

Т.Е. Даниловских
И.А. Кузьмичева
А.Д. Мордвинцева

ОЦЕНКА

СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ



■ Учебное пособие

Министерство образования и науки Российской Федерации

Владивостокский государственный университет
экономики и сервиса

**Т.Е. ДАНИЛОВСКИХ
И.А. КУЗЬМИЧЕВА
А.Д. МОРДВИНЦЕВА**

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Учебное пособие

Рекомендовано УМО вузов России по образованию в области финансов, учета и мировой экономики в качестве учебного пособия для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика»

Владивосток
Издательство ВГУЭС
2016

УДК 656.13:005

ББК 65.261

Д17

Рецензенты: Самарина Н.С., канд. экон. наук, доцент,
и.о. зав. кафедрой производственного
менеджмента, Дальрыбвтуз, г. Владивос-
ток;

Кутинова В.Н., профессиональный оцен-
щик, главный специалист-эксперт ООО
«Априори-консалтинг» г. Владивосток

Даниловских, Т.Е.

**Д17 Оценка стоимости предприятия [Текст] : учебное
пособие / Т.Е. Даниловских, И.А. Кузьмичева,
А.Д. Мордвинцева ; Владивостокский государственный
университет экономики и сервиса. – Владивосток : Изд-
во ВГУЭС, 2016. – 104 с.**

ISBN 978-5-9736-0394-6

Учебное пособие полностью соответствует учебной програм-
ме дисциплины «Оценка стоимости предприятия». Издание со-
держит краткий конспект лекций по дисциплине, примеры вы-
полнения заданий с разъяснениями и практические задания по ос-
новным темам курса.

Предназначено для бакалавров направления подготовки 38.03.01
«Экономика» всех форм обучения, особенный интерес представ-
ляет для студентов недневных форм обучения.

УДК 656.13:005

ББК 65.261

ISBN 978-5-9736-0394-6

© Владивостокский
государственный университет
экономики и сервиса, оформление,
2016

© Даниловских Т.Е., Кузьмичева И.А.,
Мордвинцева А.Д., текст, 2016

ВВЕДЕНИЕ

Развитие рыночной экономики в России привело к возрождению собственника, многообразию форм собственности и к увеличению количества объектов собственности в хозяйственном обороте. У каждого, кто задумывается реализовать свои права собственника, возникает много проблем и вопросов.

Одним из основных является вопрос о стоимости объекта собственности. Необходимость его решения возникает у предприятий, фирм, акционерных обществ, финансовых институтов. Акционирование предприятий, развитие ипотечного кредитования, фондового рынка и системы страхования также формируют потребность в новой услуге – оценке стоимости объектов и прав собственности.

На сегодняшний день актуальность оценочной деятельности очень высока. Оценка представляет собой важнейшую составляющую при создании развитой инфраструктуры, которая необходима для дальнейших экономических преобразований в нашей стране. Сегодня оценка стоимости заняла достойное место в рыночной системе хозяйствования.

Оценка стоимости стала неотъемлемым инструментом в арсенале современного российского бизнесмена, финансиста, менеджера. Без представлений об оценочной деятельности трудно обойтись в условиях рыночной экономики и простому гражданину, и государственному чиновнику, и политику, и предпринимателю.

В современной России «Оценка стоимости предприятия» уже не только прикладная отрасль рыночной экономики, но и научно-методическое направление прикладной экономической науки.

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.

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, более высокую рыночную цену, что и выступает основной целью собственников и задачей менеджеров фирм в рыночной экономике.

Оценка стоимости имеет большое значение для потенциального покупателя или продавца при определении обоснованной цены сделки, для кредитора – при принятии решения о предоставлении ипотечного кредита, для страховой компании – при возмещении ущерба в преддверии потерь.

Таким образом, бакалавр, получающий экономическое образование, не может обойтись без знаний методологии оценки стоимости предприятия. Предлагаемое учебное пособие поможет освоить теоретические основы этого направления финансовой деятельности и выработать практические умения в проведении расчетов.

Тема 1. ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Изучив эту тему, вы познакомитесь с историей развития оценки и оценочной деятельности, выработаете компетенции ценностно-смысловой ориентации, экономические и общенаучные.

В рамках темы рассматриваются вопросы:

1.1. Предпосылки возникновения оценочной деятельности.

1.2. Зарубежный опыт.

1.3. История оценки в России и СССР.

1.4. Современный этап развития оценки и оценочной деятельности.

1.1. Предпосылки возникновения оценочной деятельности

До начала проводимых в России реформ, начатых в конце XX столетия, об оценке и оценочной деятельности речи не шло. В советской истории развития экономики не было места оценочной деятельности, отсутствовала профессия «оценщик», поскольку не было индивидуальной, частной собственности. Отсутствие методической и методологической основы такого рода деятельности привело к необходимости интеграции и адаптации уже существующих разработок в этой области за рубежом к российским стандартам.

Если рассматривать предпосылки возникновения оценочной деятельности, то считается, что она возникла в рамках профессии сюрвейера (Surveyor – землемер, англ.) в середине XIX столетия. В 1961 году король Великобритании даровал право на саморегулирование профессии, сопровождавшееся созданием Королевского института чартерных сюрвейеров. Данная организация функционирует и в настоящее время, являясь крупнейшей в мире профессиональной организацией, объединившей специалистов, занятых в сфере недвижимости (архитекторов, риелторов, оценщиков и др.), в ее рядах числится более 80 тысяч членов в 100 странах мира (современное название организации The Royal Institution of Chartered Surveyors – RICS). Для получения членства в ЮО необходимо наличие высшего образования в одном из аккредитованных RICS университетах и двухлетнюю стажировку на предприятии под руководством члена RICS.

1.2. Зарубежный опыт

Основные принципы и методики оценки в странах с развитой рыночной экономикой были разработаны к середине XX столетия. Оценка стоимости различных объектов собственности уходит своими корнями в

классическую экономическую теорию: теорию предельной полезности, факторов производства стоимости и т.д. Учитывая огромное значение независимой оценки для нормального функционирования и развития экономики, в пятидесятые годы в мировой практике появилась самостоятельная профессия – оценщик.

В США с середины 30-х годов XX столетия действует система саморегулирования оценочной деятельности, объединившая в своих рядах более чем 15 000 членов. Институт оценки США ведет собственную систему подготовки оценщиков общей трудоемкостью 400 часов, разделенных на два уровня. Получение профессионального звания «Член института оценки» невозможно без наличия стажа практической работы от 5 лет. Однако Институт оценки США не является монополистом на рынке, наряду с ним работают еще около 7 подобных структур. К примеру, Американское общество оценщиков объединяет под своей крышей более чем 6000 членов, специализирующихся в разных сферах оценки: оценка стоимости бизнеса, машин и оборудования, ювелирных украшений, автотранспортных средств и т.д.

1.3. История оценки в России и СССР

В России оценка как род занятий и вид деятельности начала развиваться с конца XV века с появлением частно-феодальной условной земельной собственности. В XVI веке было создано центральное государственное учреждение (Поместный приказ), на которое были возложены обязанности описания и оценки земли.

Елизавета II положила начало общегосударственным межевым работам, в изданной ею инструкции 1754 года определялись общие правила и порядок осуществления оценочных работ. В 1765 году ею был издан манифест по межеванию земельных дач и урочищ по всей территории Российской империи с одновременным изучением, описанием и оценкой дворянских имений.

В 1779 году для повышения качества межевания земли была создана Константиновская землемерная школа, в середине XIX века преобразованная в Межевой институт. В 1801 году лица всех свободных состояний получили право приобретать в собственность земельные владения без крестьян вне городов, что существенно увеличило потребность в услугах оценщиков.

Первые предпосылки для проведения кадастровых работ, неотъемлемой частью которых являлась оценка для целей налогообложения, возникли в 1861 году, когда было отменено крепостное право.

Каждая местность учитывала свои определенные формы получения дохода от земли, определявшие ее ценность.

Городские думы начали выпускать инструкции для оценочных комиссий, в которых фиксировался порядок определения валового дохода.

Наиболее полными и обстоятельными были инструкции Риги и Харькова, созданные с привлечением профессоров высших учебных заведений. За деятельностью оценочной комиссии следил наблюдательный совет.

Результаты оценки в Харькове способствовали существенному развитию оценочного ремесла. Вся недвижимость в Харькове была разделена на восемь типов – по местоположению и способности приносить доход. В качестве единицы измерения земли была принята квадратная сажень, а для всех построек – кубическая сажень. Все существующие домовладения были разделены на двенадцать типов, в зависимости от ставки арендной платы за одну комнату при предварительном делении города на 54 района. Подобные мероприятия по оценке городской недвижимости осуществлялись в Нижегородской губернии и позволили сформулировать основополагающие принципы и подходы к оценке, которые впоследствии уточнялись и дополнялись.

Законодательная база по проведению оценки была создана министром финансов С.Ю. Витте при составлении «Правил оценки недвижимых имуществ» и инструкции по разъяснению закона. Регулярная работа и развитие оценочной деятельности были положены профессором А.И. Чупровым с началом организации подсекции статистики при географической секции, ставшей местом регулярных съездов специалистов в области оценочной статистики. К началу XX века было определено государственное финансирование проведения оценочных работ.

Таким образом, методология и общая организация оценки в России была одной из самых полных и обоснованных в мире. Созданные инструкции «по оценке недвижимых имуществ» и «методы описания и выработки норм доходности при оценке» находились на высочайшем экспертном уровне. По мнению многих специалистов, Россия в конце прошлого века достигла такого уровня, которого Европа и Америка смогли достичь лишь в 60-70-х гг. XX столетия.

Оценочная деятельность в СССР утратила общественный интерес и перестала быть социально значимой. Были сохранены лишь отдельные элементы оценки, преобразованные в одну из функций бюро технической инвентаризации и Земельного кадастра. Развитие норм и правил государственного управления способствовали созданию норм и нормативов, регламентирующих условия воспроизводства основных фондов, в частности в строительстве (СНиП). Необходимость проведения оценки в советский период возникла при попытке обменять квартиру. 1 января 1923 г. издается Земельный кодекс РСФСР, запрещающий продажу земли, он на законодательном уровне сделал невозможным торговлю недвижимостью, а следовательно, пропала потребность в оценке.

Оценка в СССР связана, прежде всего, с переоценкой основных производственных фондов, с эффективностью использования основных средств предприятиями госсобственности и была датирована впервые 1 января 1935 года.

Однако именно в советский период была создана система нормирования, широко используемая и сегодня. С ее помощью были уточнены применяемые и поныне методы затратного подхода, зародившиеся в законодательстве и практике дореволюционной России. Эти изменения внесли существенный вклад в оценку бизнеса.

1.4. Современный этап развития оценки и оценочной деятельности

Современный этап развития оценки во многом напоминает период, уже пройденный Россией в конце прошлого века.

В 1991-1993 году произошло переосмысление понятия собственности, связанное с переходом к рыночной экономике, и повлекло за собой возникновение оценочной деятельности в новой России.

Изначально заинтересованность российского сообщества в оценке и специалистах по оценке связывают с необходимостью приватизации большей части госимущества. Первая версия закона¹ предусматривала, что при подготовке к приватизации предприятий необходимо провести оценку его капитала. При этом должна быть учтена предполагаемая доходность предприятий, а поскольку оценка стоимости по предполагаемой доходности подразумевает учет временного фактора, то возможно это только с участием специально подготовленных людей – оценщиков.

Приватизация в России прошла без участия оценщиков, что неблагоприятно сказалось на госбюжете и инвестиционных фондах предприятий. В 1992 году были внесены изменения в закон о приватизации, в связи с чем оценка имущества должна была производиться на основе методик Госкомимущества РФ² и оцениваться на балансовой стоимости активов предприятия на 01 июля 1992 года. Однако постепенно произошел отказ от данного метода и переход к пониманию необходимости применения показателей рыночной стоимости.

В 1993 году Институт экономического развития Всемирного банка провел в Санкт-Петербурге первый семинар, посвященный оценке недвижимости. Следующий семинар был организован под Москвой, третий прошел в Нижнем Новгороде. Лекторами были профессиональные зарубежные оценщики из США. Позднее открылись курсы повышения квалификации, где лекции читались российскими специалистами, получившими удостоверения по оценке в Институте экономического развития Всемирного банка.

¹ Закон РФ от 03.07.1991 №1531-1 «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации»

² Временные методические указания по оценке стоимости имущества объектов приватизации (Указ Президента №66 от 29.01.1992)

Развитие оценки в России привело к возникновению профессии «оценщик», что было отражено в постановлении Минтруда РФ¹.

Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»² ввел законодательную основу оценочной деятельности в РФ, убрал многие разночтения в существующих разрозненных нормативных документах и положил начало формированию нормативной базы по оценке.

В 2001 году для упорядочения трудовой деятельности в области оценки было введено требование о лицензировании оценочной деятельности, которое подразумевало выдачу лицензии на оценочную деятельность сроком на пять лет. При этом лицензируемый оценщик должен иметь соответствующее образование, не реже 1 раза в три года проходить курсы повышения квалификации, страховать гражданскую ответственность посредством страхования либо конкретного вида деятельности по оценке или договора оценки.

В том же году правительством Российской Федерации утверждаются первые стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности.

Лицензирование оценочной деятельности показало свою неэффективность, поэтому в 2006 году было отменено.

В 2007 году Минэкономразвития России приняло новые Федеральные стандарты оценки, действующие и дополняющиеся, в настоящее время их 6 (табл. 1.1), а в 2008 году было положено начало саморегулированию оценочной деятельности в России.

Таблица 1.1

Федеральные стандарты оценки

№ стандарта	Название стандарта	Нормативный акт, утвердивший стандарт
1	2	3
ФСО № 1	Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки	Приказ Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 № 256
ФСО № 2	Цель оценки и виды стоимости	Приказ Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 № 255

¹ Постановление Минтруда РФ от 27.11.1996 № 11 «Об утверждении квалификационной характеристики по должности «Оценщик (Эксперт по оценке имущества)»

² Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ (ред. от 12.03.2014) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»

1	2	3
ФСО № 3	Требования к отчету об оценке	Приказ Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 № 254
ФСО № 4	Определение кадастровой стоимости	Приказ Минэкономразвития РФ от 22.10.2010 № 508
ФСО № 5	Виды экспертизы, порядок ее проведения, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения	Приказ Минэкономразвития РФ от 04.07.2011 № 328

Потребность в услугах профессионалов оценочной деятельности в России неоспорима, поэтому профессия «оценщик» становится все более популярной.

1.5. Практическая часть

Используя теоретический материал, изложенный в главе, выберите правильный ответ в следующих тестовых заданиях:

1. Развитие оценочной деятельности с 1990 по 1996 год было вызвано:

- 1) Решениями партии и правительства Российской Федерации о развитии оценочной деятельности;
- 2) Массовой приватизацией и переходом страны на рыночный путь развития;
- 3) Применением учеными новейших методических разработок в области оценки.

2. Собственность – это:

- 1) право лица пользоваться объектом материального мира;
- 2) система отношений лиц к объектам материального мира в процессе производства, распределения, обмена и потребления;
- 3) система взаимоотношений лиц применительно к материальным и нематериальным объектам в процессе производства, распределения, обмена и потребления, выраженная в форме юридических норм, правил поведения и морали;
- 4) система взаимоотношений лиц применительно к объектам материального мира в процессе производства, распределения, обмена и потребления, выраженная в форме моральных навыков.

3. Выберите наиболее правильный ответ. Государственная собственность включает в себя:

- 1) имущество Российской Федерации;

2) имущество Российской Федерации и субъектов Российской Федерации;

3) имущество Российской Федерации, субъектов Российской Федерации и муниципальное имущество;

4) имущество Российской Федерации, субъектов Российской Федерации, муниципальное имущество и имущество общественных организаций.

4. Из полного перечня форм собственности выбрать правильный ответ:

1) российская собственность, иностранная собственность, совместная российская и иностранная собственность, смешанная российская собственность с долей государственной собственности;

2) российская собственность, иностранная собственность, совместная российская и иностранная собственность, смешанная российская собственность с долей собственности субъектов Российской Федерации;

3) российская собственность, иностранная собственность, совместная российская и иностранная собственность, совместная муниципальная и иностранная собственность;

4) собственность юридических лиц, международных организаций, иностранных государств.

5. Регулирование оценочной деятельности осуществляется:

1) Министерством финансов РФ;

2) саморегулируемыми организациями, Национальным Советом, уполномоченными федеральными органами;

3) Министерством по оценочной деятельности, саморегулируемыми организациями, Национальным Советом;

4) некоммерческими объединениями, Национальным Советом, уполномоченными федеральными органами.

6. Основными формами государственного регулирования оценочной деятельности являются:

1) утверждение тарифов на оценочные услуги, утверждение методов оценки, мониторинг рынка объектов оценки;

2) осуществление надзора за саморегулируемыми организациями, утверждение образовательных программ в области оценочной деятельности, утверждение федеральных стандартов оценки;

3) ведение реестра членов саморегулируемой организации оценщиков, разработка и утверждение стандартов и правил оценочной деятельности, контроль за соблюдением оценщиками федеральных стандартов оценки, стандартов и правил оценочной деятельности, а также правил деловой и профессиональной этики;

4) разработка федеральных стандартов оценки.

7. Проверки деятельности саморегулируемой организации проводятся:

1) плановые – один раз в три года, внеплановые – на основании устной жалобы юридических лиц, физических лиц, федеральных органов государственной власти, органов государственной власти субъектов Российской Федерации;

2) плановые – один раз год, внеплановые – на основании письменной жалобы юридических лиц, физических лиц, федеральных органов государственной власти, органов государственной власти субъектов Российской Федерации, органов местного самоуправления;

3) плановые – один раз в два года, внеплановые – на основании заявлений юридических лиц, физических лиц, федеральных органов государственной власти, органов государственной власти субъектов Российской Федерации, органов местного самоуправления о нарушении саморегулируемой организацией оценщиков либо ее членами, в соответствии с требованиями Закона «Об оценочной деятельности в РФ».

Тема 2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Изучив эту тему, вы познакомитесь с тезаурусом дисциплины, работаете компетенции ценностно-смысловой ориентации, экономические и общенаучные.

В рамках темы рассматриваются вопросы:

- 2.1. Цели оценки стоимости предприятия.*
- 2.2. Основные понятия, применяемые при изучении дисциплины.*
- 2.3. Принципы оценки стоимости предприятия.*
- 2.4. Подходы и методы, используемые при оценке стоимости предприятия.*

2.1. Цели оценки стоимости предприятия

Оценка стоимости предприятия – это упорядоченный целенаправленный процесс определения стоимости объекта в денежном выражении с учетом реального времени в условиях конкретного рынка.

Цель этого процесса:

- рассчитать в денежном выражении стоимость, которая может быть наиболее вероятной продажной ценой объекта;
- охарактеризовать свойства предприятия как товара, т.е. его полезность и затраты, необходимые для этой полезности.

Оценка стоимости предприятия проводится в следующих случаях:

- 1) при определении обоснованной цены сделки (проводится потенциальным покупателем или продавцом);
- 2) при принятии решения о предоставлении ипотечного кредита (проводится кредитором);
- 3) при возмещении ущерба в преддверии потерь (актуальна для страховой компании);
- 4) при определении исходной и будущей стоимости проекта развития бизнеса;
- 5) в целях оптимизации налогообложения, вывода хозяйствующих субъектов из состояния банкротства, формирования и проведения антикризисной политики по предотвращению банкротства;
- 6) при реструктуризации предприятия (ликвидации, слиянии, поглощении либо выделении самостоятельных предприятий из состава холдинга);
- 7) для определения стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятия на фондовом рынке;

- 8) для повышения эффективности текущего управления предприятием;
- 9) для определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании;
- 10) для принятия обоснованных управленческих решений;
- 11) при налогообложении имущества предприятий.

2.2. Основные понятия, применяемые при изучении дисциплины

Рынок – система, в которой товары и услуги переходят от продавцов к покупателям через посредство механизма цен. Понятие рынка подразумевает возможность перехода товаров и (или) услуг из рук в руки без ограничений на деятельность продавцов и покупателей.

Имущество – в юридическом смысле «имущество» представляет собой совокупность частных прав собственности.

Предприятие – производственно-экономический и имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Для оценщика предприятие – единое целое (товар), в состав которого входят все виды имущества и права на это имущество.

Бизнес – предпринимательская деятельность, направленная на производство и реализацию товаров, услуг и других видов разрешенной деятельности с целью извлечения прибыли. Для достижения такой цели и создается предприятие.

Объект оценки – бизнес, предприятие, либо какая-либо часть предприятия.

Оценка бизнеса – акт или процесс выработки заключения или расчета стоимости бизнеса или предприятия либо доли в них.

Стоимость – это мера того, сколько покупатель (инвестор) готов заплатить за оцениваемую собственность. Стоимость является экономическим понятием, касающимся денежной связи между товарами и услугами, доступными для приобретения, с одной стороны, и теми, кто их покупает и продает – с другой. Стоимость является не фактом, а расчетной величиной ценности конкретных товаров и услуг в конкретный момент времени в соответствии с выбранным толкованием стоимости. Экономическая концепция стоимости отражает взгляд рынка на выгоды, получаемые тем, кто является собственником данных товаров или пользуется данными услугами на дату действия стоимости.

Стоимость действующего предприятия – стоимость бизнеса целиком. Эта концепция подразумевает оценку непрерывно функционирующего предприятия, исходя из которой возможно распреде-

ление или разнесение общей стоимости действующего предприятия по его составным частям в соответствии с их вкладом в общую стоимость, однако сам по себе ни один из этих компонентов не составляет рыночной стоимости.

Международные стандарты оценки предусматривают, что вид стоимости предприятия, определяемый оценщиком, зависит от целей оценки. Классификация видов стоимости представлена на рис. 2.1.

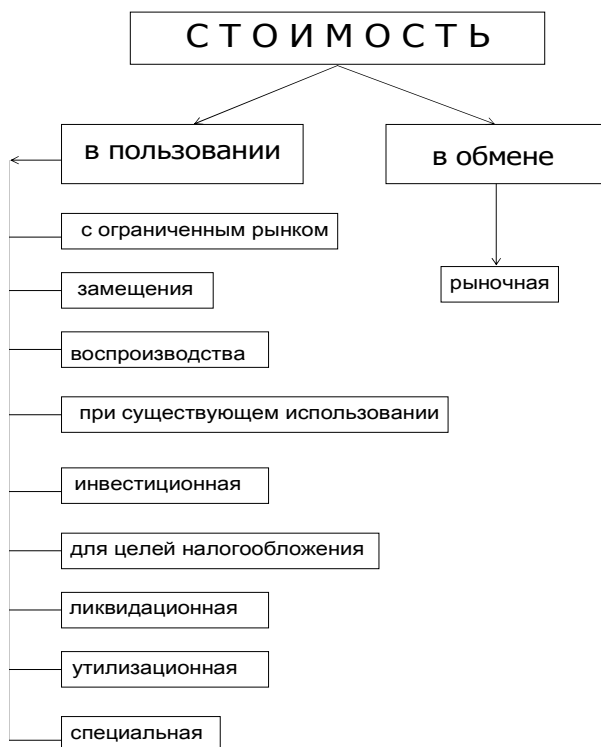


Рис. 2.1. Классификация видов стоимости, применяемых при оценке стоимости предприятия

Стоимость в обмене – это цена, которая будет преобладать на свободном, открытом и конкурентном рынке на основе равновесия, устанавливаемого факторами предложения и спроса. Стоимость в обмене является стоимостью, признанной рынком, на котором умо-

зрительно происходит обмен прав собственности на актив. Обычной формой стоимости в обмене является рыночная стоимость. Рыночная стоимость объекта оценки – наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Стоимость в пользовании – это стоимость собственности для конкретного пользователя или группы пользователей, которую собственность будет иметь при данном способе использования. Стоимость в пользовании не зависит от наиболее эффективного использования объекта собственности или от суммы средств, которая может быть выручена при его продаже. Старые производственные здания могут иметь огромную стоимость в использовании для работающих в них предприятий, тогда как их рыночная стоимость будет незначительной.

Виды стоимости объекта оценки, отличные от рыночной стоимости:

- стоимость объекта оценки с ограниченным рынком – стоимость объекта оценки, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров;
- стоимость замещения объекта оценки – сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки с учетом износа объекта оценки;
- стоимость воспроизводства объекта оценки – сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки, с применением идентичных материалов, и технологий, с учетом износа объекта оценки;
- стоимость объекта оценки при существующем использовании – стоимость объекта оценки, определяемая исходя из существующих условий и целей его использования;
- инвестиционная стоимость объекта оценки – стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях;
- стоимость объекта оценки для целей налогообложения – стоимость объекта оценки, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов (в том числе инвентаризационная стоимость);

– ликвидационная стоимость объекта оценки – стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов;

– утилизационная стоимость объекта оценки – стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки;

– специальная стоимость объекта оценки – стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости, указанной в настоящих стандартах оценки.

Затраты – это мера издержек, необходимых для того, чтобы создать объект собственности, сходный с оцениваемым. Эти затраты могут не отличаться от той суммы, которую будет готов заплатить возможный покупатель. В зависимости от ряда факторов, включая потребности покупателя, наличие равноценных объектов и активность других покупателей, эти затраты могут быть выше или ниже стоимости на дату оценки.

Цена – денежная сумма, предлагаемая или уплаченная за объект оценки или его аналог. Это исторический факт, отражающий то, сколько было затрачено на покупку сходных объектов в прошлых сделках. Цены прошлых сделок и цены продавца не обязательно представляют обоснованную меру стоимости на дату оценки. Цена является историческим фактом вне зависимости от того, была ли она открыто объявлена или осталась в тайне. В силу финансовых возможностей, мотивов или особых интересов конкретных покупателя и продавца уплаченная за объект цена может не соответствовать стоимости, которую могли бы приписать этому объекту другие лица. Тем не менее, цена обычно является индикатором относительной стоимости, устанавливаемой для определенных объектов данным покупателем и (или) продавцом при конкретных обстоятельствах.

Подход к оценке – путь расчета стоимости с использованием одного или нескольких методов оценки.

Метод оценки – способ расчета стоимости объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке.

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

Аналог объекта оценки – сходный по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам объекта оценки другой объект, цена которого известна из сделки, состоявшейся при сходных условиях.

Капитализация (в понимании оценщика) – конверсия дохода в стоимость.

Коэффициент капитализации – коэффициент, используемый для конверсии дохода в стоимость.

Дисконтная ставка – ставка отдачи (доходности), используемая для конверсии денежной суммы, подлежащей выплате или получению в будущем, в нынешнюю стоимость.

2.3. Принципы оценки стоимости предприятия

2.3.1. Принципы, основанные на представлениях пользователя

Эта группа включает принципы:

- полезности;
- замещения;
- ожидания.

Принцип полезности основан на том постулате, что объект оценки обладает стоимостью только в том случае, если он полезен какому-либо потенциальному собственнику, т.е. способен удовлетворить его потребности в течение определенного времени.

Определение принципа: полезность – это способность объекта собственности удовлетворять потребность владельца в данном месте и в течение данного периода времени.

Принцип замещения основан на том факте, что, несмотря на разнообразие объектов оценки, они являются сопоставимыми с точки зрения своей способности удовлетворять определенные потребности собственника или приносить ему доход. Осведомленный покупатель на открытом рынке не заплатит за объект собственности цену, превышающую затраты на приобретение другого объекта, столь же привлекательного для него, что и данный.

Определение принципа: максимальная стоимость собственности определяется наименьшей ценой или стоимостью, по которой может быть приобретена другая собственность с эквивалентной полезностью.

Таким образом, принцип замещения дает возможность установить верхний предел стоимости оцениваемого имущества. Данный принцип лежит в основе применения метода сделок (метода сравнения продаж).

Принцип ожидания основан на том, что стоимость оценки, прежде всего, зависит не от прошлых данных по цене продажи сопоставимых объектов или затрат на замещение имущества, а от тех

выгод, которые участники рынка предполагают получить в будущем от приобретения этого объекта.

Определение принципа: ожидание – это установление текущей стоимости доходов или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения объектом оценки.

Ожидание может принимать как позитивный, так и негативный характер. Экономический спад, высокая безработица, напряженная социальная обстановка, государственные ограничения на застройку территории способны отрицательно повлиять на стоимость объекта.

2.3.2. Принципы, связанные с рыночной средой

Эта группа включает следующие принципы:

- зависимости;
- соответствия между спросом и предложением;
- конкуренции;
- изменения стоимости.

Принцип зависимости обусловлен местоположением объекта оценки. Местоположение является одним из наиболее важных факторов, влияющих на стоимость объекта оценки, т.к. если в окружающей экономической среде объекта оценки происходят изменения, то это может повлиять на его стоимость. Потоки доходов в большей степени зависят от того, как местоположение связано с рынком пользователя.

Определение принципа: стоимость конкретного объекта оценки подвержена влиянию и сама влияет на природу и величину стоимости других объектов в районе его расположения.

Принцип соответствия между спросом и предложением формулируется следующим образом: изменение цен на объект оценки зависит от изменения величины спроса и предложения.

Определение принципа: предложение – количество товаров, имеющихся в наличии по определенным ценам на данный момент времени; спрос – количество товаров, желаемых по определенным ценам в течение данного периода времени, взаимодействие предложения и спроса определяет цену.

Принцип конкуренции тесно связан с принципом спроса и предложения. Он гласит, что конкуренция на рынке объектов собственности возникает среди покупателей, продавцов, которые стремятся заключить сделку по купле-продаже объекта собственности. Помимо этого, каждый объект собственности конкурирует с другими объектами, имеющими аналогичное функциональное назначение.

Определение принципа: когда прибыли на рынке превышают уровень, необходимый для оплаты факторов производства, на данном рынке обостряется конкуренция, что, в свою очередь, приводит к снижению среднего уровня чистых доходов.

Принцип изменения стоимости обусловлен изменением рыночных условий. Это неизбежный и постоянный процесс, как бы постепенно и скрыто он ни происходил. Чем активнее рынок, тем быстрее протекают изменения: экономические условия открывают новые возможности, международные события влияют на стоимость сырьевых товаров, новая технология и социальное поведение создают новый спрос, человеческие устремления и вкусы претерпевают изменения, среда расположения объекта проходит через фазы роста, зрелости, упадка и обновления. Другими словами, социальные, экономические, политические, природные и другие факторы постоянно оказывают положительное или отрицательное влияние на стоимость объектов. Перед принципом стоит задача выявить текущие и ожидаемые изменения на рынке.

Определение принципа: стоимость объектов собственности обычно не остается постоянной, но меняется с течением времени.

2.3.3. Принципы, связанные с эксплуатацией имущества

В эту группу включаются принципы:

- остаточной продуктивности;
- вклада;
- возрастающей и уменьшающейся отдачи;
- сбалансированности;
- экономической (оптимальной) величины;
- экономического разделения и соединения прав собственности.

Принцип остаточной продуктивности земельного участка построен на следующих постулатах:

1) любой вид предпринимательской деятельности, как правило, требует наличия четырех факторов производства: труда, капитала, управления и земли. Каждый используемый фактор производства должен оплачиваться вновь произведенной стоимостью, создаваемой данной деятельностью;

2) земля недвижима, а труд, капитал и управление «привязаны» к ней. Вначале оплачиваются три «привязанных» фактора производства, а затем собственник земли из остатка прибыли получает ренту (либо налог на землю, либо арендную плату). Таким образом, земля имеет «остаточную стоимость», т. е. компенсируется тогда, когда

есть остаток дохода после оплаты воспроизводства всех других факторов производства.

Принцип вклада предполагает, что вклад – это сумма, на которую увеличивается или уменьшается стоимость предприятия, или чистая прибыль, полученная от него вследствие наличия или отсутствия какого-либо улучшения или дополнения к действующим факторам производства. Некоторые факторы увеличивают стоимость имущественного комплекса предприятия на большую величину, чем связанные с ними затраты, а некоторые – уменьшают.

Принцип возрастающей или уменьшающейся отдачи гласит: по мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистая прибыль имеет тенденцию увеличиваться растущими темпами до определенного момента, после которого общая отдача хотя и растет, но замедляющимися темпами. Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не становится меньше, чем прирост затрат на добавленные ресурсы.

Принцип сбалансированности (пропорциональности) предприятия означает, что любому виду производства соответствуют оптимальные сочетания факторов производства, при которых достигается максимальная прибыль, а значит, и максимальная стоимость предприятия.

Принцип оптимального размера (масштаба) может относиться к любому фактору производства. Он гласит: любой фактор производства должен иметь оптимальные размеры – будь то само предприятие, его отдельные производства либо участок земли, на котором находится предприятие.

Принцип экономического разделения и соединения имущественных прав собственности означает следующее: имущественные права следует разделять и соединять так, чтобы увеличивать общую стоимость предприятия.

2.3.4. Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования

Является синтезом всех групп принципов, которые были рассмотрены, и считается основополагающим в оценке объекта собственности. Из возможных вариантов выбирается вариант наилучшего и наиболее эффективного использования имущественного комплекса, который:

- физически возможен;
- достаточно обоснован;
- финансово осуществим;

- при котором наиболее полно реализуются функциональные возможности объекта оценки;
- приводит к наивысшей стоимости объекта.

Данный принцип основывается на следующей предпосылке: верхняя граница цены, которую готов заплатить покупатель, определяется его мнением относительно наиболее выгодного использования объекта собственности.

2.4. Подходы и методы, используемые при оценке стоимости предприятия

Международными стандартами оценки выделяются в качестве основных три подхода к определению стоимости предприятия:

- **затратный подход** – совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки, с учетом его износа;
- **сравнительный подход** – совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними;
- **доходный подход** – совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

Всю совокупность подходов и методов оценки стоимости предприятия можно увидеть на рис. 2.2.

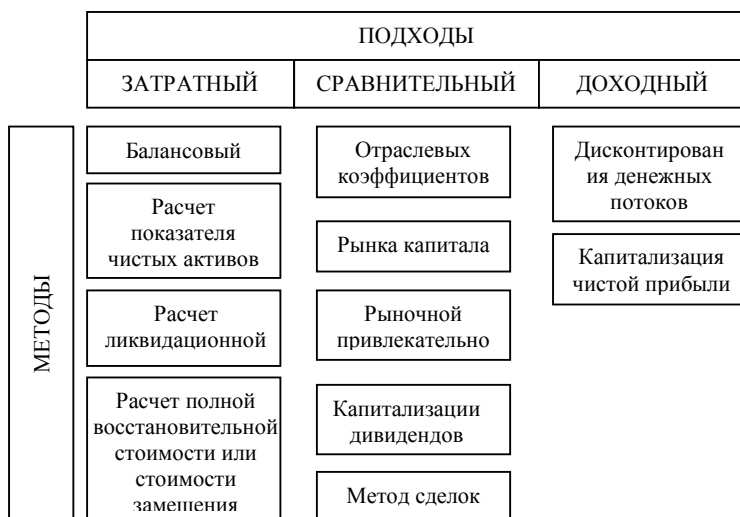


Рис. 2.2. Совокупность подходов и методов оценки стоимости предприятия

Каждый из методов имеет свои области применения, так, например, балансовый метод применяется при оценке стоимости недавно функционирующего предприятия, или уникального объекта, а также при перепрофилировании. При ликвидации предприятия используется метод расчета ликвидационной стоимости. Метод дисконтирования денежных потоков более подходит для предприятий, если их доходы в будущем превосходят нынешние, а также для молодых, перспективных предприятий, а вот для зрелых, стабильно работающих предприятий больше подойдет метод капитализации чистой прибыли.

Подробно применение каждого из этих методов будет рассмотрено в дальнейшем.

2.5. Практическая часть

Используя теоретический материал, выберите правильный ответ в следующих тестовых заданиях:

1. Стоимость воссоздания новой точной копии объекта на базе нынешних цен и с использованием точно таких же или очень сходных материалов – это:

- 1) полная стоимость замещения;
- 2) обоснованная рыночная стоимость;
- 3) ликвидационная стоимость;
- 4) полная стоимость воспроизводства.

2. Принцип остаточной продуктивности земли основан на:

- 1) незначительной доле стоимости земли в общей стоимости недвижимости;
- 2) низкой ликвидности земельных участков;
- 3) невозобновляемости земли как ресурса;
- 4) низком спросе на землю.

3. Сравнительный подход основан на принципе:

- 1) вклада;
- 2) ожидания;
- 3) замещения;
- 4) соответствия.

4. Синоним понятия «стоимость в обмене»:

- 1) собственная стоимость;
- 2) стоимость для конкретного пользователя;
- 3) ликвидационная стоимость;
- 4) рыночная стоимость.

5. «При наличии нескольких сходных или соразмерных объектов тот, который имеет наименьшую цену, пользуется наибольшим спросом» – это принцип:

- 1) замещения;
- 2) соответствия;
- 3) прогрессии и регрессии;
- 4) полезности.

6. Доходный подход основан на принципе:

- 1) конкуренции;
- 2) ожидания;
- 3) соответствия;
- 4) зависимости.

7. Дата оценки имущества – это:

- 1) дата, по состоянию на которую произведена оценка имущества;
- 2) дата заключения контракта на услуги по оценке;
- 3) дата сдачи отчета по оценке;
- 4) дата планируемой продажи объекта оценки.

8. Стоимость близкого аналога оцениваемого объекта – это:

- 1) стоимость воспроизводства;
- 2) страховая стоимость;
- 3) стоимость замещения;
- 4) восстановительная стоимость.

9. Стоимость в пользовании рассчитывается оценщиком в случае:

- 1) продажи предприятия;
- 2) оценки стоимости акций предприятия;
- 3) ликвидации предприятия.

10. Определение «открытый рынок» не включает в себя следующее условие:

- 1) продавец не обязан продавать объект оценки;
- 2) платежи за объект предоставляются в денежной форме;
- 3) объект должен быть выставлен на рынке в форме публичной оферты;
- 4) на рынке должно быть представлено не менее двух подобных объектов.

11. Денежная сумма, предлагаемая или уплаченная за объект оценки или его аналог, – это:

- 1) цена;
- 2) стоимость;
- 3) затраты;
- 4) издержки.

Тема 3. УЧЕТ ФАКТОРА ВРЕМЕНИ В ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Изучив эту тему, вы сможете применять финансовые функции для оценки стоимости предприятия.

В рамках темы рассматриваются вопросы:

3.1. *Теория временной стоимости денег и ее применение в оценке стоимости предприятия.*

3.2. *Финансовые функции и их применение в оценке стоимости предприятия.*

3.1. Теория временной стоимости денег и ее применение в оценке стоимости предприятия

Принятие решения о вложении капитала определяется, в конечном счете, величиной дохода, который инвестор предполагает получить в будущем.

В основе расчетов лежит теория изменения стоимости денег во времени: деньги, являясь специфическим товаром, со временем обесцениваются. Изменение стоимости денег происходит под влиянием ряда факторов, важнейшими из которых можно назвать инфляцию и инвестирование капитала, т.е. способность денег приносить доход при условии разумного инвестирования.

Принцип стоимости денег во времени основан на том, что сегодня денежная единица стоит больше, чем в будущем времени.

Приведение денежных сумм, возникающих в разное время, к сопоставимому виду называется **временной оценкой денежных потоков**.

Временная оценка денежных потоков основана на использовании схемы сложного процента.

$$FV = PV(1 + r)^n, \quad (3.1)$$

где FV – сумма после накопления в течение n лет, руб.;

PV – первоначальная (текущая) сумма, руб.;

r – годовая ставка процента, в формуле в долях единицы;

n – число лет начисления процента.

Формула 3.1 решает прямую задачу (определяет будущую сумму по известной настоящей сумме денежных средств, а также проценту и сроку) – данный процесс называется наращением (наращиванием). В финансовых расчетах, связанных с оценкой, зачастую ставится обратная задача – нахождение текущей стоимости по известной будущей сумме – этот процесс называется дисконтированием или приведением (формула 3.2)

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^n} = FV \cdot \frac{1}{(1+r)^n}, \quad (3.2)$$

Величины $(1+r)^n$ и $\frac{1}{(1+r)^n}$ называются множителями наращенния (FM1) и дисконтирования (FM2) для схемы сложного процента. Эти коэффициенты рассчитаны и табулированы в специальных таблицах, которые можно найти в литературе по финансовой математике.

Формулы 3.1 и 3.2 применяются, если речь идет о единичных платежах или поступлениях средств. В случае, если имеет место поток платежей, или аннуитет, то необходимо применять формулы наращенния (3.3) и дисконтирования (3.4) для аннуитета.

$$FVA = A \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r}, \quad (3.3)$$

$$PVA = A \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} = A \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r \cdot (1+r)^n}. \quad (3.4)$$

Величины $\frac{(1+r)^n - 1}{r}$ и $\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r}$ называются множителями наращенния (FM3) и дисконтирования (FM4) для аннуитета. Эти коэффициенты также рассчитаны и табулированы в специальных таблицах, которые можно найти в литературе по финансовой математике.

Все другие факторы являются производными от этих формул. Каждый фактор предусматривает, что процент приносят деньги, находящиеся на депозитном счете, причем только до тех пор, пока они остаются на депозитном счете. Каждый из них учитывает эффект сложного процента, т.е. такого процента, который будучи полученным, переводится в основную сумму

3.2. Финансовые функции и их применение в оценке стоимости

3.2.1. Расчет будущей суммы по схеме сложного процента

Сложный процент (компаундинг) – ситуация, в которой процент начисляется как на основную сумму, так и на все накопленные проценты.

Будущая стоимость единицы, или накопленная сумма единицы, – сумма, до которой увеличивается 1 денежная единица (рубль, доллар, марка), если ее инвестировать на определенное количество периодов n (месяц, квартал, год) по определенной сложной процентной ставке r

(другими словами – это множитель наращеня). Для того чтобы определить будущую сумму необходимо настоящую сумму умножить на множитель наращеня или будущую стоимость единицы.

Расчет будущей стоимости ведется по формуле 3.1.

Пример 3.1

Стоимость земельного участка равная 20 тыс. долларов повышается на 12% в год. Сколько земля будет стоить через пять лет?

Решение: применим формулу (3.1) со значениями:

$$PV = 20\,000$$

$$r = 0,12 \text{ (12\%)}$$

$$n = 5$$

$$FV = 20\,000 (1 + 0,12)^5 = 35\,246$$

Ответ: через 5 лет земля будет стоить 35 246 долларов.

Формула 3.1 используется, если начисление процентов происходит один раз в год, если же проценты начисляются чаще, например 2 раза в год или поквартально, ежемесячно, то следует использовать формулу 3.5, которая получена путем преобразования формулы 3.1.

$$FV = PV \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{n \cdot m}, \quad (3.5)$$

где m – количество начислений в течение одного года.

Пример 3.2

Банковская процентная ставка по вкладам составляет 12% в год. Начальная сумма 1000 рублей. Начисление процентов производится ежемесячно. Определить накопленную сумму через пять лет.

Решение: применим формулу (3.5) со значениями:

$$PV = 1000$$

$$r = 0,12 \text{ (12\%)}$$

$$m = 12$$

$$n = 5$$

$$FV = 1000 \left(1 + \frac{0,12}{12}\right)^{5 \cdot 12} = 1816,7$$

Ответ: через 5 лет сумма составит 1816,7 рублей.

Надо иметь в виду, что при одной и той же ставке в r процентов, более частое начисление процентов приводит к более быстрому росту основной суммы.

Если годовая ставка равна r , а число периодов начисления в году m , тогда каждый раз проценты начисляются по ставке $\frac{r}{m}$. Ставка r в данном случае называется *номинальной*.

Эффективная ставка показывает, какая годовая ставка сложных процентов дает тот же финансовый результат, что и m -разовое наращение в год по ставке $\frac{r}{m}$. Эффективная ставка j рассчитывается по формуле (3.6)

$$j = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1. \quad (3.6)$$

Пример 3.3

Банк начисляет 8% годовых по депозитам. Определить эффективную ставку при поквартальном начислении процентов.

Решение: применим формулу (3.6) со значениями:

$$r = 0,08 \text{ (8\%)}$$

$$m = 4$$

$$j = \left(1 + \frac{0,08}{4}\right)^4 - 1 = 0,082$$

Ответ: эффективная ставка 8,2%.

В данном примере наращение по ставке 8% годовых с ежеквартальным начислением процентов будет равно наращению по ставке 8,2% один раз в год.

Для примерного расчета количества лет, необходимых для увеличения наличной суммы в два раза при условии, что весь процент остается на депозите, применяют «правило 72-х». Для расчета необходимо разделить число 72 на ставку процента (выраженную целым числом).

Например, при ставке сложного процента 3% денежная сумма удвоится примерно через $\frac{72}{3} = 24$ года.

«Правило 72-х» можно применять и в обратной задаче, а именно: если известно, что за пять лет 10 000 долларов превратились в 20 000 долларов, то ставка сложного процента составляет примерно $\frac{72}{5} = 14,4\%$. Правило рекомендуется применять при ставке, изменяющейся от 3 до 18%.

3.2.2. Расчет настоящей стоимости по схеме сложного процента

Текущая стоимость единицы – это величина, обратная накопленной сумме единицы. Это сегодняшняя стоимость единицы, которая должна быть получена в будущем при заданном периоде n и процентной ставке r . Такая величина получается в результате дисконтирования.

Расчет этой функции производится по формуле (3.2).

Интервалы между периодами дисконтирования могут быть более частыми, чем один год. При этом номинальная ставка дисконта делится на частоту интервалов, а число периодов умножается на число лет, как это уже было рассмотрено в пункте 3.2.1.

Пример 3.4

Через 4 года требуется накопить 55 тыс. евро на покупку квартиры. Какую сумму надо депонировать сегодня в банке, начисляющем 6% годовых два раза в год?

Решение: применим формулу (3.5) со значениями:

$$FV = 55\,000$$

$$r = 0,06 \text{ (6\%)}$$

$$n = 4$$

$$m = 2$$

$$PV = \frac{55000}{\left(1 + \frac{0,06}{2}\right)^{4 \cdot 2}} = 43967$$

Ответ: надо положить в банк 43 967 евро.

3.2.3. Расчет текущей стоимости аннуитета

Под аннуитетом понимают серию одинаковых по сумме платежей, производимых через равные промежутки времени.

Единичным платежом аннуитета (A) называется единовременный денежный вклад (или изъятие) в n -ом периоде.

Текущая стоимость аннуитета — текущая стоимость депозита, с которого в течение всего срока n может сниматься определенная сумма при определенной ставке r , определяется по формуле 3.4.

Различают обычный (постнумерандо) и авансовый (пренумерандо) аннуитеты. При аннуитете постнумерандо платежи или поступления осуществляются в конце каждого периода. Формула 3.4 — это формула текущей стоимости аннуитета постнумерандо.

Пример 3.5

Какую сумму надо положить родителям на счет в банке, начисляющем 10% годовых по депозиту, чтобы студент мог снимать ежегодно (в конце каждого года) по 1000 долларов в течение 4 лет?

Решение: применим формулу (3.6) со значениями:

$$PMT = 1000$$

$$r = 0,1 \text{ (10\%)}$$

$$n = 4$$

$$PV = 1000 \frac{1 - \frac{1}{(1+0,1)^4}}{0,1} = 3\,169,9.$$

Ответ: надо депонировать 3 169,9 долларов

В авансовом аннуитете или аннуитете пренумерандо платежи или поступления осуществляются в начале каждого периода.

Формула текущей стоимости аннуитета пренумерандо отличается от формулы текущей стоимости аннуитета постнумерандо на величину множителя наращенного по схеме сложного процента за 1 период. Преобразовав формулу 3.4, получаем формулу 3.7 (3.8)

$$PVA = A \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \cdot (1+r), \quad (3.7)$$

или (если раскрыть скобки)

$$PVA = A \left[\frac{1 + \frac{1}{(1+r)^{n-1}}}{r} + 1 \right], \quad (3.8)$$

3.2.4. Расчет единичного платежа аннуитета (по известной текущей стоимости)

Единичный платеж аннуитета может еще называться как взнос на амортизацию единицы – равновеликий, регулярный платеж, необходимый для полной амортизации кредита, по которому выплачивается процент r в течение периода n . Он определяется как величина, обратная текущей стоимости аннуитета.

Каждый равновеликий взнос на амортизацию единицы включает:

- процент – доход на инвестиции;
- выплату части первоначальной основной суммы кредита.

Второе название функции – ипотечная постоянная.

Единичный платеж аннуитета рассчитывается по формуле 3.9, полученной преобразованием формулы 3.4:

$$A = \frac{PVA \cdot r}{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}. \quad (3.9)$$

Пример 3.6

Какими должны быть ежемесячные выплаты (включающие в себя возврат основной суммы долга и процентов) по кредиту в 200 тыс. рублей, предоставленному на 25 лет при номинальной годовой ставке 12%?

Решение: применим формулу (3.8) с корректировкой на дискретное начисление и со значениями:

$$PV = 200\,000$$

$$r = 0,12 \text{ (12\%)}$$

$$n = 25$$

$$m = 12$$

$$PMT = 200000 \frac{\frac{0,12}{12}}{1 - \frac{1}{(1 + \frac{0,12}{12})^{25 \cdot 12}}} = 2106,45.$$

Ответ: ежемесячные выплаты по такому кредиту 2 106,45 рублей.

3.2.5. Расчет будущей стоимости аннуитета

Будущая стоимость аннуитета – это суммарное накопление по серии депозитов (или взносов), вносимых в конце каждого периода (постнумерандо) или в начале каждого периода (пренумерандо) по истечении срока n при определенной ставке r .

Расчет будущей стоимости обычного (постнумерандо) аннуитета осуществляется по формуле 3.3.

Если речь идет о будущей стоимости авансового аннуитета, т.е. взнос происходит в начале периода, формула 3.3 видоизменяется в 3.10 (3.11):

$$FVA = A \frac{(1+r)^n - 1}{r} \cdot (1+r), \quad (3.10)$$

или (если раскрыть скобки)

$$FVA = A \left[\frac{(1+r)^{n+1} - 1}{r} - 1 \right] \quad (3.11)$$

Пример 3.7

Платежи по аренде помещения поступают в начале каждого года на счет собственника в размере 50 тыс. руб. Какова будет стоимость этих платежей к концу пятого года при ставке дисконта 7%?

Решение: применим формулу (3.11) со значениями

$$PMT = 50\,000$$

$$r = 0,07 \text{ (7\%)}$$

$$n = 5$$

$$FV = 50000 \left[\frac{(1+0,07)^{5+1} - 1}{0,07} - 1 \right] = 307664,5.$$

Ответ: стоимость арендных платежей через 5 лет 307 664,5 рублей.

3.2.6. Расчет единичного платежа аннуитета (по известной будущей стоимости)

Единичный платеж аннуитет при известной его будущей стоимости еще может называться фактором фонда возмещения, он показывает денежную сумму, которую необходимо вносить в конце (начале) каждого периода для того, чтобы через заданное число периодов n итоговый остаток составил 1 денежную единицу при заданной ставке r . Эта величина, обратная фактору накопления единицы за период.

В литературе встречается другое название этой функции – периодический взнос в фонд накопления. Функция рассчитывается по формуле 3.12, полученной путем преобразования формулы 3.3.

$$A = \frac{FVA \cdot r}{(1+r)^n - 1} . \quad (3.12)$$

Если депонирование сумм производится в начале периода, то следует воспользоваться формулой фактора фонда авансового возмещения или, другими словами, формулой расчета единичного платежа аннуитета пренумерандо по известной будущей стоимости (3.13 и 3.14), которые получены путем преобразования формулы 3.10 (или 3.11)

$$A = \frac{FVA}{\frac{(1+r)^n - 1}{r} \cdot (1+r)} , \quad (3.13)$$

$$A = FVA \div \left[\frac{r}{(1+r)^{n+1} - 1} - 1 \right] . \quad (3.14)$$

Пример 3.8

В течение 10 лет требуется накопить 15 000 долларов, депонируя ежегодно равные суммы. Ставка по вкладу 10% в год. Каким должен быть годовой депозит?

Решение: применим формулу (3.12) со значениями:

$$FV = 15\,000$$

$$r = 0,1 \text{ (10\%)}$$

$$n = 10$$

$$A = \frac{15000 \cdot 0,1}{(1+0,1)^{10} - 1} = 941,18.$$

Ответ: ежегодно надо депонировать 941, 18 долларов.

3.3. Практическая часть

Задания для выполнения выбираются на основании табл. 3.1.

Выбор номера варианта задания соответственно первой букве фамилии студента

Буква, с которой начинается фамилия студента	Номер варианта практического задания
А, Б, В	1
Г, Д, И, П	2
Р, К, Л, М	3
Н, О	4
С	5
Т, У	6
Ф, Х, Ц, Ч, Ш	7
Щ, Э, Ю, Я	8

Задача 1

Через 8 лет планируется приобретение квартиры стоимостью 45 тыс. долларов. Сколько денег надо положить в банк под 11% годовых, чтобы иметь такую сумму?

Задача 2

Какой суммарный доход принесет недвижимость через 7 лет, если сдавать ее в аренду при арендных платежах 10 тыс. евро в начале каждого года; ставка по депозитам 10% в год?

Задача 3

Вы решили приобрести квартиру в рассрочку без первого взноса с оплатой 50 тыс. ежемесячно в течение 3 лет. Определите сегодняшнюю ценность этой покупки с применением ставки, равной уровню инфляции (8%).

Задача 4

Квартира стоимостью 56 тыс. евро куплена в кредит. Рассчитать ежегодный взнос в погашение кредита при процентной ставке 13%. Кредит выдавался на 7 лет.

Задача 5

Киоск будет приносить владельцу доход в размере 500 тыс. руб., поступающий в конце каждого года в течение 3 лет, после чего будет

продан за 1700 тыс. руб. Определите текущую стоимость объекта при уровне процентной ставки 11%.

Задача 6

При рождении сына в 1980 году родители положили на его счет 50 тыс. рублей. В 2004 году сын женился, родители сняли с его счета 100 тыс. рублей на свадьбу. Под какой процент были положены деньги?

Задача 7

Что выгоднее: продать квартиру за 20 тыс. евро сегодня или сдавать ее в аренду в течение 2 лет, получая по 100 долларов в конце каждого месяца, а потом продать за ту же цену? Коэффициент инфляции 12%.

Задача 8

Номинальная ставка процента – 15%. Определите эффективную ставку процента при ежеквартальном начислении, как она изменится при ежемесячном начислении процентов?

Тема 4. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Изучив эту тему, вы получите общепрофессиональные и специальные компетенции, сможете рассчитывать необходимые для проведения оценки стоимости предприятия доходным подходом показатели денежного потока, применять на практике предлагаемые в методике формулы.

В рамках темы рассматриваются вопросы:

4.1. Метод дисконтирования денежного потока.

4.2. Метод капитализации чистой прибыли.

Доходный подход в оценке бизнеса учитывает влияние на стоимость бизнеса такого важного фактора, как доходность предприятия.

Оценочная теория и практика выработали несколько методов, соответствующих доходному подходу. К основным из них относят:

- метод дисконтирования денежного потока;
- метод капитализации чистой прибыли.

4.1. Метод дисконтирования денежного потока

Метод дисконтирования денежного потока (ДДП) используется для молодых и перспективных предприятий, у которых еще нет стабильного дохода, но он ожидается в будущем, либо для предприятий, будущей доход которых значительно превышает сегодняшний.

Метод рассматривается как процедура, в соответствии с которой определяется текущая стоимость прогнозируемых в будущем денежных потоков. Оценщик должен определить величину, изменчивость, временные параметры, прогнозируемый период денежных потоков и путем применения обоснованной ставки дисконтирования определить их текущую стоимость. Алгоритм использования метода представлен на рис. 4.1.

В пользу применения этого метода говорит то, что полученные результаты могут быть достаточно достоверны, поскольку опираются на прогнозные показатели. Существенным недостатком метода является то, что планирование денежных потоков в организациях практически не осуществляется.

Можно выделить два основных этапа применения этого метода – расчет денежного потока и определение ставки дисконтирования. Эти моменты рассмотрим более подробно.

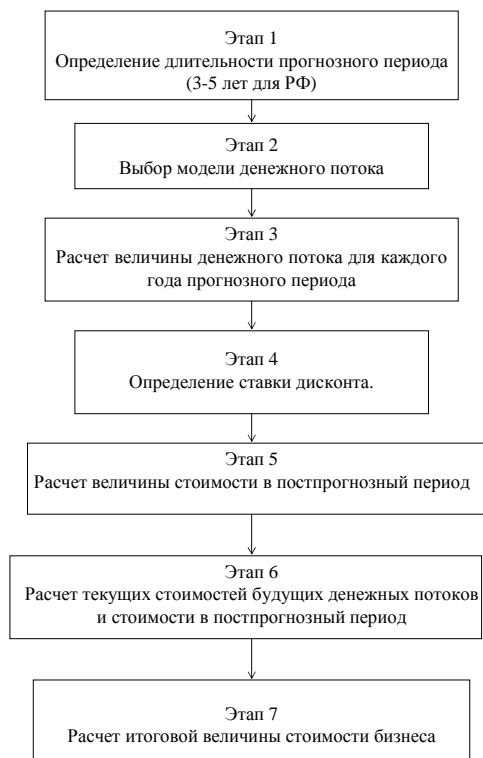


Рис. 4.1. Алгоритм расчета рыночной стоимости методом дисконтирования денежных потоков

4.1.1. Понятие и модели денежных потоков

Денежный поток (*Cash Flow*) – разность между суммами поступлений и выплат денежных средств (финансовых ресурсов) компании за определенный период времени (обычно – за финансовый год). Показатель *CF* составляет чистый приток денег компании.

Несмотря на кажущуюся простоту моделей дисконтированных денежных потоков, существуют несколько методологических особенностей, которыми практикующие оценщики, исходя из уже сформировавшейся практики оценочной деятельности, часто пренебрегают, в результате чего получают ошибочные результаты.

Денежные потоки компании могут быть выражены в следующем виде:

– CCF (*Capital Cash Flows*) – денежный поток для всего капитала компании (в российской практике не распространен). Данный денежный

поток считается для всего капитала и доступен акционерам и кредиторам компании;

– ECF (Equity Cash Flows) – денежный поток для собственного капитала компании. Данный денежный поток доступен для акционеров (собственников) компании;

– FCF (Free Cash Flows) – «очищенный» денежный поток. Как и CCF, является денежным потоком, доступным акционерам и кредиторам компании, но не включает в себя налоговые преимущества в части процентов по заемным источникам.

Рассмотрим особенности каждой из трех моделей дисконтированных денежных потоков, в разрезе составляющих денежного потока.

Расчет величины денежного потока CCF:

$$CCF = EBIT + D - CE - WCI - AT, \quad (4.2)$$

где

– EBIT (Earnings before Interest and Taxes) – прибыль компании до вычета процентов и налогов;

– D (Depreciation) – амортизация основных средств и нематериальных активов (неденежные расходы компании, возвращающиеся к ней в составе выручки);

– CE (Capital Expenditures) – капиталовложения компании в создание инвестиционных активов;

– WCI (Working Capital Increase) – увеличение собственного оборотного капитала компании (чаще оборотных средств, которая должна финансироваться за счет собственных и долгосрочных заемных средств);

– AT (Actual Taxes) – рассчитывается как $Actual\ Taxes = Tax\ Rate * (EBIT - Interest)$ и представляет собой фактически уплаченные компанией налоги (имеется в виду налог на прибыль). Interest – сумма уплаченных процентов по заемным средствам. При расчете фактически уплаченных налогов учитывается величина «налогового щита» (той части расходов, которые выведены из-под налогообложения – проценты по заемным средствам).

Следует заметить, что данный способ расчета величины денежного потока для России неприменим, так как у нас принципиально иной порядок составления финансовой отчетности, нежели за рубежом. Найти аналог показателю EBIT в бухгалтерской отчетности невозможно, так как, в соответствии с российскими стандартами, проценты за пользование долговыми обязательствами либо включаются непосредственно в себестоимость (текущая деятельность), либо относятся на стоимость активов (инвестиционная деятельность). Поэтому отдельно показатели EBIT и Interest из российской финансовой отчетности вычленить нельзя. Однако в налоговом учете все проценты в пределах определенных законодательством норм учитываются в составе себестоимости при определении налоговой базы по налогу на прибыль, следовательно, необходи-

мые данные для расчета эффекта «налогового щита» из данных налогового учета получить можно.

Рассмотрим следующий вид денежного потока – **ECF**:

$$ECF = EBIT + D - CE - WCI - I - DP + DI * AT. \quad (4.3)$$

Все элементы данного вида денежного потока практически идентичны по наполнению элементам, обозначенным ранее, за исключением:

I (Interest) – сумма уплаченных процентов по заемным средствам;

DP (Debt Payments) – погашение кредитов / займов;

DI (Debt Issues) – величина новых кредитов / займов.

FCF (Free Cash Flow – свободный денежный поток) – близок к CCF, но в отличие от CCF не включает налоговые преимущества.

$$FCF = EBIT + D - CE - WCI - HT, \quad (4.4)$$

где HT Hypothetical Taxes, рассчитывается как Tax Rate*ЕБИТ, и представляет собой налоги, которые бы компания должна была бы заплатить, если бы не использовала эффект «налогового щита».

После того, как определена модель и рассчитаны денежные потоки, переходим к этапу 4 – расчет ставки дисконтирования.

Для каждого CF необходимо рассчитывать свою ставку дисконтирования. Так, для EFC в качестве ставки дисконта принимается ожидаемая доходность собственного капитала компании (Expected Equity Return), для CFC в качестве ставки дисконта принимается ожидаемая доходность активов компании (Expected Asset Return). Для FCF – ставка дисконта – это средневзвешенная стоимость капитала компании.

Расчет ставки дисконта для EFC ведется по формуле 4.5.

$$\text{Expected Equity Return} = R_f + \text{Equity Beta} * R_{pr}, \quad (4.5)$$

где R_f – безрисковая % ставка.

$R_{pr} = R_m - R_f$ – рыночная премия, равная разнице между среднерыночной и безрисковой ставкой.

Equity Beta – коэффициент Beta, рассчитанный по данным фондового рынка, представляющий собой отношение ковариации доходности актива со среднерыночной доходностью к дисперсии среднерыночной доходности.

Суть расчета ставки дисконта – корректировка безрисковой ставки доходности на уровень риска. Рискованность того или иного финансового актива зависит от изменения доходности этого актива по сравнению с изменением среднерыночной доходности. Таким образом, для каждого из финансовых активов можно рассчитать свой коэффициент изменчивости доходности по сравнению с общерыночной. Применительно к фондовому рынку можно определить степень рискованности вложений в обращающиеся акции и, таким образом, определить рискованность собственного капитала компании (рискованность вложений). Степень изменчивости доходности того или иного актива по сравнению

с изменением среднерыночной доходности измеряется с помощью специального коэффициента β (в нашем случае то equity beta, asset beta).

Особенность расчета ставки дисконтирования с использованием коэффициента β заключается в том, что он позволяет избежать субъективности оценки риска вложения в компанию, присущей другим методам.

$$\text{Expected Asset Return} = R_f + \text{Asset Beta} * R_m \quad (4.6)$$

Отличие данной ставки дисконтирования от вышеприведенной заключается в наличии коэффициента Asset Beta.

Таблица 4.1

Особенности расчета стоимости капитала с использованием различных моделей CF

Модель	FCF	CCF	ECF
Денежный поток	Денежный поток для всех инвесторов компании без учета положительного эффекта «налогового щита»	Денежный поток для всех инвесторов компании с учетом экономии на налогах по процентам, уменьшающим налоговую базу	Денежный поток для акционеров собственников
Ставка дисконтирования	Средневзвешенная стоимость капитала с учетом налоговых преимуществ по заемным источникам (WACC)	Доходность активов компании (Expected Asset Return)	Доходность собственного капитала компании (Expected Equity Return)
Получаемый результат	Стоимость инвестированного капитала	Стоимость инвестированного капитала	Стоимость собственного капитала

Отметим некоторые особенности оценки стоимости денежных потоков с использованием вышеуказанных методов.

1. При использовании моделей денежных потоков важно помнить о корректности расчета и о правильности использования величин, участвующих в расчете денежного потока и ставки дисконтирования. В случае несоблюдения исходных предпосылок моделей получаемый результат не будет абсолютно корректен.

2. Существование подобной «многовариантности» денежных потоков обусловлено использованием CF модели не только как инструмента в части определения стоимости компании, но и как инструмента, позволяющего управлять стоимостью компании путем отслеживания изменений и принятия на их основе рациональных управленческих решений.

3. В российской практике корректное использование данной модели несколько затруднено в силу ограниченных объемов фондового рынка и отсутствия данных по рыночным котировкам акций и облигаций оцениваемой компании. В силу этой особенности возникают «технические» некорректности, вызванные использованием данных по компаниям-аналогам.

4. В теории, когда фондовый рынок абсолютно эффективен и соблюдается информационная гипотеза, согласно которой вся информация о перспективах компании доступна инвесторам и уже нашла свое отражение в цене акции компании, величина рыночной стоимости компании и рыночной капитализации совпадают. Все указанные модели при расчете ставки дисконтирования имеют именно такую предпосылку. Другими словами, все три способа расчета стоимости компании (ECF, FCF, CCF) ведут к абсолютно одинаковым результатам только в том случае, если рыночная стоимость и капитализация компании совпадают (так как каждая модель основана именно на этом). На практике рынок не всегда объективен и эффективен. Очень часто (особенно в российских реалиях) получить данные, основанные на оценках фондового рынка, не представляется возможным. Приходится принимать определенные допущения, брать средние показатели.

5. Выбор конкретной модели в качестве базовой при расчете стоимости зависит от:

1) цели оценки – какой результат должен быть получен (стоимость собственного капитала или инвестированного);

2) исходной информации – так как каждая из трех моделей делает свой акцент на необходимой информации, поэтому оценщик должен выбирать модель оценки исходя из доступности и достоверности открытой информации;

3) адекватности предпосылок каждой из моделей экономическим реалиям конкретной компании и ее внешнего экономического окружения.

Доходный подход при оценке бизнеса представляет, пожалуй, первостепенный интерес для потенциальных покупателей и инвесторов, предполагающих дальнейшую эксплуатацию действующей компании. Вместе с тем, именно в рамках данного подхода встречается наибольшее число спорных моментов, в частности при прогнозировании элементов денежного потока.

В отечественной теории и практике существуют два основных метода расчета денежного потока: косвенный и прямой. Косвенный метод анализирует движение денежных средств по направлениям деятельности. Прямой метод основан на фиксировании движения денежных средств по бухгалтерским счетам. В оценочной деятельности применяется в основном косвенный метод расчета денежного потока, т.е. в качестве исходной точки для расчетов берут чистую прибыль фирмы.

В практике оценки стоимости предприятия используются две основные модели денежного потока: модель для собственного капитала

(чистый свободный денежный поток) – представлена на рис. 4.2; и модель для всего инвестированного капитала (денежный поток на бездолговой основе) – представлена на рис. 4.3.

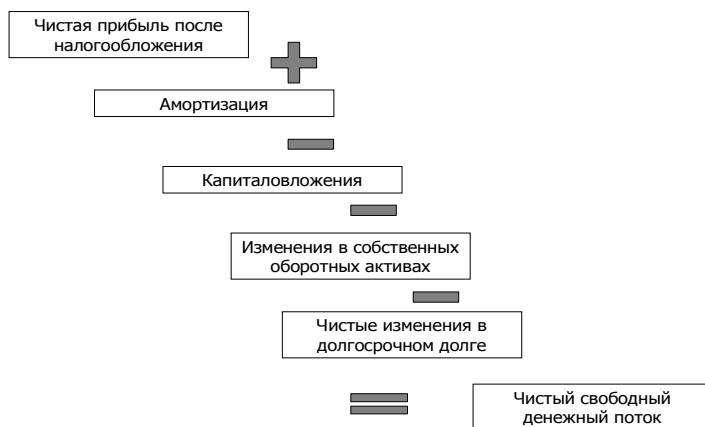


Рис. 4.2. Модель денежного потока для собственного капитала

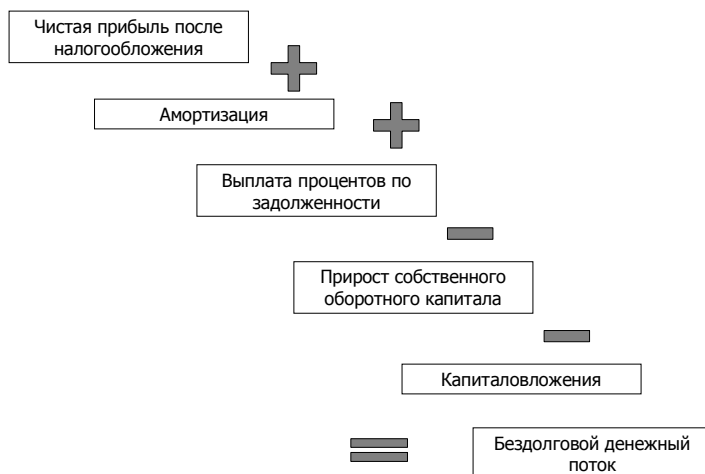


Рис. 4.3. Модель денежного потока для всего инвестированного капитала

Прогнозирование потоков денежных средств осуществляется с учетом всех видов деятельности компаний, а именно:
денежные потоки от основной деятельности;
денежные потоки от инвестиционной деятельности;

денежные потоки от финансовой деятельности.

Рассчитанный на основе выбранной модели денежный поток нуждается в некоторой проверке. В частности, необходимо:

- сопоставить прогнозируемый объем производства продукции или услуг с имеющимися мощностями;
- сравнить прогнозируемую доходность с уровнем доходности аналогичных компаний;
- сравнить ранее составленные прогнозы компании с реально полученными результатами и т.п.

Проверка прогнозных показателей позволяет оценить их реалистичность и получить достоверные результаты в оценке бизнеса.

Пример 4.1

Рассчитайте величину будущих денежных потоков компании, используя следующие данные:

- чистая прибыль фирмы в первый год прогнозного периода – 100 тыс. руб.;
- ожидаемый темп прироста чистой прибыли – 10% в год;
- прогнозный период – 3 года;
- амортизация составляет 5 тыс. руб. в год.

Решение:

Таблица 4.2

Расчет денежного потока на каждый год прогнозного периода

Годы	1	2	3
CF	$100 + 5 = 105$	$100 * 1,1 + 5 = 115$	$100 \times 1,1 \times 1,1 + 5 = 131,5$

Ответ: расчет CF на каждый год прогнозного периода приведен в таблице 4.2.

4.1.2. Понятие и методы расчета ставки дисконтирования

Ставка дисконтирования – это ожидаемая ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования. С использованием ставки дисконтирования рассчитанные на этапах 1–3 будущие потоки доходов приводятся к сегодняшнему моменту (дисконтируются).

Таким образом, согласно определению ставка дисконтирования должна учитывать те риски, которые связаны с приобретением оцениваемой компании. По теории выделяются систематические риски, обусловленные макроэкономическими факторами на которые влияет внешняя среда фирмы, и несистематические риски, обусловленные микро-

экономическими факторами, на которые влияет внутренняя среда фирмы. Чем рискованнее с точки зрения прибыльности компания, тем больше должна быть ставка дисконтирования и тем меньше будет стоимость этой компании.

В расчетах необходимо опираться на базовую величину, выражающую доходность безрисковых вложений. Такая величина называется «безрисковой ставкой» (r_0). Наименее рискованными во всем мире признаются вложения в долгосрочные государственные облигации с гарантированными выплатами и высокой степенью ликвидности. В качестве безрисковой ставки может быть принята также ставка процента по рублевым или валютным депозитам наиболее надежных банков.

Для того чтобы учесть инфляцию (в том случае, если ее уровень превышает 10% в год), вместо безрисковой ставки r_0 используют ставку дисконтирования r_f , рассчитанную с применением формулы Фишера (4.7)

$$r_f = r_0 + r_0 \times T_i + T_i, \quad (4.7)$$

где T_i – темп инфляции.

Используемая в расчетах ставка дисконтирования должна соответствовать принятой модели денежного потока.

Модель денежного потока для собственного капитала требует применения ставки дисконта, равной требуемой покупателем норме отдачи на вложенный капитал. Наиболее распространенными методами расчета такой ставки являются:

модель оценки капитальных активов;

модель кумулятивного построения.

В случаях оценки стоимости предприятия исходя из бездолговых денежных потоков (для всего инвестированного капитала) сравнительную стоимость заемного и собственного капитала следует отразить хотя бы в ставке дисконтирования. В таких ситуациях применяется метод средневзвешенной стоимости капитала.

4.1.2.1. Модель оценки капитальных активов в расчете ставки дисконтирования

Модель разработана американским экономистом Уильямом Шарпом (*William Sharp*) и широко известна во всем мире в английском варианте сокращения как *CAPM*. Она отражает систематические риски бизнеса при его оценке и премии за его риски. Ставка дисконтирования определяется по формуле (4.8)

$$r_{CAPM} = r_0 + \beta(r_0 - r_m) + S_1 + S_2 + S_c, \quad (4.8)$$

где r_0 – безрисковая ставка;

β – коэффициент, отражающий систематические отраслевые риски;

r_m – среднерыночная ставка доходности;

S_1 – надбавка за риск, связанный с размером компании;

S_2 – надбавка за риск, характерный для оцениваемой компании;

S_c – надбавка за страновой риск.

Рассмотрим подробнее элементы, составляющие формулу (4.8). При помощи коэффициента β определяются систематические риски, присущие всей отрасли. Рассчитывается этот показатель на основе колебаний курса акций отдельных компаний, принадлежащих одной отрасли, и усреднения полученной информации.

Если коэффициент β равен 1, то это означает, что систематический риск не отличается от общерыночного и колебания доходности предприятий отрасли не отличаются от средних колебаний доходности по рынку в целом. Коэффициент β больше единицы, если риск выше рыночного, и меньше единицы, если он ниже рыночного.

Корректировка на размеры компаний S_1 связана с тем, что в расчете безрисковой ставки и коэффициента β чаще всего используют данные, полученные при изучении риска инвестирования в крупные компании, информация о которых более доступна для анализа. Однако чаще всего требуется оценка малых компаний. Покупатели назначают цену для мелких компаний ниже, чем для крупных компаний.

Корректировка на риск, характерный для оцениваемой компании (S_2) предполагает учет специфических для данного вида бизнеса особенностей самой компании, которые отличают ее от других и наличие которых способно привести к снижению доходности бизнеса.

Оценка рисков S_1 и S_2 обычно является экспертной, значение рисков от 0 до 5%.

Страновой риск учитывает особенности национальной экономики, в частности такие негативные факторы, как политическая нестабильность, высокий уровень инфляции, неравномерное развитие разных сфер экономики, в том числе и инфраструктуры оцениваемого бизнеса. Учитывается страновой риск в случае, если в качестве безрисковой ставки принималась ставка по ценным бумагам другого государства либо если покупатель компании не является гражданином данной страны.

Премия за страновой риск определяется как разница между доходностью облигаций казначейства США и доходностью долговых инструментов Российской Федерации с аналогичным сроком погашения в долларах. Данные можно найти на сайте информационного агентства C-Bonds (www.cbonds.info/quotes/index.php).

Для операций на западном рынке все необходимые параметры для расчета ставки дисконта r_{CAPM} имеются в готовом виде. Коэффициент β открытого акционерного общества можно найти в изданиях аналитических агентств, профессиональные оценщики, как правило, не занимаются сами расчетами коэффициентов β .

Практическое применение модели оценки капитальных активов в отечественных условиях затруднено недостаточной развитостью отечественного фондового рынка.

Пример 4.2

Определите ставку дисконтирования для оцениваемого предприятия, имея следующие данные:

- оценивается закрытое акционерное общество среднего размера, находящееся на территории Китая, имеющее репутацию необязательно-го партнера;
- ставка по валютным депозитам Сбербанка РФ – 8,5%;
- среднерыночная доходность акций на фондовом рынке – 23%;
- коэффициент β для оцениваемого предприятия – 1,4.

Решение: применим формулу (4.8) со значениями:

$$r_0 = 0,085$$

$$r_m = 0,23$$

$S_1 = 0,025$ (по условию компания имеет средние размеры, поэтому экспертно принято среднее значение $\frac{5\%}{2}$)

$S_2 = 0,05$ (репутация необязательного партнера позволяет применить максимальную надбавку за риск вложения в такую компанию)

$$S_c = 0,1316 \text{ (согласно расчетам)}$$

$$r_{CAPM} = 0,085 + 1,4(0,23 - 0,085) + 0,025 + 0,05 + 0,1316 = 0,4946 \text{ (49,46\%)}$$

Ответ: стоимость компании должна быть рассчитана с применением ставки дисконтирования 49,46%

4.1.2.2. Модель кумулятивного построения ставки дисконтирования

Этот метод используется тогда, когда риски оцениваемого бизнеса являются, прежде всего, несистематическими. Признаком этого может быть то, что доходы с бизнеса фактически сильно колеблются, а коэффициент β , характерный для отрасли, в которой специализируется предприятие, незначительно больше или даже меньше единицы.

Метод кумулятивного построения ставки дисконта основан на экспертной оценке рисков, связанных с инвестированием в оцениваемый бизнес. Первоначально производится определение безрисковой ставки, к которой затем прибавляются экспертные значения корректировок всех выявленных рисков, связанных с макроокружением бизнеса, микроэкономическими факторами, со спецификой деятельности компании, ее имущественным и кадровым потенциалом (формула 4.9).

$$r = r_0 + r_1 + r_2 \dots + r_n. \quad (4.9)$$

Наиболее типичными рисками, учитываемыми при кумулятивном построении ставки дисконтирования, являются:

- качество менеджмента;
- размер компании;
- структура капитала;
- товарная и территориальная диверсификация;
- диверсификация клиентуры;
- финансовое состояние компании.

Приведенный перечень нельзя считать исчерпывающим, в конкретных случаях оценщик дополняет его, согласовав с экспертами, опросив ключевой персонал оцениваемой компании, изучив ретроспективную информацию о деятельности компании.

Все перечисленные риски, будучи несистематическими, характеризуют не рискованность бизнеса как рода деятельности, а рискованность управления предприятием, ведущим бизнес. Значение каждой надбавки за такой риск, как правило, принимается в интервале от 0 до 5%.

Пример 4.3

Определите ставку дисконтирования для оцениваемого предприятия, имея следующие данные:

- оценивается небольшое, финансово достаточно благополучное предприятие, производящее один вид продукции;
- номинальная ставка дохода по государственным облигациям – 9%;
- темп инфляции ожидается на уровне 11%.

Решение: применим формулу (4.9) со следующими значениями:
 $r_0 = 0,09$

Поскольку темп инфляции ожидается на уровне 11%, для определения реальной безрисковой ставки применим формулу Фишера (4.7)

$$r_f = 0,09 + 0,09 \times 0,11 + 0,11 = 0,2099 \text{ (20,99\%)}$$

$$r_1 = 2,5\% \text{ (это надбавка за размер компании)}$$

$$r_2 = 1\% \text{ (это надбавка за финансовое состояние)}$$

$$r_3 = 5\% \text{ (это надбавка за недостаточную диверсификацию продукции)}$$

$$r = 20,99\% + 2,5\% + 1\% + 5\% = 29,49\%$$

Ответ: стоимость компании должна быть рассчитана с применением ставки дисконтирования 29,49%.

3.1.2.3. Метод средневзвешенной стоимости капитала

Мы рассмотрели модель, основанную на использовании только собственного капитала. Однако, как говорилось ранее, в случаях оценки стоимости предприятия исходя из бездолговых денежных потоков сравнительную стоимость заемного и собственного капитала следует отразить хотя бы в ставке дисконта.

Согласно методу средневзвешенной стоимости капитала (WACC) ставка дисконта для дисконтирования бездолговых денежных потоков представляет собой минимально требуемую норму отдачи на единицу денежных средств смешанного (собственного и заемного) финансирования проекта и определяется в общем случае формулой (4.10).

$$r_{WACC} = \sum_{i=1}^k C_i \cdot d_i, \quad (4.10)$$

где C_i – цена i -того источника финансирования;
 d_i – доля i -того источника в структуре капитала;
 k – количество источников финансирования.

Капитал компании может быть сформирован как из одного источника (уставный капитал), так и из нескольких, например акционерный капитал, сформированный за счет обыкновенных акций, акционерный капитал, сформированный за счет привилегированных акций, различные виды кредитов и облигационных займов. Каждый из этих источников имеет свою цену, выраженную в процентах: процент по кредиту, процент по облигациям, дивиденд по обыкновенным или привилегированным акциям. Формула 4.10 позволяет найти средневзвешенную стоимость всех источников капитала компании.

Пример 4.4

Определите ставку дисконтирования для оцениваемого предприятия, имея следующие данные:

рыночная стоимость обыкновенных акции фирмы – 450 тыс. евро;

рыночная стоимость привилегированных акций – 120 тыс. евро;

заемный капитал – 200 тыс. евро;

дивиденды выплачиваются в размере 10% на привилегированные и 9% на обыкновенные акции;

Ставка кредитования – 14%.

Решение: применим формулу (4.10) со следующими значениями:

$$C_1 = 0,14$$

$$d_1 = \frac{200}{450+120+200} = 0,26$$

$$C_2 = 0,09$$

$$d_2 = \frac{450}{450+120+200} = 0,58$$

$$C_3 = 0,1$$

$$d_3 = \frac{120}{450+120+200} = 0,16$$

$$r_{WACC} = 0,14 \times 0,26 + 0,58 \times 0,09 + 0,1 \times 0,16 = 0,1046 \text{ (10,46\%)}$$

Ответ: стоимость компании должна быть рассчитана с применением ставки дисконтирования 10,46%.

4.1.3. Учет стоимости компании в постпрогнозный период

Определение остаточной стоимости бизнеса (в постпрогнозный период) основано на том, что бизнес продолжает приносить доход и по окончании прогнозного периода.

Расчет стоимости бизнеса в постпрогнозный период может осуществляться несколькими методами, в зависимости от того, какие суждения оценщика ложатся в основу расчетов:

- по ликвидационной стоимости, если в постпрогнозный период ожидается банкротство с продажей имеющихся активов (о чем будет подробно говориться в гл. 6);

- по стоимости чистых активов, если бизнес стабилен и необходимо определить накопление активов (о чем будет подробно говориться в гл. 6);

- с использованием модели Гордона, исходя из предположения, что владелец компании не изменится.

Расчет остаточной стоимости в соответствии с моделью Гордона производится по формуле (4.11).

$$V_p = \frac{CF_p}{r - g}, \quad (4.11)$$

где V_p – остаточная стоимость бизнеса в постпрогнозный период;

CF_p – величина денежного потока в последний год прогнозного периода;

r – ставка дисконтирования;

g – долгосрочный темп прироста денежного потока.

Полученный результат участвует в формировании итоговой стоимости бизнеса.

Пример 4.5

Определить стоимость предприятия в постпрогнозный период, если: денежный поток в постпрогнозный период 10 млн руб.; ожидаемые долгосрочные темпы прироста прибыли 2%; ставка дисконтирования 15%.

Решение: применим формулу (4.11) со следующими значениями

$CF_p = 10$ млн

$r = 0,15$

$g = 0,02$

$$V_p = \frac{10}{0,15 - 0,02} = 76,9 \text{ млн руб.}$$

Ответ: стоимость компании в постпрогнозный период 76,9 млн рублей.

4.1.4. Приведение будущих денежных потоков и стоимости компании в постпрогнозный период к текущей величине

После определения величины денежных потоков на каждый год прогнозного периода и стоимости бизнеса в постпрогнозный период, после обоснования ставки дисконтирования можно приступить к шестому этапу метода ДДП.

В соответствии с теорией, описанной в 3 главе, полученные результаты, а именно: денежные потоки на каждый год прогнозного периода и рассчитанную стоимость компании по истечении прогнозного периода – необходимо привести к сопоставимым величинам, в данном случае – к текущей стоимости.

Для этого воспользуемся финансовой функцией, определяющей текущую стоимость единицы (формула 3.2). В качестве показателя r используется рассчитанная ранее ставка дисконтирования, в качестве n – соответствующий год прогнозного периода.

После приведения всех полученных стоимостей к текущей величине путем сложения рассчитывается стоимость бизнеса. В результате суммирования текущей стоимости прогнозных денежных потоков и текущей остаточной стоимости получаем стоимость бизнеса методом дисконтирования денежных потоков. Она не включает стоимость гудвилла и некоторых нематериальных активов, что требует отдельной оценки и соответственно корректировки итоговой стоимости бизнеса.

Пример 4.6

Определите стоимость ЗАО «Бизнес» исходя из того, что CF на каждый год прогнозного периода и величина остаточной стоимости приведены в табл. 4.3, а рассчитанная ставка дисконтирования составляет 45%.

Таблица 4.3

Будущие денежные потоки и остаточная стоимость ЗАО «Бизнес»

Годы	1	2	3	4	5	п/п
CF , тыс. руб	100	150	180	300	310	3100
формула расчета	$100 \cdot \frac{1}{(1+0.45)^1}$	$150 \cdot \frac{1}{(1+0.45)^2}$	$180 \cdot \frac{1}{(1+0.45)^3}$	$300 \cdot \frac{1}{(1+0.45)^4}$	$310 \cdot \frac{1}{(1+0.45)^5}$	$3100 \cdot \frac{1}{(1+0.45)^5}$
текущая величина	69,0	71,3	59,0	67,9	48,4	483,6

Ответ: после сложения текущих величин получаем стоимость ЗАО «Бизнес» 799,2 тыс. рублей.

4.2. Метод капитализации чистой прибыли

Метод капитализации чистой прибыли основан на капитализации так называемого чистого операционного дохода (*NOI*).

Под капитализацией в данном случае подразумевается конверсия дохода в стоимость, когда рассчитывается величина капитала, способного приносить такие же доходы, что и оцениваемая компания, при норме прибыли, равной коэффициенту капитализации.

Метод капитализации прибыли целесообразно применять для предприятий, давно и стабильно работающих на рынке, т.е. в том случае, если доходность бизнеса в последующие после оценки периоды может быть стабильной. Расчет стоимости объекта (*V*) определяется тогда по формуле (4.12)

$$V = \frac{NOI}{k}, \quad (4.12)$$

где *NOI* – чистый операционный доход (валовый доход за вычетом потерь и операционных расходов);

k – коэффициент капитализации.

Таким образом, при применении метода возникает две проблемы: расчет *NOI* и расчет коэффициента капитализации.

Как правило, чистый операционный доход (или чистую прибыль) оценщик берет из нормализованного «Отчета о финансовых результатах» (форма № 2).

В каждом конкретном случае оценщик производит корректировки формы № 2 и меняет в нем ретроспективные показатели на прогнозные, соотносясь с особенностями бизнеса, положением компании на рынке, состоянием отраслевого рынка.

Нормализация отчета о прибылях и убытках может быть произведена следующим образом:

1. Необходимо исключить чрезвычайные доходы, не носящие регулярного характера в прошлой деятельности предприятия, которые трудно ожидать в перспективе. К ним следует отнести:

- доходы или убытки от реализации активов предприятия;
- доходы или убытки от продажи части бизнеса;
- поступления от различных видов страхования;
- поступления от удовлетворения судебных исков;
- последствия длительных перерывов в работе (по причинам неэкономического характера);
- последствия аномального колебания цен.

2. Корректировке следует подвергнуть издержки, исключив из них несвязанные с основной деятельностью компании, а также необоснованные управленческие издержки.

3. Исключить операции и активы, имеющие место в данной компании, но не типичные для отрасли, в которой она функционирует.

Данные корректировки позволяют оценщику с наибольшей вероятностью рассчитать *NOI*.

В соответствии со стандартом МКСО капитализация определяется как процесс превращения дохода в стоимость. Инструментом для такого превращения служит ставка капитализации (выражается в процентах) либо коэффициент капитализации. Коэффициент капитализации можно рассчитать несколькими методами.

4.2.1. Метод рыночной экстракции

Идея данного метода состоит в сравнении потока чистой прибыли, получаемого от деятельности оцениваемого предприятия, с доходностью аналогичных предприятий, продающихся на рынке.

Общая ставка капитализации определяется путем усреднения рыночных данных о продажах аналогичных фирм.

Пример 4.7

Требуется оценить стоимость фирмы, имеющей годовой *NOI* 350 тысяч евро. На рынке было выявлено 3 компании-аналога со следующими данными:

- первая имеет *NOI* 500 тыс.евро – продана за 10 млн евро;
- вторая имеет *NOI* 400 тыс.евро – продана за 9 млн евро;
- третья имеет *NOI* 200 тыс.евро – продана за 6 млн евро.

Решение: Определим коэффициенты капитализации для каждой из компаний-аналогов, преобразуя формулу (4.12)

$$k_i = \frac{NOI_i}{V_i}, \quad (4.13)$$

$$k_1 = 0,05$$

$$k_2 = 0,04$$

$$k_3 = 0,033$$

$$k_{\text{среднее}} = 0,041$$

Таким образом, после применения формулы (4.13) стоимость оцениваемой компании.

$$V = \frac{345}{0,041} = 8414,36 \text{ тыс. евро.}$$

Ответ: стоимость оцениваемой компании с применением метода рыночной экстракции 8,414 млн евро.

4.2.2. Расчет коэффициента капитализации на основе ставки дисконтирования

Коэффициент капитализации может быть рассчитан на основе ставки дисконтирования r , рассчитанной любым из приведенных в разделе 3.1 способов. В таком случае применяется формула (4.14)

$$k = r - d, \quad (4.14)$$

где d – средний темп прироста прибыли.

Пример 4.8

Определить коэффициент капитализации при расчете стоимости ОАО «Дальсвязь», если известно, что ставка дисконтирования для отрасли 15%, и предприятие получало в 2003-2006 годах стабильную прибыль в размере:

2004 г. – 12 млн руб.;

2005 г. – 13,7 млн руб.;

2006 г. – 13,9 млн руб.

Решение: рассчитаем средний темп прироста прибыли

$$d_1 = \frac{13,7 - 12}{12} = 0,14$$

$$d_2 = \frac{13,9 - 13,7}{13,7} = 0,015$$

$$d_{\text{среднее}} = 0,0775$$

Применим формулу (4.14)

$$k = 0,15 - 0,0775 = 0,0725$$

Ответ: коэффициент капитализации для ОАО «Дальсвязь» может быть равен 0,0725.

4.3. Практическая часть

Кейс № 1

Исходные положения

Инвестор (гражданин КНР) желает приобрести ОАО «XXX». Оценщику дано задание оценить стоимость фирмы на 1 января 20XX года.

Это среднего размера фирма, созданная в 2011 году. Основной вид деятельности – строительство жилых домов. Работает с одним крупным субподрядчиком. Поставщики – несколько крупных фирм. Строит дома на территории всего Приморского края. Заказчики – участники долевого строительства.

В отрасли в последнее время наблюдается большая конкуренция и подъем производства, однако несколько подобных фирм уже обанкротились. Коэффициент β для данной отрасли составляет 1,3.

Среднерыночная доходность акций на фондовом рынке Приморского края 17%.

Прогнозные данные по фирме (из бизнес-плана)

Долгосрочный темп прироста прибыли 3% в год.

Стабилизация доходности фирмы ожидается после 5-го года работы на рынке в связи с его насыщением.

Основные средства амортизируются согласно бухгалтерским отчетам на \$ 10 тыс. ежегодно.

Через 2 года году фирма планирует модернизацию автопарка, рассчитывая потратить \$ 200 тыс.

Дебиторская задолженность на фирме – величина постоянная и составляет \$ 300 тыс. ежегодно. Однако в связи со сдачей через 2 года нового дома задолженность в этом году составит 120 тыс.

Руководство фирмы – люди среднего возраста, энергичные, современные и знающие.

Основные финансовые показатели за 20XX год:

В 20XX году чистая прибыль \$500 тыс. (из Ф № 2).

Коэффициент автономии – 0,7.

Коэффициент абсолютной ликвидности – 0,19.

Коэффициент текущей ликвидности – 0,98.

Рентабельность продукции – 56%.

Рентабельность собственных средств – 25%.

Структура капитала фирмы: собственные акции на \$ 150 тыс. и долгосрочный кредит \$ 100 тыс., взятый под 15% годовых. Фирма регулярно выплачивает дивиденды в размере 25% от чистой прибыли.

Задание

Оценить рыночную стоимость фирмы методом ДДП. Детализация задания произведена в табл. 4.4.

Таблица 4.4

Детализация задания по кейсу № 1

Буква, с которой начинается фамилия студента	Задание
А, Б, В, Р, К, Л, М	Используйте модель денежного потока для собственного капитала, конкретно – модель <i>САРМ</i>
Г, Д, И, П, Н, О	Используйте модель денежного потока для собственного капитала, конкретно – модель кумулятивного построения ставки дисконтирования
С, Т, У, Ф, Х, Ц, Ч, Ш, Щ, Э, Ю, Я	Используйте модель денежного потока на бездолговой основе

Кейс № 2

Исходные положения

Оценщик получил задание оценить стоимость предприятия ВПК, прошедшего акционирование в 90-х годах. 25% акций предприятия принадлежит государству. Основной вид деятельности – разработка систем и комплексов связи различного типа и назначения. Участвует во многих федеральных, межведомственных и ведомственных программах. Разработки базируются на высоких информационных и телекоммуникационных технологиях. Продукция структурирована минимум по 4 направлениям. Основным заказчик продукции – государство. Конкуренты одновременно являются контрагентами, нет экспорта за рубеж. Хороший научный и кадровый потенциал. Администрация фирмы – несколько высококвалифицированных менеджеров старше среднего возраста, молодые управленческие кадры отсутствуют.

Дата проведения оценки – 1 января 20XX года.

Цель оценки – определить рыночную цену фирмы.

Основные финансовые показатели за 20XX год

Коэффициент автономии – 0,07.

Коэффициент абсолютной ликвидности – 0,01.

Коэффициент текущей ликвидности – 0,93.

Рентабельность продукции – 7%.

Рентабельность собственных средств – 16%.

Индекс Альтмана – 1,21.

Таблица 4.5

Форма 2 «Отчет о финансовых результатах» предприятия на 1.01.XX

Показатель	Значение, тыс. руб.
1	2
Выручка (нетто) от реализации товаров	1978
Себестоимость реализации	1840
Валовая прибыль	138
Операционные доходы	42
Операционные расходы	9
Внереализационные доходы	183
Внереализационные расходы	67
Прибыль (убыток) отчетного периода	287

1	2
Чрезвычайные расходы	3
Прибыль до налогообложения	284
Налог на прибыль	68
Чистая прибыль	216

В текущем году списаны неиспользующиеся основные средства на сумму 5 тыс. руб., затраты на утилизацию составили 1 тыс. руб.

Прогнозные данные по предприятию

На этапе сбора информации оценщик получил бизнес-план фирмы, основанный на следующих посылах:

- заинтересованность государства в деятельности;
- участие в целевых программах;
- стабильные темпы развития отрасли.

В последующие периоды предполагается сдача в аренду неиспользуемых помещений с доходом 238 тыс. рублей. Расходы при этом составят 100 тыс. руб.

Согласно бизнес-плану фирма надеется получить следующие результаты чистой прибыли (млн руб.)

- 2007 г. – 0,4
- 2008 г. – 0,44
- 2009 г. – 0,45
- 2010 г. – 0,48
- 2011 г. – 0,5.

Задание

Оценить рыночную стоимость фирмы методом капитализации чистой прибыли.

Тема 5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Изучив эту тему, вы получите общепрофессиональные и специальные компетенции, научившись выбирать объект-аналог для оцениваемого предприятия и на основании формул рассчитывать стоимость объекта оценки.

В рамках темы рассматриваются вопросы:

5.1. Выбор объекта-аналога.

5.2. Метод отраслевых коэффициентов.

5.3. Метод рынка капитала.

5.4. Метод рыночной привлекательности.

5.5. Дивидендный метод.

5.6. Метод сделок.

5.1. Выбор объекта-аналога

Применение сравнительного подхода базируется на принципе замещения – покупатель не купит объект, если его стоимость превышает затраты на приобретение на рынке схожего объекта, обладающего такой же полезностью.

Сравнительный (рыночный) подход в основном используется там, где имеется достаточная база данных о сделках купли-продажи. Применение сравнительного подхода наиболее оправдано при оценке стоимости акций.

Основные преимущества сравнительного подхода:

- оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий;
- оценка отражает фактические результаты производственно-финансовой 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 сделать сложные корректировки, вносить поправки, требующие серьезного обоснования, в итоговую величину и промежуточные расчеты.

Таким образом, возможность применения сравнительного подхода зависит от наличия активного финансового рынка, доступности финансовой информации и наличия служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию.

Отбор компаний для сравнения производят по следующим основным критериям:

- принадлежность к той или иной отрасли, региону;
- вид выпускаемой продукции или услуг;
- диверсификация продукции или услуг;
- стадия жизненного цикла, на которой находится компания;
- размеры компаний;
- стратегия их деятельности;
- финансовые характеристики.

Состав критериев сопоставимости определяется целями оценки, наличием необходимой информации, применяемыми методами. На практике можно проанализировать все факторы, однако критерий отраслевого сходства является обязательным.

Пример 5.1

Требуется оценить стоимость газетного киоска, находящегося в историческом центре города и приносящего доход 30 тыс. руб. ежемесячно. На этапе сбора информации выявлено четыре недавно проданные объекта. Необходимо выбрать те, которые можно признать аналогом для сравнения с оцениваемым.

1. Киоск «Табак» в историческом центре города, приносящий 31 тыс. руб. ежемесячно;
2. Киоск «Союзпечать» в микрорайоне, приносящий 1,5 тыс. руб. ежемесячно;
3. Киоск «Книги» в пригороде, приносящий 27 тыс. руб. ежемесячно;
4. Киоск «Книги, газеты» в деловом центре города, приносящий 41 тыс. руб. ежемесячно.

Решение: объект № 1 не подходит для сравнения, т.к. не соблюдается отраслевое сходство; объект № 2 не может быть выбран для сравнения, т.к. несопоставимы масштабы деятельности; объект № 3 не может быть выбран для сравнения, т.к. не соблюдается признак географического сходства; объект № 4 может быть взят в качестве объекта-аналога.

Ответ: в качестве объекта-аналога следует взять киоск «Книги, газеты» в деловом центре города.

5.2. Метод отраслевых коэффициентов

Суть метода отраслевых коэффициентов заключается в том, что на основе анализа практики продаж бизнеса в той или иной отрасли выводится определенная зависимость между ценой продажи и каким-то показателем. Этот метод в основном используется для оценки малых компаний и носит вспомогательный характер.

В практике западных оценщиков как результат обобщения многолетнего опыта продаж были разработаны простые формулы определения стоимости оцениваемой компании в зависимости от сферы деятельности. Так:

- фирмы, ведущие бухгалтерский учет, продаются за 50% от годовой выручки;
- рекламные агентства продаются за 70% от годовой выручки;
- рестораны продаются за 25–50% годовой выручки;
- туристические агентства продаются за 4–10% годовой выручки;
- заправочные станции продаются за 120–200% месячной выручки;
- магазины розничной торговли продаются за 75–150% от суммы, получаемой за год чистой прибыли и запасов на складе;
- машиностроительные предприятия продаются за 150–250% от суммы, получаемой за год чистой прибыли со стоимостью оборудования и запасов на складе;
- и т.п.

Пример 5.2

Требуется оценить стоимость аудиторской фирмы, имеющей годовой доход 500 тыс. руб.

Решение: воспользовавшись методом отраслевых коэффициентов, рассчитаем приблизительную стоимость фирмы:

$$V = 500 \times 0,5 = 250.$$

Ответ: аудиторская фирма может быть продана за 250 тыс. рублей.

5.3. Метод рынка капитала

Метод рынка капитала основан на использовании рыночных цен акций сходных компаний. Данный метод используется при оценке стоимости предприятий, акции которых не участвуют в операциях на фондовом рынке. Применение метода включает в себя несколько этапов (рис. 5.1)

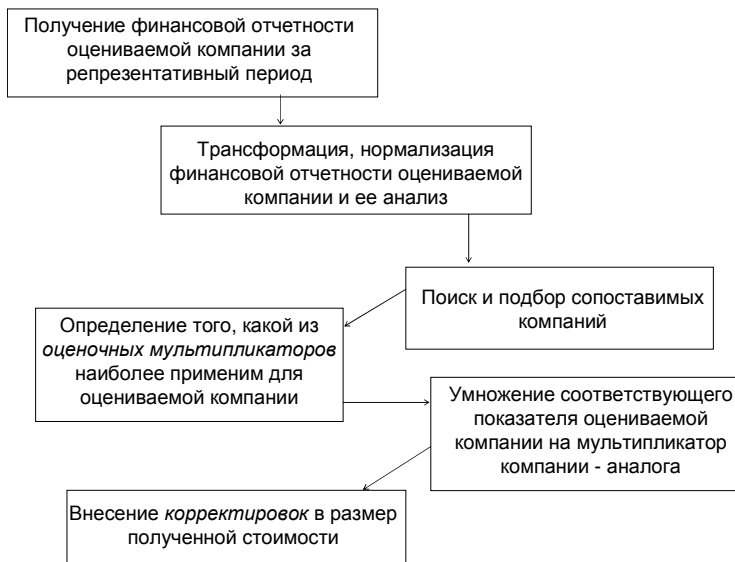


Рис. 5.1. Алгоритм применения метода рынка капитала

На первых этапах применения метода оценщик должен проанализировать и нормализовать финансовую отчетность оцениваемой фирмы. Цель этих мероприятий – уменьшить влияние всех случайных факторов при анализе бизнеса для более корректного сопоставления с компаниями-аналогами.

Поиск и подбор сопоставимых компаний, как уже отмечалось ранее, ключевой момент при использовании данного подхода. Выбор действительно сопоставимых компаний является одним из наиболее сложных этапов в применении этого метода. Это осложняется еще и тем, что не всегда оценщик может получить достоверную информацию о финансовых показателях компаний-аналогов.

5.3.1. Расчет ценовых мультипликаторов

Ценовой (или оценочный) мультипликатор — это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой (формула 5.1).

$$M = \frac{P}{\alpha}, \quad (5.1)$$

где P – цена компании;
 α – финансовая база.

Финансовая база является измерителем, отображающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и другие показатели. Выбор наиболее уместного мультипликатора определяется в каждой конкретной ситуации.

В практике оценочной деятельности наиболее часто используются следующие оценочные мультипликаторы:

- показатель $\frac{P}{R}$ (финансовая база – валовые доходы компании)

применяют, когда оцениваемая и сопоставимые компании имеют сходные операционные расходы. В основном это компании сферы услуг;

- мультипликатор $\frac{P}{EBT}$ (финансовая база – прибыль до налогообложения)

предпочтителен для сопоставления компаний, имеющих различные налоговые условия;

- мультипликатор $\frac{P}{E}$ (финансовая база – чистая прибыль) – наи-

более часто рассчитываемый показатель. Особенно уместен, когда прибыль относительно высока и отражает реальное экономическое состояние компании;

- показатель $\frac{P}{BV}$ (финансовая база – балансовая стоимость соб-

ственного капитала) наиболее применим к компаниям, имеющим на балансе значительные величины активов, когда имеется устойчивая связь между показателем балансовой стоимости и генерируемым компанией доходом;

- показатель $\frac{P}{CF}$ (финансовая база – денежный поток) уместен,

когда компания имеет относительно низкий доход, сравнимый с амортизацией.

При наличии нескольких компаний-аналогов или нескольких пригодных для применения мультипликаторов для расчетов можно использовать либо среднюю величину, либо метод минимальной дисперсии (разброса) параметров, когда к расчету принимаются только наиболее близкие величины.

Пример 5.3

Требуется оценить стоимость салона-парикмахерской ЗАО «ARDDDS» для последующей продажи. Оценщик выявил три объекта, подходящих для сравнения: косметический салон ОАО «Миллениум», детская парикмахерская ОАО «Зайка» и маникюрный салон ОАО «Магнолия». Финансовые показатели по объектам-аналогам представлены в табл. 5.1.

Таблица 5.1

**Финансовые показатели для оценки салона-парикмахерской
«ARDDS» (в тыс. руб.)**

№	Финансовый показатель	«ARDDS»	«Миллениум»	«Зайка»	«Магнолия»
1	Цена продажи (P)	-	250	60	150
2	Валовый доход за год (R)	100	57	20	120
3	Балансовая стоимость собственных средств (BV)	15	8	10	12

Решение: воспользовавшись методом рынка капитала, выберем в качестве ценового мультипликатора $\frac{P}{R}$, т.к. оценивается предприятие сферы услуг. Расчет мультипликатора приведен в табл. 5.2.

Таблица 5.2

Расчет мультипликаторов для оценки стоимости салона-парикмахерской

№	Объект-аналог	Расчет мультипликатора	Значение мультипликатора
1	«Миллениум»	$\frac{250}{57}$	4,39
2	«Зайка»	$\frac{60}{20}$	3
3	«Магнолия»	$\frac{150}{120}$	1,25

Воспользовавшись методом минимальной дисперсии (разброса показателей), в качестве объектов-аналогов оставляем косметический салон ОАО «Миллениум» и маникюрный салон ОАО «Магнолия».

Теперь можно либо взять для расчета мультипликаторы по обоим аналогам и рассчитать минимальную и максимальную стоимость продажи оцениваемого объекта, либо вычислить среднее арифметическое из этих мультипликаторов. В примере для расчета стоимости объекта взята средняя величина мультипликатора.

$$M_{\text{среднее}} = \frac{4,39+3}{2} = 3,695,$$

$$V_{\text{базовая}} = R_{\text{оцениваемой}} \times M_{\text{среднее}} = 100 \times 3,695 = 369,5.$$

Ответ: базовая стоимость ЗАО «ARDDS» составляет 369,5 тыс. рублей.

5.3.2. Внесение корректировок в базовую стоимость

Метод рынка капитала используется в основном для расчета стоимости неконтрольного пакета акций небольших, «закрытых» компаний. Акции таких компаний менее привлекательны для инвестора по следующим основным причинам:

1. Акции компании, зарегистрированной на фондовой бирже, можно продать по желанию акционера в любое время, поскольку фондовый рынок для того и существует, чтобы вести торговлю акциями. Акции компании, не зарегистрированной на фондовой бирже («закрытой»), продать сложнее. Продавец сначала должен найти вероятных покупателей, а затем согласовать цену.

2. Компании, зарегистрированные на фондовой бирже, считаются более надежными и имеющими меньшую степень риска, поскольку их размеры и статус позволяют сделать такой вывод. «Закрытые» компании чаще всего имеют более мелкие масштабы и представляют больший риск для инвесторов.

По этим причинам справедливо предположить, что акции «закрытой» компании не должны оцениваться так высоко, как акции «котируемой» компании. Обычно для таких компаний устанавливаются вычеты за низкую ликвидность 30-40% базовой стоимости.

Кроме того, оценщик, сообразуясь с обстоятельствами, вносит следующие поправки к базовой стоимости:

- на неоперационные активы, т.е. такие активы, которые находятся на балансе предприятия, но не участвуют в операционной деятельности. Стоимость неоперационных активов вычитается из базовой;
- на избыток или недостаток собственных средств. В данном случае показатель *собственный оборотный капитал*, соотнесенный с *валовой выручкой* сопоставляется с нормативом по отрасли. В случае избытка собственных средств, эта величина прибавляется к базовой стоимости, в случае недостатка – вычитается из нее;
- вычет за страновой риск. Применение этого вычета происходит по правилам, рассмотренным в разделе 3.1.2.

Пример 5.4

Используя данные примера 5.3, внесем корректировки в стоимость салона-парикмахерской ЗАО «ARDDS».

$$V_{\text{базовая}} = 369,5$$

Корректировка за низкую ликвидность $k_1 = V_{\text{базовая}} \times 0,3 = 110,85$

Оценщиком выявлено, что на балансе фирмы числится антикварное кресло стоимостью 5 тыс. руб., находящееся в кабинете директора. Кроме того, анализ финансовых показателей выявил недостаток собственных средств предприятия в размере 2 тыс. руб.

Корректировка на неоперационные активы $k_2 = 5$.

Корректировка на недостаток собственных средств $k_3 = 2$.

Учитывать корректировку на страновой риск нет оснований.

Тогда итоговая стоимость фирмы:

$V = V_{\text{базовая}} - k_1 - k_2 - k_3 = 369,5 - 110,85 - 5 - 2 = 251,65$ тыс. руб.

Ответ: стоимость ЗАО «ARDDS», рассчитанная методом рынка капитала, составляет 251,65 тыс. рублей.

5.4. Метод рыночной привлекательности

Метод является частным случаем метода рынка капитала и используется для расчета стоимости акции на базе ее доходности.

Доходность акции есть отношение прибыли в расчете на одну акцию к стоимости акции, выраженное в процентах (формула 5.2).

$$D = \frac{E_a}{P_a} \times 100\%, \quad (5.2)$$

где E_a – прибыль, приходящаяся на одну акцию;

P_a – цена одной акции на фондовом рынке.

Доходность можно получить из данных о доходности акций компаний – аналогов, зарегистрированных на фондовой бирже. Тогда рыночную цену одной оцениваемой акции можно определить по формуле (5.3)

$$P^0 = \frac{E_a^0}{D_r}, \quad (5.3)$$

где P^0 – стоимость акции оцениваемой компании;

E_a^0 – прибыль, приходящаяся на акцию оцениваемого предприятия;

D_r – доходность акций компаний-аналогов.

Пример 5.5

Акционер ЗАО «Элита» желает определить, по какой цене он может продать свои акции. Доходность акций аналогичных фирм, зафиксированная на фондовом рынке, 15%. В завершившемся году ЗАО «Элита» получило чистую прибыль 30 млн. рублей. Акционерный капитал ЗАО составляет 10 тыс. простых акций.

Решение: прибыль, приходящаяся на одну акцию ЗАО «Элита», определяется как:

$$E_{a^0} = \frac{25000000}{10000} = 2500,$$

тогда стоимость одной акции определяется по формуле (5.3)

$$P^0 = \frac{2500}{0.15} = 16\,667 \text{ рублей.}$$

Ответ: стоимость одной акции ЗАО «Элита» составит 16 тыс. 667 рублей.

5.5. Дивидендный метод

В качестве альтернативы при задании финансовой базы для оценки стоимости акций можно использовать величину дивидендов, т.к. реальная стоимость акции заключается не только в ее возможности генерировать прибыль, но и в дивидендах, получаемых из этой прибыли. Данный способ учитывает тот факт, что на дивиденды идет не вся прибыль компании, а лишь ее часть.

Оценка на базе дивидендного дохода – наилучший метод оценки пакетов акций мелких акционеров, так как только крупный акционер может влиять на политику распределения дохода компании.

Дивидендный доход есть выраженное в процентах отношение суммы дивидендов, выплачиваемых по акции, к цене акции (формула 5.4). Налоги на данном этапе можно не учитывать.

$$D_d = \frac{div}{P_a}, \quad (5.4)$$

где div – дивиденды, приходящиеся на одну акцию;

P_a – цена акции на фондовом рынке.

Единственными акциями, для которых известна цена и дивидендный доход, являются акции компаний, зарегистрированных на фондовой бирже. И для определения приемлемого уровня дивидендного дохода с целью оценки стоимости акций можно проанализировать данные о дивидендных доходах, полученных по акциям родственных компаний, зарегистрированных на фондовой бирже.

Оценка стоимости на базе дивидендного дохода обычно предполагает, что ожидаемые дивиденды по акциям в будущем будут неизменной величиной. Возможно, однако, что в расширяющейся компании акционеры могут рассчитывать на регулярное ежегодное увеличение годовых дивидендов.

Если ожидается рост дивидендов, то для оценки стоимости акций можно применить модель роста дивидендов (известную как модель Гордона). Она имеет следующий вид (формула 5.5)

$$P^0 = \frac{div}{D_d - g}, \quad (5.5)$$

где g – средний темп прироста дивидендов.

Пример 5.6

Определить стоимость акции угольного разреза «Ретиховка», если в 20XX году на одну акцию пришлось дивиденды в размере 3 тыс. рублей. Дивидендный доход по акциям угледобывающих предприятий, зарегистрированных на фондовой бирже – 12%.

Решение: воспользовавшись формулой (5.4) получим

$$P^0 = \frac{3000}{0,12} = 25\ 000 \text{ рублей.}$$

Ответ: стоимость одной акции угольного разреза «Ретиховка» составит 25 тысяч рублей.

5.6. Метод сделок

Метод сделок (или метод продаж) – частный случай метода рынка капитала, основанный на анализе купли-продажи контрольных пакетов акций компаний-аналогов или анализе цен приобретения предприятий целиком. Цена акций принимается по результатам сделок на мировых фондовых рынках. В основе этого метода лежит определение мультипликаторов на базе финансового анализа и прогнозирования. Финансовый анализ и сопоставление показателей осуществляются так же, как и в методе рынка капитала.

Главное отличие метода сделок (продаж) от метода рынка капитала заключается в том, что первый определяет уровень стоимости контрольного пакета акций, позволяющего полностью управлять предприятием, тогда как второй определяет стоимость предприятия на уровне неконтрольного пакета. Метод сделок, таким образом, учитывает те сделки с пакетами акций компании-аналога, которые характеризуются как сделки слияния и (или) поглощения.

Ценность контрольного пакета акций, как правило, отражается надбавкой к цене, которую имеет небольшой пакет акций. Так называемая «премия за контроль» может достигать 35–40%. Как и при использовании метода рынка капитала, необходимо вносит поправки к базовой стоимости пакета акций.

В практике оценки стоимости акций предприятия зарубежные специалисты используют следующие основные методы оценки:

- если размер пакета акций от 10 до 25%, то есть практически контроль со стороны мелкого инвестора за делами компании отсутствует или невелик, используется дивидендный подход к оценке стоимости акций;
- при размере пакета от 25 до 51% оценка пакета осуществляется методом рынка капитала или на базе дивидендного подхода;
- при размере пакета от 51 до 75% оценка контрольного пакета осуществляется методом рынка капитала или методом рыночной привлекательности;
- при размере пакета акций более 75% осуществляется действенный контроль, оценка контрольного пакета акций рассчитывается методом сделок.

5.7. Практическая часть

Номер выполняемого кейса выбирается согласно табл. 5.3.

Таблица 5.3

Детализация задания по теме № 4

Буква, с которой начинается фамилия студента	Задание
А, Б, В, Р, К, Л, М	Кейс № 3
Г, Д, И, П, Н, О	Кейс № 4
С Т, У Ф, Х, Ц, Ч, Ш Щ, Э, Ю, Я	Кейс № 5

Кейс № 3

Исходные положения

В примере рассматривается ЗАО «ПИК».

Место расположения: г. Владивосток.

Область интересов: оптовая торговля мясoproдуктами.

Чистая прибыль в минувшем году составила 2,3 млн дол.

Уставный капитал компании разделен на 25 000 акций.

Помимо основных активов, компания владеет произведениями искусства на сумму 200 тыс. дол.

Аудиторская проверка в текущем году выявила избыток собственных оборотных средств компании в размере 100 тыс. дол.

Дата оценки – 1 февраля 20XX года.

Рыночные данные

Имеются данные о продажах семи компаний за ближайшие шесть месяцев. Данные представлены в табл. 5.4

Таблица 5.4

Рыночные данные

№	Название	Уставная деятельность	Место расположения	Цена млн \$	Чистая прибыль млн \$
1	ЧП «Отец и сыновья»	Мясопродукты оптом и в розницу	г. Владивосток	1,094	0,135
2	ОАО «Буренка»	Мясопродукты оптом и в розницу	г. Владивосток	10,12	1,1
3	ОАО «Море»	Оптовая торговля рыбопродукцией	г. Владивосток	14,04	1,8
4	ОАО «МЯСО»	Оптовые поставки мясопродуктов	г. Москва	28,84	2,8
5	ОАО «Рассвет»	Оптовая торговля мясными полуфабрикатами	г. Владивосток	7,968	0,96
6	ОАО «Хладокомбинат»	Оптовая торговля говядиной	г. Владивосток	24,49	3,1
7	ОАО «Севан»	Сеть шашлычных	г. Владивосток	27,114	2,67

Задание: оцените 20% пакет акций ЗАО «ПИК», покупаемый иностранным инвестором. Все выводы и расчеты обоснуйте.

Кейс № 4

Исходные положения

В примере рассматривается закрытая нефтяная компания «Сибирь».

Уставный капитал разделен на 28 млн обыкновенных и 9 млн привилегированных акций.

На балансе компании числятся неоперационные активы – 2,55 млн долларов, а дефицит ее собственного оборотного капитала по сравнению с нормативным для данной отрасли 10,2 млн долларов.

Рыночные данные

Финансовые данные по компании «Сибирь» и выявленным оценщиком компаниям-аналогам представлены в табл. 5.5

Таблица 5.5

Рыночные данные

Финансовая база	«Сибирь»	«Юкос М»	«Юрга М»
Чистый денежный поток (млн долл.)	269,02	1557,70	333,95
Годовой объем добычи (млн т)	8160,5	25 171,40	24 439,60
Годовой объем реализации (млн долл.)	252,58	2627,15	1726,81
Прибыль до налогообложения (млн долл.)	9,11	619,42	100,00
Балансовая стоимость собственного капитала (млн долл.)	250,65	4128,03	640,23

Рыночная стоимость компании «Юкос М» 1363,57 млн долларов.

Рыночная стоимость компании «Юрга М» 227,28 млн долларов.

Задание: оцените стоимость контрольного (75%) пакета акций компании «Сибирь» в сделке поглощения. Все выводы и расчеты обоснуйте.

Кейс № 5

Исходные положения

В примере рассматривается ЗАО «Вазген».

Сфера деятельности – сеть аптечных киосков.

Дата проведения оценки – 31 декабря 20XX года.

ЗАО «Вазген» регулярно выплачивает дивиденды акционерам. Данные о выплатах приведены в табл. 5.6.

Таблица 5.6

Размер дивидендов, выплаченных на 1 акцию ЗАО «Вазген»

Год	1	2	3	4	5
сумма, руб.	10	10,3	10,61	10,93	11,26

Рыночные данные

На дату проведения оценки имеются данные о стоимости акций пяти компаний. Данные представлены в табл. 5.7

Таблица 5.7

Рыночные данные

№	Название	Уставная деятельность	Сумма годовых дивидендов, тыс. руб.	Кол-во акций в обращении, тыс. штук	Рыночная цена акции на фондовом рынке, руб.
1	ОАО «Аптека 33»	Аптека	121	10	110
2	ОАО «Гулливёр»	Сеть газетных киосков	25,5	3	104,9
3	ОАО «Медуница»	Сеть аптек	508	32	129
4	ОАО «Русь»	Фармацевтическая фирма	200	12,5	168,42
5	ОАО «Севан»	Сеть шап-лычных	600	40	115,38

Задание: оцените стоимость акции ЗАО «Вазген» на дату проведения оценки. Все выводы и расчеты обоснуйте.

Тема 6. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Изучив данную тему, вы получите общепрофессиональные и специальные компетенции, сможете рассчитать стоимость чистых активов для акционерного общества и определить ликвидационную стоимость предприятия при использовании процедуры банкротства.

В рамках темы рассматриваются вопросы:

6.1. Балансовые методы оценки.

6.2. Оценка ликвидационной стоимости предприятия.

Затратный (имущественный) подход рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек на его функционирование.

Затратный подход используется в следующих случаях:

- наравне с двумя другими подходами, если нет ограничений на его использование, для более полного итогового согласования стоимости;
- для объектов специального назначения, по которым нет аналогичных продаж;
- в условиях пассивного рынка, когда нет аналогичных продаж;
- для целей страхования;
- при оценке объекта доходным подходом, если объект требует ремонта или реконструкции;
- в инвестиционных проектах – при реконструкции существующего объекта или строительстве нового;
- для целей налогообложения;
- для получения кредита в банке.
- для отражения результатов оценки в финансовой отчетности предприятия (переоценка основных фондов).

6.1. Балансовые методы оценки

Балансовая стоимость имущества компании (валюта баланса) редко адекватно отражает стоимость чистых активов или компании в целом. Тем не менее, каждая цифра баланса учитывает конкретные активы или обязательства, поэтому может служить удобной отправной точкой для оценки активов соответствующими методами.

Базой для проведения оценки балансовыми методами служит балансовый собственный капитал компании (БСК), который определяется как разница между всеми активами компании и всеми ее обязательствами.

Пример 6.1

Рассчитать балансовый собственный капитал ОАО «Феникс» по данным баланса-нетто, приведенного в табл. 6.1.

Таблица 6.1

Баланс-нетто ОАО «Феникс» за 1 полугодие 20XX года, в тыс. руб.

АКТИВ		ПАССИВ	
Статья	Сумма	Статья	Сумма
Основные средства		Уставный капитал	298
в том числе:	200		
– здание производственного цеха	50		
– здание детского сада	100		
оборудование			
Нематериальные активы		Прибыль	25
в том числе:	3		
- программа финансового анализа	10		
- патент на технологию			
Материально-производственные запасы	6	Долгосрочные займы	50
Дебиторская задолженность	14	Краткосрочные обязательства	20
Денежные средства в кассе и банке	10		
БАЛАНС	393	БАЛАНС	393

Решение: БСК = 393 – (50 + 20) = 323

Ответ: балансовый собственный капитал ОАО «Феникс» составляет 323 тыс. рублей.

Однако, рассчитанный таким образом БСК не соответствует рыночной стоимости компании в силу того, что большинство статей баланса не соответствуют рыночной стоимости активов и обязательств. Чаще всего оценщики на основе БСК с помощью определенным образом проведенных корректировок определяют стоимость бизнеса.

Эта процедура включает два этапа: на первом определяется стоимость балансового собственного материального капитала (БСМК); на втором определяется рыночный собственный материальный капитал (РСМК), который условно можно принять за стоимость предприятия с точки зрения затратного подхода.

6.1.1. Расчет балансового собственного материального капитала

Типичными корректировками, которые проводит оценщик при использовании этого метода, являются:

- исключение из баланса нематериальных активов, которые утратят свою ценность при репрофилировании компании, изменении системы управления и т.д.;
- исключение из баланса нематериальных активов, имеющих большое влияние на доходность бизнеса и в силу этого требующих применения к каждому в отдельности оценочных подходов, позволяющих определить их рыночную стоимость;
- исключение из баланса активов, не имеющих отношения к основной деятельности компании.

Алгоритм расчета стоимости бизнеса на основе БСМК представлен на рис. 6.1.

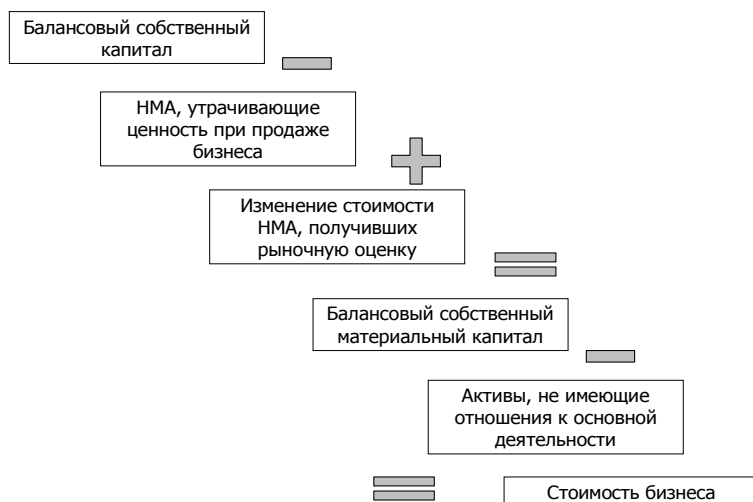


Рис. 6.1. Алгоритм расчета стоимости бизнеса на основе балансового собственного материального капитала

Необходимость проведения корректировок для определения стоимости бизнеса не позволяет оценщику ограничиться лишь работой с бухгалтерской отчетностью: необходимо визуальное знакомство с объектом оценки, технической документацией, а также произвести опрос персонала компании.

Пример 6.2

Используя данные примера 6.1 и дополнительные данные, полученные в ходе обследования компании, рассчитаем стоимость БСМК ОАО «Феникс».

За основу берем рассчитанную величину БСК = 323 тыс. руб.

Расчет произведен в табл. 6.2.

Таблица 6.2

Расчет БСМК ОАО «Феникс», в тыс. руб.

БСК	323
Нематериальные активы в том числе: – программа финансового анализа <i>утрачивает ценность при продаже бизнеса</i> – патент на технологию <i>оценивается по рыночной цене, как имеющий большое влияние на прибыль</i>	– 3 + 70
Здание детского сада <i>стоимость вычитается, как актив, не относящийся к основной деятельности</i>	– 50
БСМК	340

Ответ: балансовый собственный материальный капитал ОАО «Феникс» 340 тыс. рублей.

6.1.2. Расчет рыночного собственного материального капитала

Нескорректированный ретроспективный баланс в этом случае используется в качестве базы для разработки приведенного (экономического) баланса, отражающего рыночные значения отдельных активов и пассивов компании.

Переход к экономическому балансу осуществляется следующим образом:

- 1) основные средства оцениваются по их рыночной стоимости;
- 2) дебиторская и кредиторская задолженности корректируются с учетом реальных условий возврата и получения средств;
- 3) определяется рыночная стоимость материально-производственных запасов.

В общем случае алгоритм определения стоимости бизнеса на базе рыночного собственного материального капитала (РСМК) представлен на рис. 6.2.

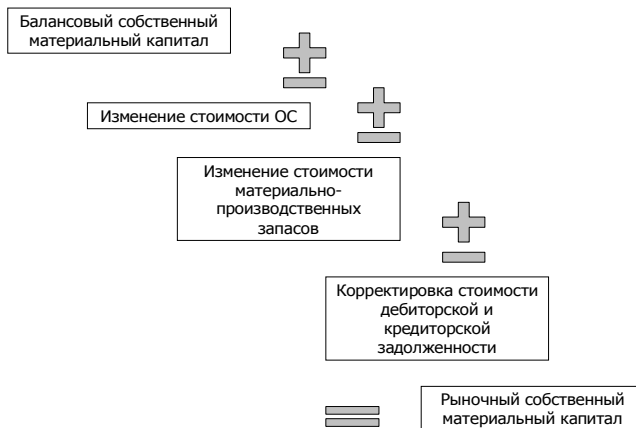


Рис. 6.2. Алгоритм расчета стоимости бизнеса на основе рыночного собственного материального капитала

Основные принципы корректировок предполагают, что оценщику следует в каждом отдельном случае конкретизировать их применение с учетом целей оценки, особенностей бизнеса, характера бизнес-окружения, контрагентов компании.

Пример 6.3

Используя данные примеров 6.1 и 6.2, рассчитаем стоимость РСМК ОАО «Феникс» с учетом корректировок.

За основу берем рассчитанную величину БСМК = 340 тыс. руб.

Расчет произведен в табл. 6.3.

Таблица 6.3

Расчет РСМК ОАО «Феникс», в тыс. руб.

БСМК	340
1	2
Основные средства	
в том числе	+140
– здание производственного цеха	– 50
<i>по рыночным оценкам, стоимость выше балансовой</i>	
– оборудование	
<i>по рыночным оценкам, стоимость меньше балансовой</i>	

1	2
Материально-производственные запасы <i>с учетом порчи при хранении утратили стоимость</i>	– 3
Дебиторская задолженность <i>часть просрочена, является сомнительным долгом</i>	– 4
РСМК	423

Ответ: рыночная стоимость ОАО «Феникс», рассчитанная балансовыми методами, 423 тыс. рублей.

6.1.3. Метод чистых активов

В соответствии с требованиями ст. 35 Федерального закона № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. (редакция от 28.12.2013) и некоторыми другими нормативными документами законодательно определен расчет показателя «чистые активы» для акционерных обществ.

Чистые активы ЧА – это величина, определяемая путем вычитания из суммы активов компании, принимаемых к расчету A_p , суммы его обязательств, принимаемых к расчету P_p (формула 6.1)

$$ЧА = A_p - P_p. \quad (6.1)$$

Активы, участвующие в расчете – это имущество акционерного общества, в состав которого по балансовой стоимости включаются следующие статьи:

1. По статье «Внеоборотные активы» – отражаемые в I разделе активы баланса, за исключением балансовой стоимости собственных акций общества, выкупленных у акционеров.

2. Нематериальные активы, отражаемые в I разделе актива баланса, отвечающие следующим требованиям:

- непосредственно используемые обществом в основной деятельности и приносящие доход (права пользования земельными участками, природными ресурсами, патенты, лицензии, ноу-хау, программные продукты, монопольные права и привилегии, включая лицензии на определенные виды деятельности, организационные расходы, торговые марки);

- имеющие документальное подтверждение затрат, связанных с их приобретением (созданием);

- право общества на владение данными нематериальными активами должно быть подтверждено документом (патентом, лицензией,

актом, договором), выданным в соответствии с законодательством Российской Федерации.

3. По статье «Прочие внеоборотные активы» в расчет принимается задолженность акционерного общества за проданное ему имущество.

4. Запасы, затраты, денежные средства, расчеты и прочие активы, показываемые во II разделе актива баланса, принимаются в расчет за исключением задолженности участников (учредителей) по их вкладам в уставный капитал и балансовой стоимости акций, выкупленной у акционеров.

5. При наличии у акционерного общества на конец года резервов по сомнительным долгам и под обесценение ценных бумаг показатели статей, в связи с которыми они созданы, показываются в расчете чистых активов с соответствующим уменьшением их балансовой стоимости на величину данных резервов.

Пассивы, участвующие в расчете, включают в себя следующие статьи:

1. Целевые финансирование и поступления.

2. Долгосрочные обязательства банкам и иным юридическим и физическим лицам.

3. Краткосрочные обязательства банкам и иным юридическим и физическим лицам.

4. Расчеты и прочие пассивы, кроме сумм, отраженных по статьям «Доходы будущих периодов» и «Фонд потребления».

Показатель «чистые активы» – это сравнительно объективный показатель характера устойчивости и платежеспособности предприятия, так как в соответствии с вышеприведенными нормативными актами хозяйствующие субъекты в директивном порядке должны обеспечивать уровень значения чистых активов. Так, в соответствии со ст. 99 ГК РФ и ст. 35 Федерального закона «Об акционерных обществах», если по окончании второго и каждого последующего финансового года стоимость чистых активов акционерного общества оказывается меньше его уставного капитала, общество обязано объявить об уменьшении своего уставного капитала до величины, не превышающей стоимости чистых активов. Если же по окончании второго и каждого последующего финансового года стоимость чистых активов общества оказывается меньше величины минимального уставного капитала, установленного законом (открытое общество – не менее тысячекратной суммы минимального размера месячной оплаты труда, установленного федеральным законом на дату регистрации общества, а закрытого – не менее стократной суммы минимального размера месячной оплаты труда), общество обязано принять решение о ликвидации. Если решение об уменьшении уставного капитала общества не было принято, его акционеры, кредиторы, а также

органы, уполномоченные государством, вправе требовать ликвидации общества в судебном порядке.

Однако стоимость чистых активов общества не является его рыночной стоимостью ни в том случае, когда оно выступает объектом купли-продажи, ни при определении рыночной стоимости акций общества: при оценке общества должна учитываться его рентабельность, наличие или отсутствие рыночного спроса, особенности государственного регулирования данной отрасли, конкурентоспособность и т.д. Кроме того, данный метод оценки стоимости предприятия не раскрывает результат работы предприятия от производственной (текущей), финансовой и инвестиционной деятельности.

6.2. Оценка ликвидационной стоимости предприятия

Ликвидационная стоимость определяется в случае принудительной ликвидации компании. Ликвидационная стоимость означает чистую сумму, которую собственник может получить при ликвидации компании и раздельной распродаже ее активов.

Оценка ликвидационной стоимости предприятия производится, когда:

- прибыль предприятия от производственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью ее чистых активов (рентабельность низкая или предприятие убыточное);
- принято решение о ликвидации предприятия;
- предприятие находится в состоянии банкротства.

Ликвидационная стоимость зависит от характера ликвидации. При **упорядоченной** ликвидации распродажа активов осуществляется в течение разумного периода, для того чтобы можно было получить высокие цены продажи активов. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около двух лет. Он включает время подготовки активов к продаже, время доведения информации о продаже до потенциальных покупателей, время на обдумывание решения о покупке, аккумулирования финансовых средств на покупку, собственно продажу и покупку, перевозку и пр. Упорядоченной ликвидации активов соответствует понятие упорядоченной ликвидационной стоимости предприятия.

В отличие от упорядоченной ликвидации предприятия **принудительная** ликвидация означает, что активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе. Принудительной ликвидации соответствует принудительная ликвидационная стоимость предприятия.

Кроме двух вышеупомянутых подвидов ликвидационной стоимости предприятия специалисты выделяют третий подвид – ликви-

дационную стоимость прекращения существования активов предприятия (**утилизационную**). В этом случае активы предприятия не продаются, а списываются и уничтожаются, на данном месте строится новое предприятие. При этом стоимость предприятия представляет собой отрицательную величину, так как требует от владельца предприятия определенных затрат на ликвидацию активов.

При расчете ликвидационной стоимости необходимо учесть и вычесть из полной восстановительной стоимости активов предприятия затраты на ликвидацию предприятия. Эти затраты включают комиссионные риэлтеров, оплату услуг оценщиков и юристов, административные издержки по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации, выходные пособия и выплаты, расходы на перевозку проданных активов и пр.

При расчете ликвидационной стоимости вырученная от продажи активов денежная сумма, очищенная от сопутствующих затрат, дисконтируется на дату оценки по ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск.

Ликвидационная стоимость определяется на базе текущей рыночной стоимости активов компании с учетом времени их реализации по календарному графику ликвидации активов (рис. 6.3).

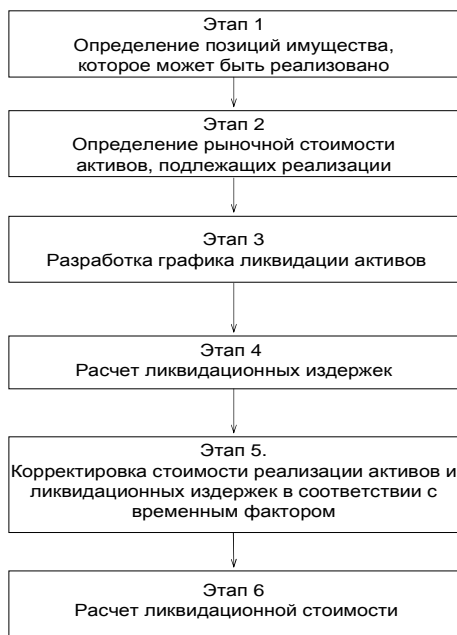


Рис. 6.3. Алгоритм расчета ликвидационной стоимости предприятия

Для расчета текущей стоимости активов предприятия используются данные баланса предприятия на дату оценки с учетом инвентаризации и корректировки стоимости отдельных активов, рыночная стоимость которых не совпадает с балансовой.

6.2.1. Определение позиций реализуемого имущества

На этом этапе рассматриваются варианты наилучшего и наиболее эффективного использования ликвидируемого бизнеса, что позволит применить обоснованные методы рыночной оценки машин, оборудования, транспортных средств, зданий и сооружений, нематериальных активов.

На основе анализа местоположения объекта, развитости инфраструктуры, характера и изношенности недвижимости, законодательных ограничений использования имущества определяются наиболее целесообразные варианты демонтажа и продажи оборудования, транспортных средств, запасов, варианты использования производственных и складских помещений. Права на аренду участка покупатель получает вместе с правами на недвижимость (ГК РФ, ст. 271 «Права использования земельного участка собственником недвижимости»).

Пример 6.4

В сквозном примере рассматривается ООО «Полус». Основной вид деятельности по уставу – производство мороженого.

Предприятие подвергнуто процедуре банкротства (принудительная ликвидация). Перед оценщиком поставлена задача определить ликвидационную стоимость ООО «Полус» на 1 июля 20XX года.

В ходе обследования оценщиком выявлены следующие позиции имущества предприятия (табл. 6.4), подлежащие продаже.

Таблица 6.4

**Балансовая стоимость имущества ООО «Полус»
на 1.07.20XX, тыс. руб.**

№	Активы	Балансовая стоимость
1	2	3
1	Здание производственное	45
2	Здание офиса (временка)	12
3	Здание детского сада	30
4	Незавершенное строительство офисного здания	21

1	2	3
5	Оборудование	28
6	Автотранспорт	19
7	Запасы готовой продукции	5
8	Запасы сырья	8
9	Дебиторская задолженность	36
10	Денежные средства	2
	ИТОГО	206

В составе объектов недвижимости имеется объект непроизводственного назначения – здание детского сада, который в соответствии с п. 4 ст. 104 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)» подлежит безвозмездной передаче органам местного самоуправления.

Здание офиса не подлежит продаже в силу его ветхости и невозможности его дальнейшей эксплуатации.

Остальные объекты подлежат переоценке, т.к. имеют рыночную стоимость, отличную от балансовой. Балансовая стоимость имущества, определенного для реализации, составляет: $206 - (12 + 30) = 164$ тыс. руб.

6.2. Определение рыночной стоимости активов, подлежащих реализации

В процессе инвентаризации, технической экспертизы имущества, изучения рыночных условий его реализации оценщик определяет рыночную стоимость зданий, оборудования и автотранспорта методами, предусмотренными стандартом Российского общества оценщиков.

6.2.2.1. Определение рыночной стоимости недвижимости

Согласно СТО РОО 21-01-95 при оценке недвижимости с помощью затратного подхода рекомендуется последовательно определять:

- 1) рыночную стоимость земельного участка;
- 2) восстановительную стоимость объекта недвижимости или стоимость замещения;
- 3) величину накопленного совокупного износа объекта;
- 4) рыночную стоимость недвижимости затратным методом как сумму стоимости участка земли и восстановительной стоимости за минусом износа.

Очень кратко дадим обзор методам, применяемым при расчете недвижимости. Более подробно с применением этих методов можно ознакомиться в рекомендованной литературе.

При оценке недвижимости необходимо учитывать **стоимость земельного участка**.

Земля – это товар особого рода, т.к. ее обращение строго регламентируется государством.

Считается, что земельный участок имеет стоимость, в то время как улучшение – это вклад в стоимость. Земельный участок обладает стоимостью в силу своей потенциальной полезности в качестве площадки под строительство, территории для устройства зоны отдыха, сельскохозяйственных угодий или сооружения транспортных магистралей. Кроме того, любой земельный участок уникален, число предлагаемых участков со сходными характеристиками на любом рынке ограничено. Спрос на них неэластичен, а предложения отличаются крайней неэластичностью, т.к. продавец не может увеличить предложение новых участков, сколько бы за него ни заплатили.

Стоимость земли зависит от ее предназначения, размера, вида почвы, близости водоемов, дорог и еще многих причин такого характера.

Для определения стоимости земли применяют:

1) метод средневзвешенного коэффициента капитализации. Для этого надо знать пропорции стоимости недвижимости к стоимости земли, можно использовать нормативы цен на землю и на строительные работы;

2) метод техники остатка стоимости для земли. Для применения должны быть известны стоимость зданий, чистый операционный доход, приносимый этими зданиями на этой земле, коэффициент капитализации;

3) метод сравнения продаж. Для его применения должны существовать объекты-аналоги с идентичными характеристиками;

4) метод разбиения предполагает раздельное использование земли;

5) метод капитализации исходит из приносимого землей чистого операционного дохода.

Особенность применения затратного подхода составляет понимание оценщиком различия между восстановительной стоимостью (стоимостью воспроизводства) объекта и стоимостью замещения.

Восстановительная стоимость (стоимость воспроизводства) определяется издержками в текущих ценах на строительство точной копии оцениваемого объекта с использованием таких же архитектурно-планировочных решений, строительных конструкций и материалов и с тем же качеством строительно-монтажных работ, составляющих и структуры технологического процесса. При определении восстановительной

стоимости воспроизводится тот же функциональный износ объекта и те же недостатки в архитектурных, технологических решениях, которые имеются у оцениваемого объекта.

Стоимость замещения определяется расходами в текущих ценах на строительство объекта, имеющего с оцениваемым эквивалентную полезность, но построенного в новом архитектурном стиле с использованием современных стандартов, материалов, дизайна и планировки технологического процесса.

Таким образом, восстановительная стоимость выражается издержками на воспроизводство точной копии объекта, а стоимость замещения – издержками на создание современного объекта-аналога. На практике применяются четыре основных способа расчета **восстановительной стоимости**, или стоимости замещения:

1) метод количественного анализа – заключается в составлении смет затрат на все виды работ, необходимых для строительства отдельных конструктивных элементов объекта и объекта в целом;

2) метод сравнительной единицы – требует нормативной стоимости единицы и поправочных коэффициентов;

3) метод поэлементного расчета, при котором скрупулезно рассчитывается стоимость каждого элемента здания, включая работу;

4) индексный метод – самый простой, балансовая стоимость умножается на индекс для переоценки основных средств, утвержденный правительством.

Рыночная стоимость объекта оценки затратным подходом должна определяться с учетом накопленного **совокупного износа**. Термин «износ в оценке» стоимости следует отличать от износа в бухгалтерском учете. Износ в оценке определяется как утрата полезности, а значит, и стоимости по любой причине. Определение износа используется для того, чтобы учесть различия в характеристиках нового объекта и реально оцениваемого объекта оценки. **Учет износа объекта** – это своего рода корректировка стоимости вновь воспроизведенного имущества для определения стоимости оцениваемого объекта.

В зависимости от факторов снижения стоимости объекта износ подразделяется на:

- физический;
- функциональный;
- внешний (экономический).

Физический износ отражает изменения физических свойств объекта оценки со временем (например дефекты конструктивных элементов). Физический износ может возникнуть как под воздействием эксплуатационных факторов, так и под воздействием естественных и природных факторов.

Такой износ определяется отдельно:

- для короткоживущих элементов (их срок жизни меньше, чем у здания в целом – это кровля, водопровод, сантехника и т.д.);
- для долгоживущих элементов (срок их жизни сопоставим со всем зданием – фундамент, стены и т.д.).

Физический износ бывает двух типов: устранимый и неустранимый.

Если затраты на исправление износа превысят потенциальные выгоды, износ считается неустранимым.

Существуют четыре основных метода расчета физического износа:

- 1) экспертный;
- 2) нормативный (или бухгалтерский);
- 3) стоимостный;
- 4) метод расчета срока жизни объекта.

Функциональный износ – это потеря в стоимости, вызванная тем, что объект не соответствует современным стандартам с позиций его функциональной полезности, по архитектурно-эстетическим, объемно-планировочным, конструктивным решениям, благоустроенности, безопасности, комфортности и другим функциональным характеристикам.

Функциональный износ может быть *устранимым и неустранимым*. Если дополнительно полученная стоимость превышает затраты на восстановление, то функциональный износ – устранимый.

К устранимому функциональному износу можно отнести:

- недостатки, требующие добавления элементов (например установка охранной системы наблюдения);
- недостатки, требующие замены или модернизации элемента (например модернизация системы кондиционирования);
- необходимый ремонт под предполагаемого пользователя (например квартиры перedelываются в офисы);
- сверхлучшения – изменения, неадекватные с точки зрения типичного пользователя (например джакузи в офисе).

Величина устранимого функционального износа определяется как разница между потенциальной стоимостью здания на момент его оценки с обновленными элементами и его же стоимостью на дату оценки без обновления элементов.

К неустранимому функциональному износу относится уменьшение стоимости из-за факторов, связанных как с недостатком, так и избытком качественных характеристик здания (устаревшие объемно-планировочные решения, удельная площадь, кубатура), устранение которых экономически нецелесообразно.

Величина износа, связанного с недостатком качественных характеристик, может быть вычислена методом капитализации потерь в арендной плате.

Величина износа, связанного с избытком качественных характеристик, – это убыток от установки элемента, связанного с избыточными потребительскими качествами здания (сверхулучшения, стоимость устранения которых превысят потерю в цене).

Внешний (экономический) износ в большинстве случаев неустрашим. **Внешний (экономический) износ** – это потеря в стоимости, обусловленная влиянием внешних факторов (например, постройка рядом аэропорта, скоростной магистрали и т.д.). Экономический износ может быть вызван целым рядом причин, например общеэкономическими, внутриотраслевыми, правовыми изменениями или изменениями, относящимися к законодательству, муниципальным постановлениям, зонированию и административным распоряжением.

Внешний износ рассчитывается следующими методами:

- методом капитализации потерь в арендной плате (сравнение доходов от арендной платы двух объектов, один из которых подвергается негативному воздействию);

- методом срока экономической жизни (при сносе по внешней необходимости);

- методом парных продаж (требует наличия достаточного для сравнения количества продаж объектов, отличающихся от оцениваемого по местоположению и окружению. Разница в стоимости двух сопоставимых объектов, один из которых имеет признаки износа внешнего воздействия, позволяет сделать вывод о величине внешнего износа оцениваемого объекта).

Пример 6.5

В случае оценки объектов недвижимости ООО «Полюс» оценщик пришел к выводу, что балансовая стоимость основных средств выше их рыночной стоимости. Применяв метод полной восстановительной стоимости с учетом всех видов износа, оценщик определил рыночную стоимость производственного здания в 40 тыс. руб.

Незавершенное строительство оценено в 19 тыс. руб. по сравнению с балансовой стоимостью 21 тыс. руб. При этом оценщиком учтено техническое состояние конструкций, износ под влиянием природно-климатических факторов.

6.2.2.2. Определение рыночной стоимости оборудования и автотранспорта

Понятие «оценка» применительно к оборудованию и автотранспорту имеет особенности, т.к. оценщик не только рассчитывает их стоимость, но и определяет качественные и количественные характеристики данных объектов.

Для автомашин и оборудования также рассчитывается восстановительная стоимость, из которой вычитаются все виды износа.

Восстановительную стоимость, или стоимость замещения рассчитывают одним из методов:

- методом прямого счета, который включает детальный расчет калькуляции, основанный на определении состава и количества материала, затраченного на производство оборудования;
- индексным методом, заключающимся в измерении колебаний цен во времени;
- методом определения мультипликатора стоимости, который основывается на имеющихся характеристиках оборудования-аналога.

При расчете стоимости оборудования и автотранспорта, как и в случае с недвижимостью, рассчитываются все три вида износа. При этом анализируется:

- ожидаемый оставшийся срок службы;
- техническое состояние;
- степень устаревания.

Основным фактором при исчислении износа является обветшание, характеризующее физическое состояние оборудования или автотранспорта. При этом различают пять видов физического состояния:

- 1) очень хорошее;
- 2) хорошее;
- 3) удовлетворительное;
- 4) плохое;
- 5) состояние «металлолома».

Расчет физического состояния оборудования и автотранспорта производится с использованием:

- экспертного метода, когда экспертом-оценщиком составляется дефектная ведомость на объект;
- нормативного метода, основанного на использовании единых норм амортизационных отчислений;
- метода срока службы;
- метода рыночных данных, суть которого заключается в изучении рыночных цен на технику, бывшую в употреблении, и сравнении их с ценами на аналогичную новую.

Возможно также рассчитать стоимость отдельных видов оборудования с помощью методов сравнительного подхода. К таким методам относятся:

- метод прямого сравнительного анализа продаж, когда цена объекта-аналога, по которому недавно произведена продажа, анализируется и корректируется в соответствии с имеющими место различиями;

- метод статистического моделирования, заключающийся в том, что оцениваемый объект рассматривается как представитель некой совокупности объектов, цены на которые известны;
- метод удельных стоимостных показателей, устанавливает зависимость стоимости объекта от анализируемого параметра;
- массогабаритный метод и метод корреляционных моделей, которые являются разновидностью предыдущего.

Пример 6.6

В случае оценки оборудования и автотранспорта ООО «Полюс» оценщик выделил транспортные средства как более ликвидные по сравнению с оборудованием (далее это найдет отражение в графике реализации активов).

Балансовая стоимость оборудования составляет 28 тыс. руб., а транспортных средств – 19 тыс. руб. Рыночная стоимость указанных активов, рассчитанная на основе рыночного подхода, составила соответственно 26 тыс. руб. и 29 тыс. руб.

6.2.2.3. Определение рыночной стоимости оборотных активов

В составе оборотных активов оцениваются запасы, готовая продукция и дебиторская задолженность.

Оценку запасов следует проводить исходя из рыночных цен на эти активы с учетом инфляционных процессов, а также условий хранения активов, расходов на транспортировку и складирование их.

Оценка дебиторской задолженности начинается с ее анализа. Определяются сроки возврата долгов, анализируются возможности возврата в эти сроки. При необходимости предъявляются соответствующие иски в суд. В некоторых случаях долг может быть списан с баланса как безнадежный, тогда оценке он не подлежит.

Пример 6.7

В составе запасов сырья, материальных и других аналогичных ценностей ООО «Полюс» оценщиком дана рыночная оценка запасов готовой продукции, так как, по мнению оценщика, на дату оценки она была занижена: рыночная стоимость запасов – 7 тыс. руб. по сравнению с балансовой стоимостью 5 тыс. руб.

Прочие запасы сырья, материальных и других аналогичных ценностей оценены по балансовой стоимости.

В составе дебиторской задолженности в процессе анализа было выявлено безнадежных долгов покупателей и заказчиков на сумму 5 тыс. руб. В итоге дебиторская задолженность, по которой ожидаются поступления денежных средств в течение 12 месяцев, составляет $36 - 5 = 31$ тыс. руб.

**Рыночная стоимость имущества ООО «Полюс»
на 1.07.20XX тыс. руб.**

№	Активы	Рыночная стоимость
1	Здание производственное	40
2	Здание офиса (временка)	не реализуемо
3	Здание детского сада	передано без-возмездно
4	Незавершенное строительство офисного здания	19
5	Оборудование	26
6	Автотранспорт	29
7	Запасы готовой продукции	7
8	Запасы сырья	8
9	Дебиторская задолженность	21
10	Денежные средства	2
	ИТОГО	152

Рыночная стоимость имущества предприятия согласно табл. 6.5 составила 152 000 руб.

6.2.3. Разработка графика ликвидации активов

Разработка календарного графика ликвидации активов предприятия осуществляется с целью максимизировать выручку от продажи активов. Как правило, предполагается, что производственная деятельность прекращена и осуществляется лишь процесс ликвидации предприятия. Добровольная ликвидация крупного предприятия может занять около двух лет.

Продажа разных видов активов может проходить в разные сроки, которые зависят от профиля предприятия, от технологического состояния зданий, от степени инвестиционной активности отрасли, а также от эффективности рекламной кампании и активности риэлтеров.

График реализации активов предприятия составляется с учетом степени их ликвидности в реально сложившихся экономических усло-

виях. Кроме того, следует учитывать правовые ограничения реализации имущества ликвидируемого предприятия.

Пример 6.8

В случае принудительной ликвидации ООО «Полус» оценщиком был составлен следующий график ликвидации активов (табл. 6.6).

Таблица 6.6

График ликвидации активов ООО «Полус», месяцы

№	Активы	Время, отведенное на ликвидацию
1	Здание производственное	12
2	Незавершенное строительство офисного здания	12
3	Оборудование	10
4	Автотранспорт	6
5	Запасы готовой продукции	2
6	Запасы сырья	4
7	Дебиторская задолженность	12
8	Денежные средства	1

В случае принудительной ликвидации её срок ограничен 12 месяцами. Незавершенное строительство и дебиторская задолженность предположительно ликвидируются одномоментно, в последний месяц срока ликвидации. Автотранспорт в силу своей большей ликвидности может быть реализован быстрее прочего оборудования. Запасы готовой продукции являются продукцией с ограниченным сроком хранения, поэтому по графику реализуются за 2 месяца.

6.2.4. Расчет ликвидационных издержек

Переход к ликвидационной стоимости предприятия требует учета:

- затрат на реализацию имущества;
- затрат на демонтаж оборудования;
- транспортных расходов;
- расходов по содержанию запасов;
- управленческих расходов;
- стоимость посреднических, риэлтерских, оценочных и юридических услуг;

налоги, сборы;
 возможные скидки в процессе реализации;
 затраты на проведение аукционов и т.д.

Наиболее правильно и точно рассчитать предстоящие ликвидационные расходы можно, составив смету. В некоторых случаях можно ориентироваться на накопленный рыночный опыт реализации такого рода имущества в аналогичных условиях. Тогда в качестве ликвидационных издержек берется процент от рыночной стоимости имущества.

Пример 6.9

В случае принудительной ликвидации ООО «Полус» оценщик исходил из усредненных затрат в пищевой отрасли на реализацию активов.

Таблица 6.7

Ликвидационные издержки ООО «Полус» в процентах к рыночной стоимости, тыс. руб.

№	Активы	Рыночная стоимость	% от рыночной стоимости	Ликвидационные издержки
1	Здание производственное	40	10	4
3	Незавершенное строительство офисного здания	19	1	0,19
4	Оборудование	26	15	3,9
5	Автотранспорт	29	20	5,8
6	Запасы готовой продукции	7	2	0,14
7	Запасы сырья	8	5	0,4
8	Дебиторская задолженность	21	5	1,05
9	Денежные средства	2	–	–
ИТОГО		152		15,48

Ликвидационные издержки, рассчитанные таким образом, составили согласно табл. 6.7 15,48 тыс. рублей.

6.2.5. Корректировка стоимости реализации активов и ликвидационных издержек в соответствии с временным фактором

График реализации активов позволяет определить текущую рыночную стоимость реализуемого имущества, учитывающую некоторую разновременность поступления средств от реализации имущества. Для этой цели необходимо скорректировать суммы поступлений денежных средств с помощью механизма дисконтирования выручки от реализации имущества с применением формулы (3.2).

При этом будем исходить из предположения, что за весь период реализации отдельных групп активов доходы будут формироваться равномерно по месяцам и что денежные средства поступают в конце месяца. Исключение представляет реализация незавершенного строительства и дебиторской задолженности.

Для расчета ставки дисконта r принят метод кумулятивного построения, позволяющий учесть все риски инвестиционных вложений в реализуемое имущество, риски, связанные с управлением и т.д.

Ликвидационные издержки также требуют корректировки, однако процесс будет обратным, т.к. необходимо определить возрастающую (будущую) величину денежных средств, необходимых для поддержания затрат по ликвидации объекта на должном уровне (формула 3.1).

Пример 6.10

Расчет текущей величины суммы, вырученной при ликвидации ООО «Полус», представлен в табл. 6.8.

При этом ставка дисконтирования принята в размере годовой ставки рефинансирования Банка России на дату оценки – 8%. Тогда с учетом срока ликвидации ежемесячная ставка дисконтирования будет $\frac{0,08}{12} = 0,0083$.

Расчет будущей стоимости ликвидационных издержек приведен в табл. 6.9.

Таким образом, ликвидационная стоимость ООО «Полус» при принудительной ликвидации составила:

$$143,85 - 16,17 = 127,68 \text{ тысяч рублей.}$$

6.3. Практическая часть

Кейс № 6

Исходные положения

В примере рассматривается ООО «Металлист».

Место расположения: г. Владивосток.

Область интересов: оптовая торговля металлопрокатом.

Дата оценки – 1 февраля 20XX года.

Таблица 6.10

Баланс-нетто ООО «Металлист» на 1.01.20XX, тыс. руб.

АКТИВ		ПАССИВ	
Статья	Сумма	Статья	Сумма
Основные средства в том числе – здание склада	150	Уставный капитал	150
Нематериальные активы в том числе – компьютерная программа	13	Долгосрочные займы	50
Материально-производственные запасы – металлопрокат (2 тонны)	10	Краткосрочные обязательства	11
Дебиторская задолженность	28		
Денежные средства в кассе и банке	10		
БАЛАНС	211	БАЛАНС	211

В результате исследования оценщик отметил следующие факты:

1. На балансе фирмы находится здание склада 1878 года постройки. Среди недавно проданных оценщиком найдены два объекта, аналогичных оцениваемому. Рыночные данные представлены в табл. 6.11.

Данные по объектам-аналогам

№	Описание объекта	Балансовая стоимость объекта, тыс. руб.	Цена продажи объекта, тыс. руб.
1	Казарма 1860 года постройки на ул. Снеговой	200	56
2	Складское помещение в районе б. Емар	120	30

2. На балансе предприятия числится логистическая компьютерная программа обслуживания склада. По оценкам экспертов, программа является разработкой ноу-хау и ее рыночная цена может достигать 50 тысяч рублей.

3. Рыночная цена килограмма металлопроката, аналогичного тому, что находится на складе предприятия – 18 рублей.

4. Из отраженной в балансе дебиторской задолженности реально можно вернуть только 22,4 тыс. рублей. Затраты на судебные издержки составят при этом 1,5 тыс. рублей.

Задание

Определите возможную стоимость ООО «Металлист» балансовым методом. Все выводы и расчеты обоснуйте.

Кейс № 7**Исходные положения**

Сапожную мастерскую «Башмачок» распродают за долги. Срок ликвидации – 6 месяцев.

Место расположения: г. Владивосток.

Дата оценки – 1 января 20×× года.

По инвентарной описи имущество мастерской на дату оценки составляет:

- быстроликвидные активы (запасы материалов) – 10 тыс. руб.;
- среднеликвидные активы (мебель) – 30 тыс.рублей;
- низколиквидные активы (станки) – 120 тыс. рублей.

За весь срок ликвидации будет выплачиваться заработная плата временному управляющему – 5 тыс. руб. ежемесячно. Консультацион-

ные, аудиторские услуги и услуги оценщика составят ориентировочно 30 тыс. рублей.

С учетом рисков инвестирования дисконтная ставка выбрана оценщиком в размере 12% годовых.

Задание

Определите ликвидационную стоимость ООО «Башмачок». Все выводы и расчеты обоснуйте.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Настоящее учебное пособие знакомит студента с основными положениями по оценке стоимости имущества предприятий. Здесь рассказано о том, какие научные принципы положены в основу определения рыночной стоимости и какие методы оценки имущества наиболее эффективны в зависимости от характера оцениваемого имущества.

В издании, с одной стороны, излагаются последние достижения теории и практики оценки, полученные в странах с развитой рыночной экономикой, с другой – учтены особенности современного состояния российской экономики.

Материал, изложенный в учебно-практическом пособии, поможет студентам в полном объеме приобрести знания по оценке стоимости имущества предприятия, а также поможет им освоить профессию оценщика имущества. Изучив приведенные примеры решения оценочных задач и последовательно выполнив все группы практических заданий, студент любой формы обучения сумеет выработать необходимые в практике экономиста-финансиста компетенции.

СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Правовые акты

Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 № 117-ФЗ (ред. от 05.05.2014)

Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30.12.2001 № 195-ФЗ (ред. от 05.05.2014) с изм. и доп., вступ. в силу с 16.05.2014)

Федеральный закон от 29.07.1998 № 135-ФЗ (ред. от 12.03.2014) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»

Закон РФ от 21.02.1992 № 2395-1 (ред. от 28.12.2013) «О недрах» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2014)

Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 12.03.2014) «Об инвестиционных фондах»

Земельный кодекс Российской Федерации от 25.10.2001 № 136-ФЗ (ред. от 28.12.2013) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2014)

Приказ Минфина РФ № 10н, ФКЦБ РФ № 03-6/пз от 29.01.2003 «Об утверждении Порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 12.03.2003 № 4252)

Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 36 «Обесценение активов» (ред. от 24.12.2013) (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 25.11.2011 № 160н)

Постановление Правительства РФ от 06.03.2012 № 191 «Об утверждении Правил определения таможенной стоимости товаров, вывозимых из Российской Федерации»

Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости» (ред. от 18.07.2012) (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 18.07.2012 № 106н)

Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 3 «Объединения бизнеса» (ред. от 07.05.2013) (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 25.11.2011 № 160н)

Приказ Минэкономразвития РФ от 22.10.2010 № 508 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Определение кадастровой стоимости (ФСО № 4)»

Приказ Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 № 256 (ред. от 22.10.2010) «Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 22.08.2007 № 10040)

Приказ Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 № 255 (ред. от 22.10.2010) «Об утверждении федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости (ФСО № 2)» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 23.08.2007 № 10045)

Приказ Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 № 254 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 20.08.2007 № 10009)

Основная литература

Бусов, В.И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник для бакалавров / В.И. Бусов, О.А. Землянский, А.П. Поляков; Гос. ун-т управления. – М.: Юрайт, 2013. – 430 с. – (Бакалавр. Базовый курс).

Масленкова, О.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учеб. пособие для студентов вузов / О.Ф. Масленкова. – М.: КНОРУС, 2011. – 288 с.

Симионова, Н. Е. Оценка бизнеса: теория и практика: учеб. пособие для студентов вузов / Н.Е. Симионова, Р.Ю. Симионов. – 2-е изд., перераб. и доп. – Ростов н/Д: Феникс, 2010. – 572 с.

Хитчнер, Д.Р. Оценка бизнеса: организация работы и оформление письменного отчета / Д.Р. Хитчнер; под науч. ред. В.М. Рутгайзера; пер. с англ.: Л.И. Лопатникова, О.В. Куракиной]. – М.: Маросейка, 2009. – 288 с. – (Финансовое оценивание. Области применения и модели).

Чеботарев, Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник для студентов вузов / Н.Ф. Чеботарев. – 2-е изд. – М.: Дашков и К*, 2012. – 256 с

Дополнительная литература

Варламов, А.А. Оценка объектов недвижимости: учебник для студентов вузов / А.А. Варламов, С.И. Комаров; под общ. ред. А.А. Варламова. – М.: ФОРУМ: ИНФРА-М, 2013. – 288 с.: ил. – (Высшее образование).

Грибовский, С. В. Оценка стоимости недвижимости: учеб. пособие для студ., обуч. по специальности «Финансы и кредит" / С.В. Грибовский. – М.: Маросейка, 2009. – 432 с.

Иванова, Е.Н. Оценка стоимости недвижимости: учебное пособие для студентов вузов / Е.Н. Иванова; под ред. М.А. Федотовой; Фин. акад. при Правительстве РФ. – 4-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2010. – 344 с.

Касьяненко, Т.Г. Оценка недвижимости: учеб. пособие для студентов вузов / Т.Г. Касьяненко, Г.А. Маховикова, В.Е. Есипов, С.К. Мирзаянгов. – М.: КНОРУС, 2010. – 752 с.

Кузин, Н.Я. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности: учеб. пособие для студентов вузов / Н.Я. Кузин, Т.В. Учинина, Ю.О. Толстых. – М.: ИНФРА-М, 2013. – 160 с. – (Высшее образование: Бакалавриат).

Петров, В.И. Оценка стоимости земельных участков: учебное пособие для студентов вузов / В.И. Петров; под ред. М.А. Федотовой; Фин. ун-т при Правительстве РФ. – 4-е изд., перераб. – М.: КНОРУС, 2012. – 264 с.

Федотова, М.А. Оценка машин и оборудования: учебник для студентов вузов / М. . Федотова, А.П. Ковалев, А.А. Кушель и др.; под ред. М.А. Федотовой; Фин. акад. при Правительстве РФ. – М.: Альфа-М: ИНФРА-М, 2011. – 333 с.: ил. – (Экономика).

Хитчнер, Д.Р. Справедливая стоимость: оценка бизнеса. споры акционеров, бракоразводные процессы, налогообложение / Д.Р. Хитчнер; под науч. ред. В.М. Рутгайзера. – М.: Маросейка, 2009. – 196 с. – (Финансовое оценивание. Области применения и модели).

www.gaap.ru

www.appraiser.ru

<http://proocenka.ru>

www.cbr.ru

www.minfin.ru

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	1
Тема 1. ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ.....	5
1.1. Предпосылки возникновения оценочной деятельности	5
1.2. Зарубежный опыт	5
1.3. История оценки в России и СССР	6
1.4. Современный этап развития оценки и оценочной деятельности.....	8
1.5. Практическая часть	10
Тема 2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ	13
2.1. Цели оценки стоимости предприятия	13
2.2. Основные понятия, применяемые при изучении дисциплины	14
2.3. Принципы оценки стоимости предприятия	18
2.3.1. Принципы, основанные на представлениях пользователя	18
2.3.2. Принципы, связанные с рыночной средой.....	19
2.3.3. Принципы, связанные с эксплуатацией имущества	20
2.3.4. Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования.....	21
2.4. Подходы и методы, используемые при оценке стоимости предприятия.....	22
2.5. Практическая часть	23
Тема 3. УЧЕТ ФАКТОРА ВРЕМЕНИ В ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	26
3.1. Теория временной стоимости денег и ее применение в оценке стоимости предприятия	26
3.2. Финансовые функции и их применение в оценке стоимости	27
3.2.1. Расчет будущей суммы по схеме сложного процента.....	27
3.2.2. Расчет настоящей стоимости по схеме сложного процента.....	29
3.2.3. Расчет текущей стоимости аннуитета.....	30
3.2.4. Расчет единичного платежа аннуитета (по известной текущей стоимости)	31
3.2.5. Расчет будущей стоимости аннуитета.....	32

3.2.6. Расчет единичного платежа аннуитета (по известной будущей стоимости)	33
3.3. Практическая часть	33
Тема 4. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	36
4.1. Метод дисконтирования денежного потока	36
4.1.1. Понятие и модели денежных потоков	37
4.1.2. Понятие и методы расчета ставки дисконтирования	43
4.1.3. Учет стоимости компании в постпрогнозный период	49
4.1.4. Приведение будущих денежных потоков и стоимости компании в постпрогнозный период к текущей величине	50
4.2. Метод капитализации чистой прибыли.....	51
4.2.1. Метод рыночной экстракции.....	52
4.2.2. Расчет коэффициента капитализации на основе ставки дисконтирования	53
4.3. Практическая часть	53
Тема 5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	57
5.1. Выбор объекта-аналога.....	57
5.2. Метод отраслевых коэффициентов	59
5.3. Метод рынка капитала.....	59
5.3.1. Расчет ценовых мультипликаторов.....	60
5.3.2. Внесение корректировок в базовую стоимость	63
5.4. Метод рыночной привлекательности	64
5.5. Дивидендный метод.....	65
5.6. Метод сделок	66
5.7. Практическая часть	67
Тема 6. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	71
6.1. Балансовые методы оценки.....	71
6.1.1. Расчет балансового собственного материального капитала	73
6.1.2. Расчет рыночного собственного материального капитала.....	74
6.1.3. Метод чистых активов	76
6.2. Оценка ликвидационной стоимости предприятия	78

6.2.1. Определение позиций реализуемого имущества	80
6.2. Определение рыночной стоимости активов, подлежащих реализации	81
6.2.3. Разработка графика ликвидации активов	88
6.2.4. Расчет ликвидационных издержек	89
6.2.5. Корректировка стоимости реализации активов и ликвидационных издержек в соответствии с временным фактором	91
6.3. Практическая часть	94
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	97
СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ	98

Учебное издание

Даниловских Татьяна Евгеньевна
Кузьмичева Ирина Александровна
Мордвинцева Анна Дмитриевна

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Учебное пособие

Редактор Л.И. Александрова
Компьютерная верстка М.А. Портновой

Подписано в печать 30.08.16. Формат 60×84/16.
Бумага писчая. Печать офсетная. Усл. печ. л. 6,0.
Уч.-изд. л. 6,6. Тираж 300 экз. Заказ

Издательство Владивостокского государственного университета
экономики и сервиса
690014, Владивосток, ул. Гоголя, 41
Отпечатано во множительном участке ВГУЭС
690014, Владивосток, ул. Гоголя, 41