ставка дисконта для данной компании, рассчитанная по модели оценки капитальных активов, % –	18

Темп роста прибылей компании стабилизирован. Остаточный срок жизни бизнеса компании – неопределенно длительный (это может допускаться для получения предварительной оценки).

**Задача 5.** Оценить ожидаемый коэффициент «Цена/Прибыль» для открытой компании на момент до широкой публикации ее финансовых результатов за отчетный год, если известно, что:

Прибыль за этот год, руб. – 26 млн

Прогнозируемая на следующий год прибыль, руб. – 29 млн

Ставка дисконта для компании, рассчитанная по модели оценки капитальных активов, % – 23

Темп роста прибылей компании стабилизирован. Остаточный срок жизни бизнеса компании – неопределенно длительный (это может допускаться для получения предварительной оценки).

**Задача 6.** Оценить ожидаемый коэффициент «Цена/Прибыль» для открытой компании на момент до широкой публикации ее финансовых результатов за отчетный год, если известно, что:

Прибыль за отчетный год, руб. – 12,5 млн

Прогнозируемая на следующий год прибыль, руб. – 14 млн

Ставка дисконта для компании, рассчитанная методом кумулятивного построения, % – 20

Темп роста прибылей компании стабилизирован. Остаточный срок жизни бизнеса компании неопределенно длительный (это может допускаться для получения предварительной оценки).

**Задача 7.** Рассчитать общий корректировочный коэффициент, на который нужно умножить результат определения стоимости закрытой отечественной компании, методом рынка капитала при использовании в нем зарубежного аналога, если известно, что:

средний рыночный (по всем отраслям, отраженным на фондовом рынке) коэффициент «Цена/Прибыль» в России составляет 5,4;

средний рыночный (по всему фондовому рынку) коэффициент «Цена/Прибыль» в зарубежной стране подобранной компании-аналога равен 6,5;

относительная рыночная капитализация открытых компаний страны, резидентом которой является строго подобранная компания-аналог, оценивается в 3,4;

относительная рыночная капитализация открытых компаний России на момент оценки цитируется в специализированных изданиях как 1,1.

## Глава 5. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

### 5.1. Сущность затратного подхода

При использовании затратного (имущественного) подхода к оценке бизнеса стоимость предприятия рассматривается с учетом понесенных издержек. Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате перед оценщиком встает задача проведения корректировки баланса предприятия. Для осуществления этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала предприятия.

Базовой формулой в затратном (имущественном) подходе является следующая:

$$СК = Ак - Об,$$

где Ак – собственный капитал;

Об – обязательства предприятия.

Данный подход представлен двумя основными методами:

методом чистых активов;

методом ликвидационной стоимости.

Последовательность процедур оценки стоимости действующего бизнеса на основе затратного подхода достаточно очевидна:

исходный момент – это оценка активов и обязательств оцениваемой компании по данным последней к моменту оценки бухгалтерской отчетности;

учет инфляционной компоненты и корректировка в связи с этим денежных характеристик отдельных статей активов;

определение текущей стоимости дебиторской и кредиторской задолженностей.

оценка чистой стоимости активов как разницы между переоцененными активами и обязательствами.

Расчет методом чистых активов включает несколько этапов:

определяется обоснованная рыночная стоимость недвижимого имущества предприятия;

оценивается рыночная стоимость машин и оборудования;

рассчитывается стоимость нематериальных активов;

оценивается рыночная стоимость финансовых вложений (как долгосрочных, так и краткосрочных);

товарно-материальные запасы переводятся в текущую стоимость;

оцениваются расходы будущих периодов;

оценивается дебиторская задолженность;

обязательства предприятия переводятся в текущую стоимость;

определяется стоимость собственного капитала путем вычитания из обоснованной рыночной стоимости суммы активов текущей стоимости всех обязательств.

Затратный подход также называется методом накопления активов.

Определение стоимости бизнеса на основе затратного подхода предполагает определение двух видов стоимости – действующего предприятия, с одной стороны, и ликвидационной стоимости предприятия – с другой.

Существует сфера бизнеса, в рамках которой применение оценок на базе активов относительно более приемлемо, чем использование других подходов. Это отрасли, для которых стоимость активов исключительно важна. К числу таких отраслей относятся:

предприятия коммунального хозяйства. Тарифы на их услуги регулируются и «привязаны» к стоимости активов;

финансовые компании. К ним относятся инвестиционные, кредитные и страховые компании;

добывающие компании.

Особенность использования данного подхода заключается в следующем. Если при расчетах посредством других методов личный осмотр

оцениваемого предприятия далеко не всегда обязателен, то при оценке с использованием затратного метода такой осмотр, как правило, необходим. Это связано с тем, что невозможно представить, какова реальная стоимость, например, зданий и сооружений, ориентируясь только на данные бухгалтерской отчетности. Что касается земельных участков, используемых предприятием, то в бухгалтерской отчетности, как правило, нет данных относительно их стоимости.

Недостатком затратного подхода является отсутствие необходимой информации об используемых активах в рыночных ценах.

## **5.2. Модификации затратного подхода**

Затратный подход имеет две модификации.

Первая рассчитана на определение стоимости фирмы, в которой будет ликвидироваться ее бизнес, или собственно ликвидационной стоимости этой фирмы.

Вторая модификация предназначена для оценки стоимости фирмы как действующего предприятия.

Первая модификация метода накопления активов (его основной вариант) предполагает, что с его помощью надо оценить:

ликвидационную стоимость компании, которая подвергается предусмотренной законом процедуре ликвидации как юридического лица. При этом расчет делается на случай, когда должны продаваться накопленные фирмой за время ее функционирования активы, и из выручки от их продажи погашаются ее долги;

стоимость компании, которая сама по себе не будет подвергаться ограниченной во времени процедуре ликвидации как юридического лица, но бизнес которой будет закрываться с распродажей накопленных активов и погашением сложившейся кредиторской задолженности.

Для расчета ликвидационной стоимости компании необходимо определять и суммировать ликвидационную стоимость ее накопленных активов, вычитая из полученной суммы балансовую стоимость подлежащих срочному погашению обязательств, т. е. кредиторской задолженности фирмы.

Оценка ликвидационной стоимости дебиторской задолженности

конкретных дебиторов проводится так, что вероятная выручка от продажи их задолженности устанавливается на уровне величины соответствующего долга, уменьшенной на принятый на вексельном рынке 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, при оценке накопленных активов вообще не следует учитывать.

Вторая модификация метода накопления активов предполагает его использование для оценки действующих фирм, которые:

либо не прекратят свой особый род операций, даже продав свои активы ради замены их на другие активы;

либо владеют такими активами, которые не продать.

Эта модификация также отвечает названию рассматриваемого подхода тогда, когда стоимость активов фирмы оценивают на основе их восстановительной стоимости (т. е. того, сколько бы стоило воспроизводство данного имущества) и тем самым определяют затраты, которые понес бы любой инвестор, попытавшись воссоздать имущественный комплекс компании, приобретя только права на ее бизнес.

Применительно к такому случаю имущественный подход к оценке бизнеса и именуют иногда затратным.

Вторая модификация метода накопления активов применяется для оценки:

финансовых компаний (чье имущество состоит в основном из финансовых активов, которые служат в качестве источника непосредственных с них доходов; даже полная или неполная их продажа служит лишь для обновления или диверсификации подобных активов);

промышленных фирм, обладающих особо ценным пакетом служащих конкурентными преимуществами нематериальных активов, которые составляют гудвилл компании; в пакете их продать невозможно, поэтому оценка их стоимости представляет собой не определение их вероятной рыночной стоимости, а установление их ценности как вклада в стоимость обладающей ими фирмы как действующей.

Под финансовыми компаниями здесь понимаются инвестиционные компании и инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, холдинговые компании и банки.

Характерным случаем для промышленных компаний, подпадающих под оценку методом накопления активов как действующих, выступают те производственные фирмы, у которых, возможно, изношены материальные активы, но зато имеются конкурентоспособные и дополняющие друг друга нематериальные активы. Из-за наличия в них трудно продаваемого в своем комплексе гудвилла (в том числе из-за отсутствия или дороговизны юридических форм осуществить соответствующую продажу) подобные компании финансово целесообразно сохранять как действующие, потому что их оценка как действующих с учетом названного гудвила выше, чем оценка их ликвидационной стоимости.

Особый случай – оценка методом накопления активов молодого предприятия, образованного под конкретный инновационный проект (проект освоения новшества в виде новой продукции или технологического процесса). Метод накопления активов при оценке и прогнозировании стоимости такого предприятия (венчурной фирмы), имеющего пока в основном лишь нематериальные активы, скорее неприемлем. Объясняется это тем, что к моменту вероятной перепродажи венчурным инвестором своей доли в предприятии (когда венчурная фирма будет лишь начинать зарабатывать прибыли и еще не успеет их реинвестировать в покупку имущества для дальнейшего развития), материальные активы оцениваемого предприятия, по-видимому, не составят значимой величины. Кроме того, эту величину, следуя методу накопления активов, придется еще уменьшать на размер непогашенной к концу прогнозируемого периода задолженности учрежденного предприятия, которое тогда только приступит к развертыванию своих операций. Следовательно, попытка спрогнозировать рыночную стоимость предприятия, созданного под инновационный проект, на момент ожидаемого всего лишь начала роста продаж по этому проекту даст заведомо заниженную величину.

Метод накопления активов также вполне адекватен для оценки прогнозной стоимости предприятия как действующего, когда (если не принимать во внимание возможного накопления запасов легко реализуемых сырья и материалов, цены на которые в условиях инфляции растут быстрее общего темпа инфляции) в планируемой к некоторому моменту времени структуре активов предприятия необычно высокую долю должны будут составить нематериальные активы. Эти активы могут

быть в виде заключенных выгодных контрактов, закрепленной клиентуры, обученного высококвалифицированного персонала (не имеющего согласно заключенным с ним трудовым договорам права в течение определенного времени покинуть предприятие), патентов и охраняемого режимом секретности ноу-хау, других явно выраженных конкурентных преимуществ. Однако оценка стоимости этой части активов, как правило, не может быть произведена непосредственно и предполагает, со своей стороны, использование других методов, в первую очередь метода дисконтированного денежного потока.

Строго следуя методу накопления активов и прогнозируя (посредством прогноза будущей стоимости его активов) будущую стоимость предприятия, начинающего инвестиционный (на базе инноваций) проект, необходимо иметь в виду следующее. К моменту развертывания продаж нового перспективного продукта (примерно на это время и может прийти прогноз будущей стоимости предприятия) балансовая стоимость активов вероятнее всего вообще сократится, сделав предприятие более дешевым.

Это будет вызвано временным выведением из баланса средств, вложенных в те нематериальные активы, которые особенно трудно оценить по их балансовой стоимости. Сюда относятся вложения в рекламу, незащищенный патентами и неовеществленный в технической документации ноу-хау (в виде появившегося опыта работников, не оцениваемого фактическими инвестициями в специальное обучение персонала) и т. п. Впоследствии подобные инвестиции скажутся на увеличении продаж и прибылей, через капитализацию последних снова увеличат и пассивы, и активы фирмы, но в течение определенного периода все-таки будет иметь место уменьшение баланса и стоимости учитываемых в нем активов предприятия.

Метод накопления активов, возможно, применим еще к предприятиям с быстро растущими в цене материальными активами типа запасов высоколиквидных и дефицитных материалов, сырья и пр. Нужно лишь иметь в виду, что оценки по этому методу тогда следует делать на основе прогноза не балансовой стоимости этих активов (она будет резко отставать и от роста указанных активов, и от инфляции), а их рыночной стоимости (еще лучше — ликвидационной стоимости). Такой прогноз на основе надежных современных рыночных котировок может



делаться специалистами соответствующих товарных рынков (например, биржевыми и внебиржевыми брокерами, крупными компаниями оптовой торговли).

### **Контрольные вопросы**

1. В чем заключается сущность затратного подхода к оценке бизнеса?
2. Какая формула является базовой в затратном подходе?
3. Назовите последовательность оценки стоимости бизнеса с использованием затратного подхода?
4. В каких сферах наиболее целесообразно использовать затратный подход?
5. Какие недостатки существуют у затратного подхода?
6. Назовите модификации затратного подхода?

### **Задачи**

**Задача 1.** Предприятие оценено методом накопления активов. Его обоснованная рыночная стоимость составляет 150 млн руб. На следующий день после получения этой оценки предприятие взяло кредит 11 млн руб. На 8 млн руб. из средств кредита предприятие приобрело оборудование. Ставка процента по кредиту – 18 % годовых. Уплата процентов – в конце каждого года. Погашение кредита – через два года. Как должна измениться оценка рыночной стоимости предприятия?

**Задача 2.** Переоцененная рыночная стоимость материальных активов предприятия составляет 300 млн руб. Отношение чистой прибыли к собственному капиталу в отрасли, которой принадлежит предприятие, равно 14 %. Средняя годовая чистая прибыль предприятия за предыдущие пять лет в ценах года, когда производится оценка предприятия, составляет 35 млн руб. Рекомендуемый коэффициент капитализации прибылей предприятия – 26 %. Требуется оценить стоимость гудвилла предприятия и суммарную рыночную стоимость предприятия по методу накопления активов.

**Задача 3.** Единственным видом имущества индивидуального частного предприятия является вязальная машина, которую купили пять лет назад по цене 1,2 тыс. руб. и все это время интенсивно использовали. Стоимость замещения такой машины – 500 руб. Срок амортизации – 4 года. Технологический износ машины определяется тем, что цена ее современного предлагаемого на рынке аналога в расчете на показатель скорости стандартного вязания ниже удельной цены имеющейся у предприятия машины в 1,4 раза. Функциональный износ машины – 100 руб. Вес машины – 10 кг. Стоимость металлического утиля – 25 руб. за 1 кг при скидке 10 % на ликвидационные расходы по данному типу утиля. Оцениваемое предприятие имеет кредиторскую задолженность 250 тыс. руб., срок погашения которой наступает через один месяц. Долг был выдан под 25 % годовых с ежемесячным начислением процента.

Какова обоснованная рыночная стоимость предприятия? Рекомендуемая с учетом риска невозврата долга ставка дисконта – 20 % годовых.

**Задача 4.** Предприятие имеет приобретенные в текущем году материальные активы. Их балансовая стоимость составляет 25 млн руб. Стоимость гудвила компании – 6 млн руб. Компания не имеет кредиторской задолженности. Какова будет к концу текущего года оценка рыночной стоимости предприятия в случае, если до конца года по всем материальным активам предприятия произойдет изменение налога на добавленную стоимость с 15 до 12 %?

Оценить, какова будет через год прогнозная стоимость гудвила предприятия, если планируется, что через год предприятие будет иметь следующие показатели:

стоимость чистых материальных активов – 20 млн руб.  
прогнозируемая прибыль – 7 млн руб.

По среднеотраслевым данным доходность аналогичных компаний составляет 26 % на собственный капитал при коэффициенте капитализации нематериальных активов, равном 30 %.

## Глава 6. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ РАЗЛИЧНЫХ ВИДОВ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

### 6.1. Оценка стоимости зданий и сооружений

Для оценки недвижимости (земли, зданий, сооружений) возможно использование трех подходов: доходного, сравнительного и затратного. Характеристика двум первым была дана выше, поэтому в данной главе приведем лишь алгоритмы процедуры оценки недвижимости различными методами.

При использовании метода капитализации доходов при оценке недвижимости, приносящей доход владельцу, алгоритм будет следующий

1. Оценивается потенциальный валовой доход (ПВД):

$$\text{ПВД} = \text{П}_л \text{ С}_а,$$

где  $\text{П}_л$  – площадь, сдаваемая в аренду,  $\text{м}^2$ ;

$\text{С}_а$  – арендная ставка за  $1 \text{ м}^2$ .

Как правило, величина арендной ставки зависит от местоположения объекта, его физического состояния, наличия коммуникаций, срока аренды и т. д.

2. Оцениваются предполагаемые потери от недоиспользования объекта недвижимости и потери при сборе платежей. Уменьшение ПВД на величину потерь дает величину действительного валового дохода (ДВД), который определяется по формуле

$$\text{ДВД} = \text{ПВД} - \text{Потери}.$$

3. Оцениваются предполагаемые издержки по эксплуатации оцениваемой недвижимости (операционные расходы).

4. Определяется прогнозируемый чистый операционный доход

(ЧОД) посредством уменьшения ДВД на величину операционных расходов:

$$\text{ЧОД} = \text{ДВД} - \text{ОР},$$

где ОР – операционные расходы (за исключением амортизационных отчислений).

5. Рассчитывается коэффициент капитализации одним из следующих методов: кумулятивного построения, инвестиционной группы, рыночной выжимки, прямой капитализации.

Сравнительный (рыночный) подход для оценки недвижимости представлен методом сравнения продаж и методом валового рентного мультипликатора.

Метод сравнения продаж основан на сопоставлении и анализе информации о продаже аналогичных объектов недвижимости, как правило, за последние 3 – 6 месяцев. Данный метод является объективным лишь в случае наличия достаточного количества сопоставимой и достоверной информации по совершенным сделкам, включающей сведения об условиях и ценах сделок, продавцах и покупателях.

Выбор объектов в качестве аналогов необходимо производить на том же сегменте рынка, к которому относится оцениваемый объект. При этом следует обратить внимание на следующие моменты:

если объект был продан за меньший для стандартного срока экспозиции период, это свидетельствует о том, что цена была занижена. Если же объект находился на рынке дольше стандартного срока экспозиции, то цена, по всей видимости, была завышена. И в том и в другом случае сделка не является типичной для данного сегмента рынка и не может рассматриваться в качестве сравнимой;

если сделка заключена между головной и дочерней компаниями, то маловероятно, что сделка состоялась по рыночной цене. То же самое относится к сделкам с объектами, отягощенными залогом.

Метод сравнения продаж предусматривает:

1. Сравнение и сопоставление оцениваемого объекта с объектами-аналогами по двум компонентам: единицам изменения и элементам сравнения. Применяются следующие единицы сравнения:

цена за 1 га – для больших массивов сельскохозяйственного назначения, промышленного и жилищного строительства;

цена за 1 м<sup>2</sup> площади – в деловых центрах городов, для офисов;  
цена за 1 лот – стандартные по форме и размеру участки в районах жилой, дачной застройки;

цена за фронтальный метр – при коммерческом использовании в городах (общая площадь объекта считается пропорциональной длине его границы по какой-либо улице или шоссе);

цена за единицу плотности – коэффициент отношения площади застройки и площади земельного участка;

цена за единицу площади, приносящую доход, в спортивных комплексах, ресторанах, театрах – это одно посадочное место, а в гаражах и автостоянках – место парковки одного автомобиля. Обязательными элементами сравнения для объектов недвижимости являются: переданные имущественные права, условия финансирования сделки, условия продажи, время продажи, местоположение и физические характеристики объекта недвижимости. К необязательным элементам сравнения можно отнести доступ к объекту недвижимости, права на прибрежную полосу и воду, экологические условия и т. д.

2. Оценку поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости.

Поправками называются корректировки, вводимые в цену продажи объекта-аналога при приведении его ценообразующих характеристик к характеристикам оцениваемого объекта.

Поправки по таким элементам сравнения, как корректировки: 1) на имущественные права, 2) на условия финансирования, 3) на условия продажи и 4) на время продажи проводятся последовательно – каждый раз корректируется уже ранее откорректированная цена. Все остальные поправки, а именно корректировки по местоположению, физическим характеристикам объекта и другие, проводятся параллельно, т. е. одновременно к стоимости, уже скорректированной на последовательные поправки и приведенной таким образом к рыночной величине на дату оценки.

В зависимости от отношения к цене единицы сравнения поправки делятся на процентные и денежные. Денежные, в свою очередь, делятся на относительные и абсолютные.

Процентные поправки вносятся путем умножения цены продажи аналога или его единицы сравнения на величину процентной поправ-

ки. Стоимость оцениваемого объекта с учетом процентной поправки выглядит следующим образом:

$$СБ = (С_{ед} К_{ед}) П = (С_{ед} П_{пр}) К_{ед},$$

где СБ – стоимость оцениваемого объекта;  
( $С_{ед} К_{ед}$ ) – цена продажи аналога до учета поправки;  
 $П_{пр}$  – величина процентной поправки;  
 $С_{ед}$  – цена продажи единицы сравнения;  
 $К_{ед}$  – количество единиц сравнения.

Относительная денежная поправка изменяет цену лишь одной единицы сравнения. Стоимость оцениваемого объекта с учетом относительной денежной поправки рассчитывается по формуле

$$СБ = (С_{ед} + П_{од}) К_{ед},$$

где  $П_{од}$  – величина относительной денежной поправки.

Абсолютная денежная поправка относится к цене продажи аналога в целом, изменяет на определенную величину цену всего объекта и ее величина не зависит от количества единиц сравнения. Стоимость оцениваемого объекта с учетом абсолютной денежной поправки выглядит следующим образом:

$$СБ = (С_{ед} К_{ед}) + П_{ад},$$

где  $П_{ад}$  – величина абсолютной денежной поправки.

Рассмотрим процесс анализа и проведения поправок по элементам сравнения.

### **1. Имущественные права на недвижимость.**

При покупке, аренде и других сделках с недвижимостью будущего владельца, арендатора и т. п. интересуют прежде всего права, которые он приобретает на данный объект. Цена недвижимости зависит главным образом от передаваемых на нее прав. В случае если право собственности на объект недвижимости обременено правом аренды или другими обязательственными правами, рыночная стоимость такого объекта может значительно измениться, обычно в сторону уменьше-

ния. Зачастую магазины, бизнес-центры, земельные участки и другие объекты недвижимости продаются вместе с существующими арендными договорами. При этом если контрактная арендная плата отличается от рыночной, будущий владелец собственности будет в течение оставшегося срока договора аренды получать денежные потоки, отличающиеся от рыночных.

Учет разницы между рыночной и контрактной арендной платой при определении стоимости называют поправкой на имущественные права. Величину корректировки на права собственности можно определить двумя способами – прямой капитализацией разницы между рыночной и контрактной арендной платой и дисконтированием этой разницы в течение оставшегося срока аренды.

## **2. Условия финансирования.**

Наиболее распространенным случаем, когда возникает необходимость внесения поправки на условия финансирования, является покупка объекта недвижимости с привлечением ипотечного кредита, который предоставляет либо сам продавец, либо сторонняя организация. Для корректировки таких условий можно применить дисконтирование денежных потоков ипотечного кредита по рыночной ставке процента.

## **3. Условия продажи.**

Поправка на условия продажи отражает нетипичные для рынка отношения между продавцом и покупателем. С одной стороны, продажа может произойти по цене ниже рыночной, если продавцу необходимо срочно реализовать собственность или на продавца оказывается давление, либо между участниками сделки существует семейная, деловая или финансовая связь. С другой стороны, продажа может произойти по цене выше рыночной, если для покупателя возможно существенное увеличение стоимости его общей собственности или приобретаемая собственность дорога ему как семейная реликвия.

Однако подобные нетипичные ситуации крайне тяжело выявить, поэтому при подозрении на нерыночные условия продажи данный объект лучше исключить из перечня объектов сравнения.

## **4. Время продажи.**

Изменение рыночной конъюнктуры, условия которой могут сильно отразиться на стоимости объекта недвижимости, происходят с течением времени. Поэтому такие факторы, как инфляция, банковская

процентная ставка, изменения спроса и предложения на объекты недвижимости, изменения потребительских предпочтений, новшества в правовом регулировании необходимо учитывать в процессе оценки с помощью поправки на продажу. Основным индикатором рынка недвижимости является динамика изменения цен на недвижимость в рамках одного и того же рынка, которая отражается либо в процентах от предыдущего уровня цен, либо с помощью ценовых индексов.

### **5. Местоположение.**

Наиболее важным фактором, определяющим стоимость недвижимости, является местоположение. Величину поправки на местоположение лучше всего рассчитывать с помощью анализа парных продаж, когда единственным различием между двумя объектами недвижимости является их физическое расположение. Причем под различным местоположением нужно понимать не только расположение объектов в разных населенных пунктах, районах города, микрорайонах, но и в противоположных концах одного дома, на разных этажах одного дома и т. п.

### **6. Физические характеристики.**

Не бывает двух совершенно одинаковых домов, квартир, земельных участков и т. п. Практически всегда объекты сравнения имеют различия в физических характеристиках – разные размеры, конструктивные элементы, качество материалов, износ, внешний вид. Сюда же можно отнести состояние окружающей среды, функциональные возможности и эстетические характеристики.

Для разных типов недвижимости существует свой набор физических характеристик, наиболее сильно влияющих на стоимость объекта. Так, для объектов торговли важно наличие витринных окон, входа с оживленных мест и магистралей; для складских объектов важны вместимость, наличие подъездных путей, железной дороги; для жилой недвижимости большое значение может иметь состояние окружающей среды. Но существуют физические характеристики, влияющие на стоимость практически всех типов недвижимости. К ним относятся: состояние объекта (требуется ли ремонт и какой), наличие инженерных сетей – электричество, водопровод, канализация и т. д.

Существуют следующие основные методы расчета поправок.

**Метод, связанный с анализом парных продаж.** Парной продажей называется продажа двух объектов, идентичных почти во всем, за ис-



ключением одной характеристики. Поскольку между двумя сопоставимыми объектами имеется единственное различие, то разница в ценах продажи может быть приписана этому различию.

**Метод прямого анализа характеристик.** Сущность его заключается в анализе характеристик оцениваемого объекта и аналога. Этим методом рассчитывается, например, поправка на время продажи объекта, фактически отражающая изменение покупательной способности валюты, в которой осуществлялись платежи за сопоставимые объекты недвижимости. Для определения поправки на время продажи необходимо знать индексы покупательной способности доллара. Поправка на время рассчитывается по формуле

$$П_{в} = I_{дсс} / I_{до},$$

где  $П_{в}$  – поправка на время продажи;

$I_{дсс}$  – индекс покупательной способности доллара на дату совершения сделки с аналогом;

$I_{до}$  – индекс покупательной способности доллара на дату оценки объекта.

Вероятная стоимость оцениваемого объекта может быть рассчитана как среднее арифметическое из приведенных цен аналогов.

Оценка восстановительной стоимости или стоимости замещения зданий и сооружений осуществляется: методом сравнительной единицы; методом поэлементного расчета (разбивки на компоненты); индексным способом оценки.

**Метод сравнительной единицы.** Включает следующие этапы.

1. На основе данных об издержках строительства аналогичных объектов разрабатываются нормативы затрат на строительные работы. В качестве типичного сооружения лучше всего использовать недавно построенный объект, для которого известна контрактная цена.

2. Норматив удельных затрат умножается на общую площадь или объем оцениваемого здания.

3. Вносятся поправки на особенности оцениваемого объекта.

Полная стоимость воспроизводства оцениваемого здания находится по формуле

$$П_{св} = В ОЗ_{стр} k,$$

где  $P_{св}$  – полная стоимость воспроизводства;

$B$  – восстановительная стоимость единицы измерения (1 м<sup>3</sup>) данного типа здания;

$OZ_{стр}$  – строительный объем здания;

$k$  – поправочный коэффициент, учитывающий отличие конструктивного решения здания, внутреннего оборудования, климатического района и территориального пояса.

Этот метод очень широко применяется оценщиками в своей практической деятельности, особенно при проведении переоценки основных фондов предприятий.

## **6.2. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования**

Машины и оборудование, называемые также активной частью основных фондов, составляют технологическую основу любого предприятия, являясь существенной частью его имущественного комплекса. Цели и мотивы их оценки многообразны. Однако все многообразие конкретных целей и мотивов оценки машин и оборудования может быть сведено к трем различным непересекающимся целевым установкам:

независимая от других видов имущества оценка машин и оборудования. Как правило, это оценка по отдельным инвентарным единицам. Например, при определении рыночной стоимости отдельных видов машин и оборудования с целью их купли-продажи, сдачи в аренду, лизинг, залог и т. п.;

оценка машин и оборудования как один из этапов оценки (переоценки) основных фондов;

оценка машин и оборудования как один из этапов оценки предприятия в целом.

В отличие от первого случая во втором и третьем речь идет о полной оценке всей совокупности машин и оборудования рассматриваемого предприятия. На средних и особенно крупных предприятиях, парк машин и оборудования которых исчисляется сотнями и тысячами единиц, такая оценка очень трудоемка, в силу чего без применения современных компьютерных технологий ее проведение малоэффективно, а подчас и просто невозможно.

Во втором и третьем случаях возникает также проблема разграничения машин и оборудования как объектов оценки, с одной стороны, и зданий и сооружений – с другой. Необходимость такого разграничения вызывается различием технологии и методов оценки стоимости этих элементов основных фондов, методов оценки их износа и обесценения.

Как объекты оценки машины и оборудование характеризуются следующими отличительными чертами:

не связаны жестко с землей;

могут быть перемещены в другое место без причинения невосполнимого физического ущерба как самим себе, так и той недвижимости, к которой они были временно присоединены;

могут быть как функционально самостоятельными, так и образовывать технологические комплексы.

Перечисленные черты существенно отличают машины и оборудование от других видов имущества, прежде всего от зданий и сооружений, что, как правило, затрудняет процесс оценки.

Во-первых, для машин и оборудования нет таких обобщающих технико-экономических показателей, как стоимость 1 кв. м площади, 1 куб. м объема, 1 погонного метра длины и т. п., а использование при оценке машин и оборудования удельных весовых стоимостей (например тонны веса) если и приемлемо, то в крайне редких случаях.

Во-вторых, номенклатура машин и оборудования, их функциональные, конструктивные и эксплуатационные характеристики, а следовательно, и ценовые параметры изменяются более динамично и радикально. Это обстоятельство резко сужает возможности и границы применения в целях оценки средних цен или индексов средних цен.

В-третьих, машины и оборудование редко воспроизводятся в виде точных копий, что во многих случаях делает невозможным прямое определение их восстановительной стоимости как стоимости воспроизводства. Она трактуется в этих случаях расширительно, т. е. не как стоимость воспроизводства, а как стоимость замещения, или (при отсутствии приемлемых аналогов) определяется индексными методами.

В-четвертых, для машин и оборудования гораздо более актуальной, чем для недвижимости, более трудной в определении и более значимой по своим последствиям является проблема физического и функ-

ционального (как морального, так и технологического) износа и обесценения.

В-пятых, при определении стоимости машин и оборудования, особенно сложных видов техники, необходимо учитывать степень их комплектности, ее соответствие требованиям стандартов, техническим условиям или другой нормативно-технической документации, внося соответствующие поправки.

Поэтому с оценкой сложной техники связана еще одна проблема — необходимость и возможность оценки этой техники не только в целом как единой системы или одной инвентарной единицы, но и по основным ее составляющим — узлам и агрегатам, которые на бухгалтерском учете рассматриваемого предприятия как самостоятельные инвентарные единицы могут и не состоять.

В-шестых, при оценке машин и оборудования необходимо учитывать наличие или отсутствие системы гарантийного и постгарантийного (ремонтного) обслуживания, а также степень ремонтпригодности оцениваемых объектов в случае осуществления ремонта собственными силами пользователя. При этом следует иметь в виду, что она определяется не только технической возможностью ремонта и сложностью его технологии, но и возможностью приобретения необходимого комплекта запасных частей. Так, для машин и оборудования, снятых с производства, как правило, прекращается и выпуск запчастей.

В-седьмых, перед всеми агентами товаропроводящей сети машин и оборудования (как на первичном, так и на вторичном рынках) остро стоят задачи продвижения товара и расширения рынков сбыта. Поэтому они далеко не всегда ориентируются на его себестоимость, цену приобретения или остаточную балансовую стоимость при определении нижней границы цены предложения. В силу этого она может быть и заниженной, что следует иметь в виду при ориентации на цены аналогов.

В-восьмых, в целях решения предыдущей задачи у наиболее активных и, следовательно, наиболее массовых продавцов доля рекламных и маркетинговых затрат в цене единицы машины (оборудования) достигает больших величин, не позволяющих игнорировать их, что в некоторых случаях бывает необходимо, например при оценке дефицитной продукции. В то же время определение оценщиком этих элементов

продажной цены объектов-аналогов далеко не всегда возможно, что существенно усложняет процесс оценки.

В-девятых, при оценке стоимости машин и оборудования методом рыночных сравнений необходимо учитывать ту стадию «жизненного цикла», на которой находится в момент оценки либо сам оцениваемый объект, либо объект-аналог, внося соответствующие коррективы в определяемую величину оценочной стоимости. (Следует помнить, что каждому этапу жизненного цикла соответствует своя ценовая политика).

В-десятых, оценку стоимости машин и оборудования, особенно простыми методами (затратным и рыночных сравнений), затрудняет высокий удельный вес импортного оборудования на сегодняшнем российском рынке машин (отечественные и импортные машины, как правило, несопоставимы не только по техническому уровню и уровню качества, но и по ценам).

Оценщику следует иметь в виду, что согласно действующему законодательству стоимость импортного товара складывается из его таможенной стоимости, суммы акцизов по подакцизным товарам, таможенной (импортной) пошлины, сборов за таможенное оформление, а также прочих накладных расходов по импорту без учета уплаченного НДС. Изменение таможенной и протекционистской политики существенно меняет цены на импортные машины и оборудование.

В-одиннадцатых, многообразие типов, размеров, производителей, продавцов, наличие большого числа инвентарных единиц техники порождает свою цену предложения. И профессиональный оценщик должен уметь ориентироваться в этом море цен.

При оценке машин и оборудования применяются три подхода: затратный, сравнительный и доходный.

**Затратный подход в оценке машин и оборудования** основан на принципе замещения. Для определения стоимости восстановления или стоимости замещения, являющихся базой расчетов в затратном подходе, необходимо рассчитать затраты (издержки), связанные с созданием, приобретением и установкой оцениваемого объекта.

Под стоимостью восстановления оцениваемых машин и оборудования понимается либо стоимость воспроизводства их полной копии в текущих ценах на дату оценки, либо стоимость приобретения нового

объекта, полностью идентичного данному по конструктивным, функциональным и другим характеристикам. Остаточная же стоимость определяется как восстановительная стоимость за вычетом совокупного износа.

Под стоимостью замещения оцениваемой машины или оборудования понимается минимальная стоимость приобретения аналогичного нового объекта, максимально близкого к оцениваемому по всем функциональным, конструктивным и эксплуатационным характеристикам. Остаточная стоимость замещения определяется как стоимость замещения за вычетом износа.

Таким образом, в первом случае речь идет об идентичных объектах, а во втором – об аналогичных.

Основной недостаток затратного подхода – слабый учет степени полезности объекта для текущего или потенциального собственника.

При наличии достаточной информации и необходимого программного обеспечения оправдано построение и использование в целях приближенной оценки стоимости машин и оборудования статистических (многофакторных) моделей ценообразования, выражающих зависимость цены объекта от состава и значений его технических характеристик. Влияние других (рыночных) факторов может быть учтено путем введения в модель тех или иных поправочных коэффициентов.

**Сравнительный подход к оценке стоимости машин и оборудования** представлен, прежде всего, методом прямого сравнения. Объект-аналог должен иметь то же функциональное назначение, полное квалификационное подобие и частичное конструкторско-технологическое сходство.

Расчет данным методом осуществляется в два этапа.

1. Нахождение объекта-аналога.

2. Внесение корректировок в цену аналога. Корректировки бывают двух видов: коэффициентные (вносимые умножением на коэффициент) и поправочные (вносимые прибавлением или вычитанием абсолютной поправки).

Метод рыночных сравнений или аналогов является при оценке машин и оборудования наиболее универсальным и очевидным, а при определении стоимости по ценам предложения или статистики продаж – и наиболее «рыночным». Это основной метод оценки машин и

оборудования. Следует отметить, что наряду с рыночными в рамках этого метода могут использоваться и нерыночные аналоги, например объекты прежних (дореформенных) преysкурантов оптовых цен с поправкой этих цен на индекс инфляции.

Главные проблемы этого метода – трудности с получением необходимой информации (текущих рыночных цен на машины и оборудование), созданием баз данных, выбором аналогов, адекватных оцениваемым объектам, учетом степени несовпадения состава и численных значений характеристик аналогов и оцениваемых объектов.

**Доходный подход** в оценке машин и оборудования. Для реализации этого подхода необходимо спрогнозировать ожидаемый доход от оцениваемого объекта. Но применительно к машинам и оборудованию напрямую решить эту задачу невозможно, поскольку доход создается всем производственно-имущественным комплексом. Поэтому предлагается поэтапное решение задачи.

1. Рассчитывается операционный доход от функционирования производственной системы (предприятия, цеха, участка).

2. Методом остатка определяется та часть дохода, которую можно отнести к машинному парку этой системы.

3. С помощью метода дисконтирования или метода капитализации определяется стоимость всего машинного парка.

Метод капитализации дохода применим при оценке машин и оборудования главным образом в случаях «системной оценки», так как в основном только в этих случаях возможна и целесообразна локализация соответствующего потока доходов и затрат и соотнесение его с объектом оценки. Помимо оценки производственно-технологических систем этот метод применим также при оценке так называемого бизнесобразующего оборудования (например дорогостоящих транспортных средств), с помощью которого выполняют непосредственно оплачиваемые работы.

В связи с тем что каждый подход имеет не только достоинства, но и недостатки для обеспечения большей обоснованности и точности оценки в общем случае рекомендуется использовать одновременно несколько методов, предполагая, что истинная стоимость оцениваемого объекта лежит в интервале значений, полученных разными методами.

В международных и российских стандартах оценки справедливо отме-

чается, что, хотя выбор конкретного метода в основном обусловлен характером доступной информации, особенностями рынка и спецификой самого оцениваемого объекта, результат оценки должен быть один – рыночная стоимость, если все примененные методы во всех своих элементах основывались на рыночной информации. Чисто теоретически это может быть и верно, однако в практических расчетах величина стоимости, полученной разными методами, как правило, различна. Причем различия эти могут быть весьма существенны. Для их преодоления можно рекомендовать разные подходы – усреднение оценок, полученных разными методами, задание интервалов оценки, выбор ведущего метода, наиболее адекватного условиям и объекту оценки, и игнорирование оценок, полученных другими методами.

Следует также иметь в виду, что оценщик имеет право оценивать разные группы машин и оборудования различными методами, а в случае переоценки составлять по отдельным группам инвентарных единиц так называемую их нормативную оценку, т. е. оценку по индексам, рекомендованным Госкомстатом РФ.

В затратном подходе к оценке машин и оборудования выделяются следующие методы: метод расчета по цене однородного объекта; метод поэлементного расчета; индексный метод оценки.

**Метод расчета по цене однородного объекта.** Расчет ведется в определенной последовательности.

1. Для оцениваемого объекта подбирается однородный объект, похожий на оцениваемый прежде всего по технологии изготовления, используемым материалам, конструкции. Цена на однородный объект должна быть известна.

2. Определяется полная себестоимость производства однородного объекта.

3. Рассчитывается полная себестоимость оцениваемого объекта. Для этого в себестоимость однородного объекта вносятся корректировки, учитывающие различия в массе объектов.

4. Определяется восстановительная стоимость оцениваемого объекта.

Если оцениваются машины и оборудование, спрос на которые отсутствует, то их стоимость принимается на уровне себестоимости.

**Метод поэлементного расчета.** При использовании данного метода осуществляются следующие этапы работы.



1. Составляется перечень комплектующих узлов и агрегатов оцениваемого объекта. При наличии развитого рынка комплектующих изделий собирается ценовая информация по комплектующим.
2. Определяется полная себестоимость объекта оценки.
3. Рассчитывается восстановительная стоимость оцениваемого объекта.

Индексный метод оценки. При использовании данного метода осуществляется приведение базовой стоимости объекта оценки (первоначальной балансовой стоимости или восстановительной стоимости по предыдущей переоценке) к современному уровню с помощью индекса (или цепочки индексов) изменения цен по соответствующей группе машин и оборудования за соответствующий период.

Возможно осуществление индексирования затрат, из которых складывается себестоимость оцениваемого объекта. При этом используются ценовые индексы ресурсов. Для определения остаточной стоимости машин и оборудования из восстановительной стоимости вычитается суммарный износ: физический, функциональный и внешний.

Очевидно, что нормативная переоценка основных фондов на основе коэффициентов Госкомстата РФ является частным случаем индексного метода оценки.

В качестве индексов изменения цен могут использоваться:

- индекс-дефлятор валового внутреннего продукта;
- сводный индекс цен производителей промышленной продукции;
- индекс инфляции, применяемый для индексации стоимости основных фондов;

средние индексы цен по отраслям и товарным группам, разрабатываемые Центром информационно-статистических работ Госкомстата РФ;

публикуемые в средствах массовой информации индексы общей инфляции и валютные курсы.

Метод рыночных сравнений самодостаточен лишь при определении стоимости в обмене, т. е. когда речь идет об оценке стоимости с целью продажи, сдачи в залог, аренду, лизинг. Действительно, если оборудование предназначено для демонтажа и вывоза, его новый собственник вряд ли будет оплачивать стоимость фундамента, монтажных и пусконаладочных работ, учтенных в восстановительной стоимости этого

оборудования. В противном случае, т. е. в предположении дальнейшего использования объекта оценки по месту его настоящей установки, к рыночной стоимости, определенной данным методом, необходимо добавить затраты на транспортировку, монтаж и другие установочные работы.

### 6.3. Оценка стоимости земельного участка

Неотъемлемым элементом любого объекта бизнеса, его природным базисом выступает земельный участок.

Особенность земельного участка как составной части имущественного комплекса предприятия состоит в том, что выгоды от использования земельного участка реализуются на протяжении неограниченного времени, в то время как другие активы предприятия имеют определенный срок службы. Кроме того, специфика экономической оценки земельного участка обусловлена учетом в процессе эксплуатации его многообразной роли как природного ресурса, основы среды проживания населения и объекта бизнеса.

Доходный подход к оценке земельных участков объектов бизнеса охватывает методы, позволяющие получить оценку стоимости земли исходя из ожидаемых потенциальным покупателем доходов. В основе доходного подхода лежат три принципа: принцип ожидания, принцип наиболее эффективного использования и принцип замещения. Типичный инвестор или предприниматель приобретает земельный участок в ожидании получения будущих денежных доходов или других выгод. При этом стоимость земельного участка может быть определена с учетом доходности земли и объекта бизнеса в целом, т. е. способности приносить доход в будущем на протяжении всего срока эксплуатации. Рыночная стоимость земельного участка представляет собой сумму приведенных к дате оценки ожидаемых будущих рентных доходов, части дохода от объекта бизнеса или других выгод.

Доходный подход при оценке земельных участков включает три метода: метод капитализации доходов (земельной ренты), метод остатка и метод предполагаемого использования.

**Метод капитализации доходов** основан на определении дохода от владения земельным участком и делением его на ставку капита-

ции или для сельскохозяйственных земель – умножением на срок капитализации. При этом под сроком капитализации понимают период, необходимый для окупаемости или воспроизводства земельного капитала.

Техника расчетов с помощью доходного подхода сложна, поскольку доходы распределены во времени и могут существенно изменяться, а ставка капитализации зависит от состояния экономики и особенно ее финансовой системы, правового регулирования земельного рынка. Использование доходного подхода требует проведения широких экономических и рыночных исследований для определения значений ставки капитализации, а также знания основ финансовой математики.

К ограничениям в использовании метода капитализации относятся неравномерность получаемых доходов, нестабильность цен, большой разброс продажных цен и доходов среди аналогичных земельных участков на рынке. Использование метода капитализации доходов целесообразно при оценке земельных участков, приносящих постоянный или равномерно изменяющийся доход.

При использовании данного метода необходимо определить величину дохода и ставку капитализации. В зависимости от целевого назначения земельного участка в качестве дохода могут выступать:

- рента для оценки земель сельскохозяйственных и лесозаготовительных предприятий;

- часть дохода от объекта бизнеса, приходящаяся на земельный участок;

- арендная плата для оценки земель поселений, предоставляемых под промышленную застройку;

- доход от прироста стоимости земельного участка, получаемый при его продаже в будущем или при его залоге под ипотечный кредит.

Сложной проблемой при доходном подходе является определение ставки капитализации. На практике сложилось несколько способов расчета ставки капитализации, первоначально разработанных для капитализации земельной ренты, т. е. оценки сельскохозяйственных земель.

Первый способ – рассмотрение земельного участка как разновидности денежного капитала и соответственно расчет ставки капитализации исходя из величины риска по аналогичным инвестициям на финансовом рынке на дату оценки. Риски инвестиций в земельный уча-

сток в развитых странах считаются невысокими и приравниваются к денежным вкладам в банки высокой категории надежности. Например, в Испании доходность с гектара по каждой выращиваемой культуре капитализируется под 3 % – средняя учетная ставка в Испании. В России данный способ в настоящее время применить трудно, поскольку финансовый рынок характеризуется высокой нестабильностью.

Второй способ – расчет ставки капитализации методом кумулятивного построения. В качестве примера рассмотрим расчет ставки капитализации при оценке стоимости права долгосрочной аренды городских земель в Москве. Ставка капитализации включает следующие составные части:

безрисковую ставку, например, процентную ставку Сбербанка России по валютным вкладам или средневзвешенную ставку дохода по валютным вкладам банков высшей категории надежности;

региональный риск, учитывающий уровень экономической активности в регионе, зоны рискованного земледелия и другие региональные факторы;

риск ликвидности, он связан с возможностью возникновения потерь при реализации земельного участка из-за недостаточной развитости или неустойчивости рынка.

Третий способ – анализ сравнительных продаж (рыночной выжимки). Данный способ прост, но требует достоверной информации о продажах сравнимых земельных участков. Ставка капитализации равна доходу, деленному на цену продажи по объектам-аналогам. Необходимо рассчитывать среднее (средневзвешенное) значение по имеющимся продажам.

Для оценки стоимости земель предприятий, расположенных в городах и населенных пунктах, может использоваться **метод капитализации земельной арендной платы**. Под арендой понимается предоставление земельного участка арендодателем во временное владение и (или) пользование арендатору (юридическому или физическому лицу) за плату на определенный срок.

Земельная арендная плата – это денежная сумма, выплачиваемая за право пользования земельным участком. Как регулярный поток дохода земельная арендная плата (арендный доход) может переводиться в стоимость права аренды методом прямой капитализации. Метод капи-

тализации земельной арендной платы особенно удобен, когда земельные участки сдаются предприятиям в долгосрочную аренду отдельно от зданий и сооружений.

В российских городах органы местного управления утверждают сейчас базовые ставки арендной платы за землю, находящуюся в муниципальной собственности, которые дифференцируются по территориально-экономическим зонам.

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

Исходные данные для капитализации можно также получить из анализа рыночной информации о продажах участков земли, аналогичных оцениваемому участку, и величин арендной платы.

Рыночная стоимость земельного участка рассчитывается посредством капитализации годовой арендной платы.

**Метод остатка** (техника остатка дохода, приходящегося на земельный участок) может использоваться для оценки земельных участков, застроенных объектами бизнеса и коммерческой недвижимости. Согласно принципу остаточной продуктивности земли зданиям и сооружениям, построенным на земле за счет привлечения капитала, рабочей силы и управления, отдается приоритет при распределении дохода. Доход, оставшийся после покрытия всех затрат на привлечение других факторов, относится к земельному участку.

Метод остатка для земли используется в тех случаях, когда здания и сооружения коммерческого назначения сравнительно новые или еще не построены. Их стоимость или предполагаемые затраты на строительство могут быть определены с высокой степенью точности, так же как и продолжительность их экономической жизни. Данный метод применяется и для определения варианта наиболее эффективного использования земельного участка.

**Метод предполагаемого использования** целесообразен, если выполняется условие его применения: возможность использования земельного участка способом, приносящим доход. Наиболее часто этим методом оцениваются неосвоенные участки земли. Данный метод на практике имеет несколько вариантов, из которых наибольшее распро-

странение получил метод разбивки на участки (определения затрат на освоение).

Метод разбивки на участки применяется, когда наиболее эффективным использованием является разделение земельного массива на стандартные участки, и представляет собой упрощенную модель инвестиционного анализа. Разбивка большого земельного массива на отдельные участки актуальна для любого растущего города или поселка и применяется при типовой застройке.

После разделения земельного массива участки продаются, из денежной выручки от продажи участков вычитаются все издержки на их освоение и определяется стоимость неосвоенной земли.

При оценке стоимости земель сельскохозяйственных предприятий в России необходимо учитывать, что они только недавно стали объектом купли-продажи и на них отсутствуют объекты недвижимости (здания, сооружения), а это исключает применение метода парных продаж и затратного подхода. Повсеместная оценка сельскохозяйственных земель в настоящее время осуществляется методом капитализации земельной ренты. Процедура оценки включает следующие этапы.

На первом этапе собирается и подготавливается исходная нормативная и статистическая информация.

На втором этапе вычисляется нормативная урожайность по каждой группе почв для основных сельскохозяйственных культур (пять-семь видов). Нормативная урожайность сельскохозяйственной культуры определяется плодородием земельного участка, измеряемым в баллах бонитета. В качестве показателя нормативной урожайности может использоваться величина нормальной урожайности, определенная в материалах четвертого тура земельно-оценочных работ.

На третьем этапе рассчитывается величина земельной ренты по главным возделываемым сельскохозяйственным культурам.

Все сельскохозяйственные земли по пригодности подразделяются на три категории:

пригодные под любое сельскохозяйственное использование, в том числе под полевые культуры (пашни, многолетние насаждения);

малопригодные под полевые культуры, но пригодные под кормовые угодья (сенокосы, пастбища);

не пригодные для использования в сельском хозяйстве (болота и т.п.).

Сравнительный подход широко используется в странах с развитым земельным рынком, особенно для оценки свободных земельных участков и участков с типовой застройкой. Данный подход основывается на систематизации и сопоставлении информации о ценах продажи аналогичных земельных участков, т. е. на принципе замещения. Сравнительный подход при оценке земельного участка включает метод сравнения продаж и метод распределения.

**Метод сравнения продаж** предполагает, что рациональный покупатель за выставленный на продажу земельный участок заплатит не большую сумму, чем та, за которую можно приобрести аналогичный по площади и местоположению участок земли.

При затратном подходе к оценке рыночной стоимости земельного участка исходят из того, что инвестор, проявляя должное благоразумие, не заплатит за участок большую сумму, чем та, в которую обойдутся приобретение соответствующего участка и возведение на нем аналогичного по назначению и полезности объекта бизнеса в приемлемый для строительства период.

### **Контрольные вопросы**

1. Какие поправки могут вводиться в цену продажи аналогичного объекта недвижимости?
2. Назовите основные методы расчета поправок на объекты недвижимости?
3. Какими чертами характеризуются машины и оборудование как объекты оценки?
4. Какие подходы применяются при оценке машин и оборудования?
5. В чем заключается особенность земельного участка как составной части имущественного комплекса предприятия?

## Глава 7. СПЕЦИФИКА ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БАНКОВСКОГО БИЗНЕСА

### 7.1. Особенности банковского бизнеса

Среди большого количества финансовых институтов, функционирующих на российском рынке, банки отличаются множеством специфических черт, связанных с правовой системой и особенностями данного бизнеса. Количество банков на российском рынке, особенно после кризиса 1998 г., сократилось, а сейчас – стабилизировалось. Обостряется конкуренция в банковском секторе, повышаются требования по достаточности капитала, снижается доходность на всех сегментах финансовых рынков, по-прежнему уровень профессионализма управленческих кадров не высок. В связи с этим возрастает потребность в выработке подходов и методик оценки стоимости банка как объекта купли-продажи, а также для принятия более эффективных управленческих решений.

Банковский сектор экономики обладает особенностями, которые и обуславливают специфику оценки стоимости кредитных организаций. Среди особенностей выделяют:

- жесткую регламентацию и надзор за деятельностью со стороны Центрального банка РФ;

- низкий уровень собственного капитала и высокий удельный вес заемных средств;

- высокую степень концентрации рисков на балансе банка;

- порядок ведения бухгалтерского учета;

- сложность в совершении и оформлении ряда операций (например, операций с производными инструментами и др.).

Значение банковской системы велико, поскольку банки играют важную роль в обеспечении денежного оборота, перемещении капиталов, предоставлении возможностей промышленным, коммерческим предприятиям для развития, накоплении сбережений населения с целью процветания экономики. Банки предоставляют обществу специфический



продукт – деньги, которые они подешевле приобретают в одном месте, чтобы подороже продать в другом. Операции на рынке проводятся в основном не за счет собственных средств, а за счет заемных. Стремление управляющих банками достичь высокого уровня рентабельности активов и капитала при незначительном участии в операциях собственными средствами приводит к высокой степени концентрации рисков на балансе кредитных организаций.

Центральный банк РФ предъявляет к коммерческим банкам требование по достаточности капитала с учетом тех рисков, которые конкретный банк принимает на себя. Такое требование является оправданным в силу того, что кредиторы и инвесторы банка – физические и юридические лица – рискуют наравне с банком. Более того, они становятся заложниками политики управляющих и ничем не защищены.

Надзорные органы выделяют ряд важных признаков устойчивости коммерческого банка:

- достаточный уровень капитала;
- ликвидный баланс;
- платежеспособность;
- удовлетворение требованиям по качеству капитала;
- умеренный риск.

Приведенный перечень свидетельствует о том, что два из пяти признаков устойчивости «привязаны» к показателям капитала банка.

Одной из важнейших функций капитала выступает защитная, т. е. функция по снижению риска. Сущность данной функции состоит в том, что капитал:

- становится буфером, способным поглотить убытки;
- обеспечивает доступ к рынкам и защищает кредиторов (вкладчиков) от проблем ликвидности из-за оттока депозитов;
- сдерживает рост активов и ограничивает риск.

В качестве одной из особенностей функционирования банка упоминалась высокая степень концентрации риска на его балансе.

Главное в деятельности банка – привлечение средств в виде депозитов и предоставление средств в займы. Ликвидность баланса банка высока. Это следует из необходимости удовлетворения неожиданного спроса на кредиты и выполнения обязательств перед вкладчиками по возврату депозитов.

При сравнении структур, источников доходов и расходов банка и промышленного предприятия имеются также существенные отличия. Основной статьей доходов и расходов банка являются проценты, а процентная маржа в большей степени формирует финансовый результат.

Одна из важнейших статей затрат банка – расходы по созданию резервов на возможные потери по ссудам. Чем больше расходов по созданию резервов, тем меньше прибыль, но и тем меньше необходим банку капитал.

Подводя итог проведенному сравнению, отметим, что структура баланса банка и отчета о прибылях и убытках является результатом принятия финансовых решений.

Как отмечалось ранее, бухгалтерский учет в банке существенно отличается от учета на предприятии. Большинство методов оценки стоимости бизнеса основываются на балансовых данных, поэтому необходимо более подробно остановиться на специфике бухгалтерского учета в банке.

Все операции в банке имеют отражение только на бумаге. В отличие от предприятия, у которого есть склад материальных активов, возможно провести их инвентаризацию, в банке любая операция оформляется лишь бухгалтерской проводкой и без соответствующей регистрации не существует. Данное обстоятельство подчеркивает важность бухгалтерского учета в банке и его более тесную связь с правовой системой.

Все операции банков можно было бы классифицировать следующим образом:

- операции с клиентами – кредитные операции, операции с наличными деньгами, обмен валюты, доверительные операции, консультационные, информационные и другие услуги;

- операции с ценными бумагами;

- операции по привлечению ресурсов и рефинансированию – торговля ценными бумагами, межбанковское кредитование, межбанковские валютные операции и др.;

- операции с финансовыми инструментами – фьючерсами, сделки своп, форвард, опционные сделки и др.;

- традиционные операции с собственным капиталом;

- хеджирование.

В России бухгалтерский учет в банках основан на кассовом прин-

ципе, в то же время российские предприятия могут вести учет, руководствуясь принципами начисления и кассовым методом. Различия в учете на предприятиях и банках приводят, в частности, к различиям в формах и структурах финансовых отчетов, которые составляют кредитные организации и предприятия.

Конфиденциальный характер учета в банке, его значимость для получения достоверной информации, высокая степень финансовых рисков и низкий уровень капитала в кредитных организациях, привлекающих средства, принадлежащие широкой публике, обуславливают работу коммерческих банков под надзором со стороны центральных банков.

Центральный банк РФ, как банк банков, в силу закрепленных в законодательстве за ним функций обязан следить за «здоровьем» кредитной системы с помощью методов ранней «диагностики», в том числе используя инструменты денежно-кредитного регулирования, управляя денежным оборотом, поддерживая устойчивость национальной денежной единицы.

Однако сколь эффективной ни была бы система надзора в рыночной экономике, банки время от времени становятся неспособными продолжать свой бизнес и признаются банкротами. Как отмечалось ранее, специфика банковского бизнеса состоит также и в том, что денежные средства привлекаются от широкой публики. Это означает, что в случае банкротства банка должен рассматриваться вопрос о выплате компенсаций вкладчикам. Во всем цивилизованном мире в таких критических ситуациях на помощь банковской системе приходят корпорации по страхованию депозитов, которые создаются при участии государственных органов и призваны заниматься выплатой компенсаций вкладчикам обанкротившихся банков.

Данная мера обходится обществу слишком дорого, так как фактически выплаты ложатся бременем на налогоплательщиков.

## **7.2. Основные концепции оценки стоимости банка**

В процессе слияний, поглощений, финансового оздоровления, реструктуризации и ликвидации кредитных организаций возникает потребность в проведении оценки стоимости банка. Например, активиза-

ция процессов концентрации банковского капитала для решения внутренних проблем банка, желание менеджмента добиться определенных количественных и качественных характеристик вызывают потребность оценки потенциальных объектов слияния или присоединения для достижения поставленных целей. При этом потребность в оценке возникает как со стороны присоединяющей кредитной организации или объединяющихся банков, так и со стороны органов надзора, ответственных за стабильное развитие банковской системы, поскольку банковская система должна пополняться финансово устойчивыми кредитными организациями. Собственники банка заинтересованы в проведении оценки для установления реальной стоимости акций, которыми они владеют, и обоснованной их конвертации в акции нового либо присоединяющего банка. Менеджмент осуществляет оценку для обоснования успеха или неудачи рассматриваемого ими проекта. Органы надзора, как отмечалось ранее, в свою очередь, заинтересованы в проведении оценки стоимости объектов интеграции и новой кредитной организации с позиций устойчивости и надежности.

**Потребительная стоимость.** Она заключается в способности продукта труда удовлетворять какую-либо потребность, обладать полезностью. В то же время потребительная стоимость имеет двойственную природу: с одной стороны, она включает свойства продукта, без которых потребность не может быть удовлетворена; с другой – потребность, отсутствие которой приводит к тому, что данный продукт труда не представляет никакого интереса для потребителя. При утрате одного из свойств потребительная стоимость перестает существовать. Особенностью потребительной стоимости является то, что кредитная организация производит не вещественные продукты труда, а услуги. Своеобразие потребительной стоимости услуг заключается не в свойствах вещи, а в полезном эффекте конкретного труда банковских служащих. Услуги коммерческих банков по проведению расчетных операций, кредитованию, приобретению и размещению на рынке ценных бумаг и другие имеют потребительную стоимость. Именно полезный эффект от продажи основных банковских услуг выступает объектом купли-продажи, когда они приобретают форму товара.

Одновременно потребительная стоимость может быть реальной, обусловленной естественными свойствами того или иного вида про-

дукта труда, и формальной, проистекающей из той общественной формы, которую приобретает потребительная стоимость в рыночной экономике. Формально потребительной стоимостью обладают деньги, поскольку их стоимость обусловлена не естественными свойствами вещи, например, бумаги, металла, из которых они изготовлены, а их социально-экономической ролью как вещного выражения определенного общественно-производственного отношения – стоимости.

В процессе формирования потребительной стоимости можно выделить действительную и потенциальную стоимости. Кредитные организации, привлекающие средства на рынке с целью их дальнейшего размещения, способствуют превращению потенциальной потребительной стоимости в действительную для дебиторов и действительной потребительной стоимости в потенциальную в процессе привлечения средств от кредиторов. При этом превращение потенциальной потребительной стоимости в действительную требует дополнительных затрат труда.

Возникает вопрос: в чем же заключается потребительная стоимость банка как объекта купли-продажи? Очевидно, потребительная стоимость банка состоит в продуктах и услугах, которые предлагают кредитные организации своим клиентам.

Известно, что часть операций, совершаемых на рынке, может проводиться только банками. К ним относятся: операции по привлечению средств во вклады, депозиты; предоставление денежных средств в займы (кредитование); расчетно-кассовое обслуживание; валютно-обменные операции; гарантийные операции; операции с производными инструментами (сделки своп, фьючерсные, форвардные и др.). Особенности банковских операций способствуют созданию потребительной стоимости для потенциального покупателя. Речь идет об операциях, совершаемых банками на валютном рынке, рынке ценных бумаг, драгоценных металлов. Наличие лицензии на совершение операций в иностранной валюте на организованном рынке ценных бумаг либо на рынке драгоценных металлов также создает дополнительную потребительную стоимость для покупателя и увеличивает стоимость банка.

**Стоимость.** Это свойство товара представляет собой денежный эквивалент, который покупатель готов обменять на какой-либо предмет или объект. Стоимость отличается от цены. Под ценой понимается денежное выражение стоимости обмениваемых на рынке товаров, вклю-

чая их полезность. Поскольку цена является денежным выражением стоимости, постольку разграничим виды стоимости применительно к объекту исследования.

В современной теории и практике, как отмечалось ранее, выделяют следующие виды стоимости:

- балансовую;
- рыночную;
- стоимость функционирующего предприятия;
- ликвидационную.

Под балансовой стоимостью понимают стоимость, по которой актив (обязательство) фиксируется в отчетности его владельца. В большинстве стран финансовая отчетность основывается на первоначальной стоимости, поскольку активы отражаются в бухгалтерском учете по цене приобретения (размещения). Из этого следует, что бухгалтерская или балансовая (учетная) стоимость характеризует финансовое состояние объекта оценки на определенную дату в прошлом. При этом важно принять во внимание недостаток балансовой стоимости, который состоит в том, что финансовая отчетность редко в точности отражает деятельность любого предприятия даже по отношению к завершённым сделкам. Любой вид деятельности, в том числе банковская деятельность, отличается незавершенностью операций. Например, у кредитных организаций к таким сделкам можно отнести: нереализованные курсовые разницы в иностранной валюте; нереализованный доход по ценным бумагам; расходы и доходы будущих периодов и др. Поэтому при проведении оценки стоимости на основе балансовых данных результат оценки может быть существенно искажен, поскольку целью деятельности кредитных организаций является увеличение стоимости банка. К числу других недостатков балансовой стоимости может быть отнесено игнорирование нематериальных активов (они не учитываются на балансе), реальной стоимости тех активов, которые свободно обращаются на рынке. В то же время отвергать использование в оценке балансовой стоимости было бы неверно.

Рыночная стоимость, или «справедливая рыночная стоимость», – цена, по которой актив (обязательство) перейдет от продавца к покупателю при условии, что обе стороны обладают одинаковой информацией об этом активе (обязательстве) и ни на одного из них не оказывается

давление с целью купить или продать актив. При определении рыночной стоимости балансовая стоимость корректируется в зависимости от факторов времени и риска. В конкретный период времени рыночная стоимость активов и обязательств банка может быть больше или меньше балансовой стоимости. Это зависит:

от уровня процентных ставок;

валютного курса;

изменения жизненного цикла актива;

нереализованных убытков или прибыли по активу.

**Эволюция теории оценки стоимости бизнеса.** История свидетельствует о том, что часть положений теории была предложена и разработана регулирующими органами и получила признание в последующем; часть положений стала распространяться вследствие конкретных решений в суде на основе свидетельств экспертов; часть зарождалась в недрах бухгалтерского учета, а остальные положения появились в результате усилий теоретиков в области оценки. Более того, значительное число методов оценки развивалось и возникло в рыночной среде в процессе практических переговоров между покупателями и продавцами. Необходимость проведения оценки рыночной стоимости зафиксирована в законах Российской Федерации.

**Оценка рыночной стоимости банка, рейтинг, оценка финансовой устойчивости, аудит.** На практике оценка рыночной стоимости банка иногда подменяется рейтинговой оценкой, оценкой финансовой устойчивости кредитной организации кредиторами, органом надзора либо на основе аудиторской проверки. Во всех перечисленных случаях речь идет не об оценке рыночной стоимости, а о подробном анализе финансовой устойчивости кредитных организаций, который проводится на базе данных баланса и другой информации, не учитывающей факторы времени и риска. В то же время, например, орган надзора при оценке планов финансового оздоровления кредитных организаций требует проведения оценки стоимости активов банка. При этом проводится оценка рыночной стоимости активов лишь в случаях их обращения на вторичном рынке, а при отсутствии такой возможности – расчетным способом. Здесь правильнее рассматривать не рыночную стоимость, а рыночную цену отдельных категорий активов, поскольку на вторичных рынках устанавливается цена, а не стоимость. Более того, рыноч-

ная цена может быть выявлена по результатам публикуемых котировок, например, она устанавливается в процессе торгов и объявляется публично. Это цена на момент проведения оценки не учитывает изменения будущей стоимости этих активов, т.е. является исторической ценой. Стоимость кредитного портфеля (с учетом требований органа надзора) определяется путем корректировки балансовой ссудной задолженности на размер резервов на возможные потери по ссудам, в том числе с учетом затрат по созданию дополнительных резервов.

Рыночная стоимость представляет собой внутренний потенциал оцениваемого банка, его подразделений или активов относительно возможности генерирования дохода или прибыли с учетом факторов времени и риска. В то же время нельзя забывать о нематериальных активах, таких как репутация, наличие лицензий, устойчивых связей с клиентами и др. Все другие виды оценки не учитывают стоимость этих неосязаемых (нематериальных) активов.

В некоторых случаях может проводиться оценка, например финансовой устойчивости банка, на основе балансовой стоимости активов и обязательств. При рейтинговой оценке кредитных организаций используются балансовые данные и внутренняя информация, с помощью которой определяются качество активов, ликвидность, прибыльность, достаточность капитала с учетом риска и качества активов, а также качество управления – менеджмент. При аудиторской проверке оцениваются соблюдение требований банковского законодательства, адекватность отражения в учете операций, выявляется финансовое состояние банка на момент проведения анализа. Другими словами, анализ и оценка финансового состояния кредитной организации на определенную дату в прошлом, а не оценка стоимости банка как объекта купли-продажи.

При слияниях или присоединениях, реструктуризации, продаже активов кредитной организации, в том числе при ее ликвидации, должна выявляться рыночная стоимость бизнеса, его подразделений, отдельных элементов – активов или обязательств, поскольку в данном случае задача состоит в определении стоимости объекта предполагаемой сделки.

**Варианты концепции.** Расчет рыночной стоимости банка относится к наиболее сложным вопросам и требует исследования проблем, раскрывающих ценность банка как фирмы, его структурных подразделений, отдельных категорий активов.



В российском законодательстве, как отмечалось ранее, предусматривается необходимость определения рыночной стоимости акционерного капитала, бизнеса в целом, его элементов, ценности объекта сделки. Когда возникает потребность в оценке банка как единого целого, то его следует рассматривать как непрерывно функционирующую структуру. При возникновении необходимости продажи отдельных элементов бизнеса следует оценивать их рыночную стоимость.

Рыночная оценка стоимости банка как непрерывно функционирующей структуры проводится в ситуации, когда возникает потребность в приобретении банка как единого объекта, т. е. инициируется сделка по слиянию или присоединению одного кредитного учреждения с другим. В данном случае стоимость (ценность) банка следует рассматривать через оценку способности бизнеса генерировать доход или прибыль. Поскольку коммерческие банки представляют собой сложные структурные образования, постольку стоимость банка следует определять исходя из совокупности отдельных структурных подразделений банка, которые и обеспечивают функционирование последнего. Это означает, что при таком подходе следует оценивать вклад каждого структурного подразделения банка в конкретный финансовый результат отчетного периода, т.е. свободный денежный поток (после выплаты налогов) от проведения операций, дисконтированный по средневзвешенной стоимости собственного и заемного капиталов.

**Концепция денежных потоков.** Может возникнуть вопрос: почему поток денежных средств, а не прибыль должны стать предметом внимания оценщика? Прибыль, как и доход, с одной стороны, является, по сути, результатом реализованных возможностей той части активов кредитной организации, которая потенциально могла приносить доход; с другой – чистая прибыль не соответствует денежному потоку. Иными словами, нельзя ставить знак равенства между прибылью и денежным потоком.

Например, продажа пакетов ценных бумаг в период их максимальной стоимости на рынке позволила банку получить высокий уровень дохода, однако это одновременно означает, что в балансе остатки этих активов снизились и возможность в будущем получать доход по данной категории активов отсутствует. Прибыль, заработанная банком, в данной ситуации отражает результат реализованных возможностей и

является исторической прибылью, что не соответствует цели проведения оценки – способности объекта приносить прибыль в будущем.

Как отмечалось ранее, следует разграничить прибыль и денежный поток, поскольку это неравнозначные величины. Баланс и отчет о прибылях и убытках не раскрывают денежных потоков, так как не учитывают поступление и расходование средств на основе новых заимствований и погашения требований, статьи неденежных операций, к числу которых можно отнести амортизацию и расходы по созданию дополнительных резервов на возможные потери по ссудам, обесценение ценных бумаг и других активов. В том случае, если источники проведения активных операций превышают объем их размещения, величина денежного потока будет отличаться от величины прибыли в сторону превышения. Здесь поток денежных средств от привлечения новых депозитов, возврата кредитов увеличит объем денежных средств, полученных в результате операционной деятельности (чистую прибыль). Наоборот, превышение объема размещенных средств над их источниками приведет к снижению потока денежных средств, что потребует корректировки прибыли в сторону снижения.

Выбор потоков денежных средств, по нашему мнению, следует обосновать тем, что оценщик рассматривает возможность существующих балансовых активов приносить прибыль в будущем, а значит, должен наблюдать прежде всего за денежными потоками, поскольку в процессе совершения сделки купли-продажи основное внимание уделяется максимизации стоимости банка. Безусловно, в расчете должны быть факторы неопределенности, так как проводится оценка будущих ожиданий. Основными факторами неопределенности являются время и риск. В процессе дисконтирования прогнозных данных о потоках денежных средств с учетом ожиданий изменения процентных ставок и их временной структуры на рынке по активным операциям и стоимости капитала (основного и заемного), обеспечивающего их фондирование, можно достичь поставленную цель.

Очевидно, что не все подразделения банка, осуществляющие операции на рынке, генерируют чистый доход. Примером может послужить сопоставление результатов подразделений банка по проведению активных операций (по размещению средств) и подразделений по привлечению ресурсов либо подразделений, обеспечивающих деятель-

ность тех и других. На первый взгляд подразделения по размещению средств создают прибыль (ценность), остальные – ее разрушают. Однако подобный подход может показаться упрощенным. Так, кредитное подразделение в результате неэффективного проведения операций по кредитованию либо вследствие высокой стоимости ресурсов для проведения этих операций разрушает ценность банка, поскольку эта деятельность привела к отрицательному результату (убытку).

В то же время без привлечения ресурсов деятельность кредитного подразделения была бы невозможна, а следовательно, и созданная им стоимость. Тем не менее подразделения, занимающиеся привлечением средств, также могут создавать ценность, например, вследствие разницы между фактической ставкой привлечения средств данной кредитной организацией и среднерыночной ставкой привлечения ресурсов на тот же срок и с той степенью риска, сложившейся на рынке. Кроме того, эффективная деятельность коммерческого банка была бы невозможна без таких структурных единиц, как казначейство, управление активами и пассивами, кредитный комитет, бухгалтерия, юридическая служба, подразделение по работе с клиентами и др.

**Концепция оценки стоимости банка как непрерывно функционирующей структуры.** Здесь исходным моментом является определение рыночной стоимости бизнеса на основе денежных потоков, генерируемых каждым подразделением банка в отдельности, которые дисконтируются по средневзвешенной стоимости капиталов (собственного и заемного). Поскольку, как отмечалось ранее, не все подразделения банка являются создателями стоимости, постольку в процессе оценки, на наш взгляд, будут выявлены структурные подразделения, разрушающие стоимость банка.

Информация о денежных потоках позволяет, например, принять решение присоединяющим банком о возможной продаже отдельных видов деятельности из-за низкого уровня эффективности, сокращения накладных расходов и ужесточения контроля за затратами. Менеджмент банка, располагая такими данными, может, по нашему мнению, использовать данную информацию для корректировки стратегии развития в части повышения эффективности отдельных операций или изменения их структуры, в том числе при необходимости отказаться от развития отдельных направлений деятельности. Это должно касаться

прежде всего тех видов деятельности, которые являются разрушителями стоимости. Уточнение предполагаемых изменений во многом будет зависеть от сопоставления ценности аналогичных подразделений банков-конкурентов, что позволит принять более взвешенные решения с учетом окружающей среды и, возможно, повысить конкурентоспособность кредитной организации. При решении задачи по оценке стоимости банка виды деятельности, разрушающие ценность, приведут к ее сокращению при выведении окончательного результата.

Концепция оценки стоимости банка как непрерывно функционирующей структуры, основанная на определении ценности конкретных подразделений, отличается, с одной стороны, высоким уровнем ее сложности; с другой – невозможностью использования из-за недостаточности информации для проведения оценки независимым оценщиком. Сложность претворения в жизнь такой концепции заключается, на наш взгляд, в том, что существуют трудности расчета средневзвешенной стоимости затрат на заемный (привлеченный) и собственный капиталы. При вычислении затрат на привлеченный капитал оценщик столкнется с необходимостью оценки стоимости депозитов до востребования и срочных ресурсов. Поскольку спред между ставками размещения и привлечения средств очень узок, постольку незначительные погрешности в расчетах стоимости заемного капитала приведут к искажению окончательного результата.

Оценка стоимости отдельных подразделений кредитной организации затруднена также и по другим причинам. Как показывает опыт, большая часть российских коммерческих банков не использует в процессе управления подход, основанный на оценке доходности подразделений. Однако даже при наличии такого подхода остается ряд нерешенных вопросов, например, вопрос о трансфертном образовании и распределении затрат. Поскольку при оценке рыночной стоимости отдельных подразделений потребуется оценить уровень затрат по привлечению средств, а также включить в расходы подразделения часть накладных расходов, постольку без отлаженной системы бюджетирования в кредитной организации добиться положительного результата практически невозможно. Другими словами, по нашему мнению, использование данного подхода при оценке стоимости кредитной организации как непрерывно функционирующей структуры сложно и за-

труднено по приведенным ранее причинам как для независимого оценщика, так и для менеджмента банка.

**Концепция оценки стоимости банка как единого объекта – по стоимости капитала.** Использование этой концепции более предпочтительно. В ее основе – оценка стоимости капитала кредитной организации, которая может быть выражена в виде дивидендных выплат владельцам банка. В странах с рыночной экономикой стоимость компании, банка может быть определена на базе стоимости акций, котируемых на рынке. Рыночная стоимость акций зависит от прибыли, выплачиваемой на акцию, и мультипликатора капитала – коэффициента P/E. Однако использование информации о котировках не позволяет оценить стоимость объекта оценки в долгосрочной перспективе. Кроме того, сделки с акциями банков, как правило, не совершаются часто, объемы покупок и продаж невелики. В России же акции банков свободно не обращаются на рынке, исключение составляют акции Сберегательного банка РФ. Это означает, что следует отдать предпочтение денежным потокам, направляемым к акционерам банка, оценка которых позволит определить стоимость капитала для его владельцев.

Источником потоков денежных средств для акционеров является чистый доход или чистая прибыль, которая получена от операционной деятельности. Поскольку оценка стоимости банка основана на денежных потоках, которые возникнут в будущем, постольку этот результат (чистая прибыль) должен быть подвергнут корректировке на неденежные статьи, такие как амортизация и резервы на возможные потери по ссудам, ценным бумагам, другим активам, а также на денежные средства, необходимые для прироста баланса. Амортизация, начисленная на основные и нематериальные активы, включается в цену размещения средств и тарифы на предоставление услуг. В том случае, если услуги и продукты, предоставленные банком, реализованы по установленной цене, прибыль должна быть скорректирована в сторону увеличения на величину изменения начисленной амортизации, поскольку в процессе определения прибыли затраты на амортизацию уменьшали доходы банка, а следовательно чистую прибыль. Фактически же реальный финансовый результат оказался выше, поэтому использование корректировки позволяет приблизить прибыль к денежному потоку.

При оценке стоимости банка как непрерывно функционирующей

структуры (по стоимости капитала) также возникают определенные сложности, обусловленные выбором ставки дисконтирования. Как отмечалось ранее, прогнозные денежные потоки к акционерам при определении стоимости капитала должны быть продисконтированы по стоимости капитала.

Наиболее предпочтительным в практике является метод чистых активов, основанный на отдельной оценке рыночной стоимости статей активов и обязательств, после сопоставления которых может быть выявлен капитал кредитной организации. Именно такой метод преимущественно используется в России и рекомендован органами надзора для определения рыночной стоимости банка. Однако и данный метод не лишен существенных недостатков.

В тех случаях, когда потребность в проведении оценки связана с отдельными структурными подразделениями банка, следует, по нашему мнению, использовать любой из предложенных подходов, а также принять во внимание, что продажа части бизнеса невозможна без определенных скидок. Корректировка рыночной стоимости подразделений (филиалов и отделений банка), проводится как правило, в сторону снижения в связи с тем, что встраивание данного подразделения в другой бизнес может потребовать дополнительных затрат. Такие затраты могут быть связаны с необходимостью адаптации к существующим правилам и условиям приобретающего банка, расширения подразделений внутреннего контроля, повышения уровня заработной платы новых сотрудников до установленных стандартов и др. Размер скидки с рыночной цены и будет определяться объемом дополнительных расходов на интеграцию.

В отдельных случаях, например при ликвидации или в процессе реструктуризации кредитной организации, проводится оценка стоимости отдельных элементов активов и обязательств банка. Методология подхода к оценке в данном случае основывается на рыночной стоимости, с одной стороны, и проведении корректировок – с другой. Корректировка рыночной стоимости отдельных элементов, например активных операций, обусловлена затратами на их реализацию (комиссий за услуги, риск, ликвидность и др.).

На основе изложенного, на наш взгляд, развитие рыночных условий хозяйствования требует адекватных подходов к оценке стоимости

хозяйствующих субъектов. При проведении слияний, присоединений, ликвидации, реструктуризации или приватизации возникает потребность в оценке стоимости объектов сделки. Поскольку банковская деятельность в рамках конкретной кредитной организации может стать объектом купли-продажи, постольку считается, что банк следует рассматривать как товар со всеми присущими ему свойствами: полезности и стоимости.

Банк имеет потребительную стоимость, которая заключается в полезности предоставляемых им продуктов и услуг. При этом потребительная стоимость банковской деятельности обусловлена не только наличием лицензий на конкретные виды деятельности, но и добавленной потенциальной стоимостью ресурсной базы банка, а также наличием системы страхования депозитов. Наряду с очевидными признаками потребительной стоимости банковских услуг кредитные организации обладают стоимостью.

### **Контрольные вопросы**

1. Перечислите особенности оценки стоимости банковского бизнеса?
2. В чем заключаются основные отличия функционирования банка от промышленного предприятия?
3. В чем заключается потребительная стоимость банковского бизнеса?
4. Назовите основные концепции оценки стоимости банка?
5. От каких факторов зависит рыночная стоимость активов и обязательств банка?

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящее время оценка стоимости бизнеса все чаще используется в интересах менеджмента. Оценку стоимости бизнеса и менеджмент в компании можно соединить на основе концепции управления стоимостью предприятия, ориентированной на рост курсового дохода акционеров фирмы. Дело в том, что сама по себе оценка стоимости бизнеса не имеет принципиального значения. Такое значение оценочная деятельность приобретает только тогда, когда она становится частью работы менеджеров по управлению активами предприятия. Это значит, что любые решения в менеджменте должны апробироваться с помощью оценок стоимости бизнеса. Управленческие решения топ-менеджеров могут привести к повышению стоимости предприятия, представление о которой, в частности, может дать увеличение уровня котировок акций. Следовательно, конечный результат таких действий пошел на пользу акционерам. Так как они самым непосредственным образом заинтересованы в повышении ценности приобретаемых ими акций компании. И наоборот, управленческие решения могут привести к снижению стоимости компании. И здесь следует задуматься тем менеджерам, на которых лежит ответственность за принятие соответствующих управленческих решений, правильно ли они действовали.

Необходимо также отметить, что каждый из рассмотренных в пособии методов оценки имеет свои преимущества и недостатки. Следовательно, по возможности необходимо использовать несколько методов оценки одновременно. Если использование различных методов приводит к относительно одинаковым результатам, то методы оценки адекватны. С другой стороны, если использование различных методов приводит к результатам, которые значительно отличаются, то такие результаты являются ошибочными, а источники ошибок можно определить при помощи дополнительного анализа.



## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Валдайцев, С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия : учеб. пособие для вузов / С. В. Валдайцев. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 720 с. – ISBN 5-238-00251-3.
2. Есипов, В. Е. Оценка бизнеса / В. Е. Есипов, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова. – СПб. : Питер, 2002. – 416 с. (Серия «Учебники для вузов»). – ISBN 5-318-00575-6.
3. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурин. – 3-е изд., перераб. и доп. / пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2007. – 576 с. – ISBN 5-901028-98-8.
4. Оценка бизнеса : учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 736 с. – ISBN 5-279-02586-0.
5. Рутгайзер, В.М. Оценка стоимости бизнеса : учеб. пособие / В. М. Рутгайзер. – М. : Маросейка, 2007. – 448 с. – ISBN 978-5-903271-02-3.
6. Феррис, К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении. : пер. с англ. / К. Феррис, Б. Пешеро. – М. : Вильямс, 2005. – 256 с. – ISBN 5-8459-0451-X.
7. Филиппов, Л.А. Оценка бизнеса : учеб. пособие / Л. А. Филиппов. – М. : КНОРУС, 2007. – 720 с. – ISBN 5-85971-540-4.

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	3
<i>Глава 1. Правовые и организационные аспекты оценочной деятельности.....</i>	<i>7</i>
1.1. Правовые основы проведения оценки стоимости бизнеса...7	7
1.2. Становление профессии оценщика в России.....11	11
<i>Глава 2. Методологические основы оценки стоимости бизнеса.....</i>	<i>15</i>
2.1. Содержание оценочной деятельности.....15	15
2.2. Основные цели оценки стоимости бизнеса.....18	18
2.3. Виды стоимости предприятия.....20	20
2.4. Субъекты и объекты оценочной деятельности.....22	22
2.5. Специфика бизнеса как объекта оценки.....24	24
2.6. Факторы, влияющие на оценку стоимости предприятия.....26	26
2.7. Общая характеристика подходов и методов, используемых для оценки стоимости бизнеса.....27	27
<i>Глава 3. Доходный подход к оценке бизнеса.....</i>	<i>32</i>
3.1. Метод дисконтирования денежных потоков.....32	32
3.2. Метод капитализации доходов.....42	42
<i>Глава 4. Сравнительный подход к оценке бизнеса.....</i>	<i>52</i>
4.1. Общая методология сравнительного подхода.....52	52
4.2. Особенности отбора аналогичных предприятий.....56	56
4.3. Характеристика ценовых мультипликаторов.....59	59
4.4. Применение мультипликаторов дохода для оценки убыточных и растущих предприятий.....66	66
4.5. Использование в сравнительном подходе к оценке бизнеса зарубежных аналогов.....69	69
<i>Глава 5. Затратный подход к оценке бизнеса.....</i>	<i>75</i>
5.1. Сущность затратного подхода.....75	75

5.2. Модификации затратного подхода.....	77
<i>Глава 6. Оценка стоимости различных видов имущества предприятия.....</i>	<i>83</i>
6.1. Оценка стоимости зданий и сооружений.....	83
6.2. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования.....	88
6.3. Оценка стоимости земельного участка.....	98
<i>Глава 7. Специфика оценки стоимости банковского бизнеса.....</i>	<i>104</i>
7.1. Особенности банковского бизнеса.....	104
7.2. Основные концепции оценки стоимости банка.....	107
Заключение.....	109
Библиографический список.....	121

*Учебное издание*

НИКОЛЕНКО Александр Вячеславович

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Учебное пособие

Подписано в печать 29.03.10.

Формат 60x84/16. Усл. печ. л. 7,21. Тираж 100 экз.

Заказ

Издательство

Владимирского государственного университета.

600000, Владимир, ул. Горького, 87.