

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
ВОЛОГОДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

Г.С. СТАРОВЕРОВА, А.Ю. МЕДВЕДЕВ

ОЦЕНКА И УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ (ОРГАНИЗАЦИИ)

Часть 1

*Утверждено редакционно-издательским советом ВоГУ
в качестве учебного пособия*

Вологда
2014

УДК 658.14(075)
ББК 65.290.5я73
С77

Рецензенты:

зав. кафедрой финансов и кредита ВоГУ,
д-р экон. наук, профессор **Е.С. Губанова**;
доцент кафедры экономики и управления лесозаготовительных и
деревообрабатывающих производств на предприятиях УИС
Вологодского института права и экономики, канд. экон. наук **Б.В. Ильин**;
зам. главного инженера ФГУП РТРС Филиал Вологодский ОРТПЦ
канд. экон. наук **Б.В. Семенов**

Староверова, Г.С.

С77 Оценка и управление стоимостью предприятия (организации):
учеб. пособие. Часть 1 / Г.С. Староверова, А.Ю. Медведев. – Вологда:
ВоГУ, 2014. – 214 с.

ISBN 978-5-87851-535-1

В учебном пособии отражены основные вопросы первой части курса «Оценка и управление стоимостью предприятия (организации)» – основы оценки стоимости предприятия. Раскрыты понятие, сущность и организационно-правовые формы предприятия; отражены экономические и теоретические основы оценки предприятия, виды стоимости предприятия и факторы, влияющие на ее величину; дается характеристика методологических подходов и методов оценки предприятия, рассмотрены и др. вопросы.

Соответствует Федеральному государственному образовательному стандарту высшего профессионального образования третьего поколения.

Издание предназначено для бакалавров очной и заочной форм обучения направления 38.03.01 – Экономика. Оно может также быть использовано аспирантами, преподавателями экономических вузов и специалистами в области ценностно-ориентированного менеджмента.

УДК 658.14(075)
ББК 65.290.5я73

ISBN 978-5-87851-535-1

© ВоГУ, 2014

© Староверова Г.С., Медведев А.Ю., 2014

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	5
1. ПРЕДПРИЯТИЕ КАК ОБЪЕКТ ОЦЕНКИ И СУБЪЕКТ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ	6
1.1. Понятие предприятия как объекта оценки и управления стоимостью	6
1.2. Капитал как экономическая основа предприятия.....	11
1.3. Предприятие как имущественный комплекс.....	17
1.4. Организационно-правовые формы предприятий.....	24
2. ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	29
2.1. Понятие и виды стоимости предприятия.....	29
2.2. Показатели деятельности предприятия, отражающие процесс создания стоимости.....	42
3. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ	59
3.1. Факторы, влияющие на величину стоимости предприятия	59
3.2. Принципы оценки стоимости предприятия.....	64
3.3. Система информации, используемой в оценке стоимости предприятия.....	71
3.4. Понятие, цели и принципы оценки стоимости предприятия	75
3.5. Методические основы определения стоимости предприятия.....	84
4. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ	89
4.1. Сущность доходного подхода и анализ основных методов оценки.....	89
4.2. Метод дисконтирования денежных потоков.....	93
4.3. Сущность ставки дисконта и методы ее определения	109
4.4. Метод капитализации.....	121
5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЯ	125
5.1. Общая характеристика и методы сравнительного подхода	125
5.2. Основные принципы отбора предприятий-аналогов	130
5.3. Характеристика и сфера применения ценовых мультипликаторов	133
5.4. Методы сравнительного подхода, используемые для оценки предприятия.....	146
6. ИМУЩЕСТВЕННЫЙ (ЗАТРАТНЫЙ) ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	153
6.1. Сущность имущественного подхода, его достоинства и недостатки, область применения.....	153
6.2. Характеристика основных методов имущественного (затратного) подхода.....	157
6.3. Определение рыночной стоимости гудвилла.....	166

7. УСТАНОВЛЕНИЕ ИТОГОВОЙ ВЕЛИЧИНЫ СТОИМОСТИ	
ПРЕДПРИЯТИЯ	172
7.1. Обоснование выбора целесообразных методов оценки стоимости предприятия	172
7.2. Согласование результатов оценки предприятия, полученных различными методами	178
8. ОЦЕНКА КОНТРОЛЬНЫХ И НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ	
ПРЕДПРИЯТИЙ	192
8.1. Классификация пакетов акций и их влияние на стоимость предприятия.....	192
8.2. Оценка стоимости контрольных и неконтрольных пакетов акций	197
8.3. Премия за контроль, скидки за неконтрольный характер пакета и за недостаточную ликвидность.....	199
СЛОВАРЬ СПЕЦИАЛЬНЫХ ТЕРМИНОВ	206
СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	211

ВВЕДЕНИЕ

Переход России к рыночной экономике сопровождался появлением разнообразных форм собственности и независимых собственников предприятий и организаций, у которых возникает потребность в определении стоимости собственного капитала. Процесс приватизации, возникновение фондового рынка, развитие системы страхования, переход финансовых институтов к кредитованию под залог имущества также приводят к необходимости оценки его стоимости. Необходимость определения рыночной стоимости предприятия связана также с процессами акционирования, привлечения новых пайщиков, слияний и поглощений, эмиссии акций, использования прав наследования и др.

Оценка стоимости предприятия также является основой выявления рациональных подходов к управлению предприятием, обеспечивающих максимальную эффективность его деятельности, а, следовательно, и более высокую рыночную цену, что и выступает основной целью собственника и задачей менеджеров фирм. Таким образом, такая сфера деятельности, как оценка стоимости предприятия, становится важнейшим элементом инфраструктуры имущественных отношений. Этим и объясняется актуальность и значимость дисциплины «Оценка и управление стоимостью предприятия (организации)» для подготовки бакалавров.

В последние годы в России развивается теоретическая и практическая деятельность по оценке предприятий, основанная на отечественном и зарубежном опыте. Однако следует отметить неоднозначность, а иногда противоречивость и спорность, позиций специалистов по вопросам методологии определения рыночной и других видов стоимостей предприятия.

В учебном пособии рассматриваются основные методы оценки предприятия, разработанные на базе трех подходов – доходного, сравнительного и затратного, позволяющие сформировать комплексную оценку его стоимости. При этом предприятие рассматривается как самостоятельный хозяйствующий субъект, представляющий собой совокупность бизнес-линий, с одной стороны, и имущественный комплекс в соответствии с определением, данным Гражданским кодексом РФ, – с другой. В завершение каждой главы для закрепления материала приводятся вопросы для самоконтроля.

При подготовке учебного пособия использовались теоретические разработки отечественных и зарубежных ученых в области теории оценки стоимости предприятия, определяющие подходы к оценке предприятия и методы определения его стоимости; теории финансового анализа, позволяющие получить объективные оценки состояния предприятия; законодательные и нормативные акты, включающие Гражданский кодекс РФ, федеральные законы, постановления Правительства РФ, отечественные и международные стандарты оценки, правила бухгалтерского учета и др.

Главная цель учебного пособия – помочь студентам изучить особенности оценки предприятия, овладеть основными подходами и методами определения стоимости предприятия в российских условиях.

1. ПРЕДПРИЯТИЕ КАК ОБЪЕКТ ОЦЕНКИ И СУБЪЕКТ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ

1.1. ПОНЯТИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ КАК ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ

Производственную основу любой экономической системы образуют предприятия, которые являются ее первичным элементом.

☑ Термин «предприятие» после принятия I части ГК РФ претерпел существенные изменения. В нормативно-правовых документах он сохранен только для предприятий государственной и муниципальной форм собственности. Все остальные юридические лица получили название «организаций». Таким образом, ГК РФ не дает юридического определения понятия «предприятие».

Термин «предприятие» связан с понятием «предпринимательство», «предпринимательская деятельность». Под **ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ** понимается целенаправленная деятельность людей, ориентированная на систематическое получение дохода, размер которого покрывает текущие издержки производства продукции (выполнения работ, оказания услуг) и обеспечивает их производителю некоторый дополнительный доход (прибыль).

Предпринимательская деятельность может осуществляться в двух формах: индивидуальная предпринимательская деятельность¹ и предпринимательская деятельность, осуществляемая в кооперации с другими лицами (с образованием юридического лица). Именно вторая форма предпринимательской деятельности является юридической основой формирования предприятий.

ПРЕДПРИЯТИЕ – это самостоятельный хозяйствующий субъект, обладающий статусом юридического лица и обособленным имуществом, созданный в установленном законом порядке для производства продукции, выполнения работ и оказания услуг в целях удовлетворения общественных потребностей и получения прибыли. С экономической точки зрения, предприятие можно рассматривать как бизнес-линию (бизнес-единицу).

С точки зрения теории оценки, предприятие – это комплекс, состоящий из взаимосвязанных объектов недвижимости, движимой и нематериальной собственности, т.е. из взаимосвязанных объектов имущества, нематериальных продуктов интеллектуальной деятельности, финансовых интересов, имущественных и иных прав (включая права требования и обязательства), предназначенных и используемых для предпринимательской деятельности (бизнеса), как правило, в рамках организации (юридического лица).

¹ Гражданский кодекс Российской Федерации (далее – ГК РФ), часть 1, ст.23.

Предприятие рассматривается как юридическое лицо, самостоятельный хозяйствующий субъект, производящий продукцию (товары), оказывающий услуги и занимающийся различными видами коммерческой деятельности. В соответствии с нормативно-правовыми документами «юридическим лицом признается организация, которая имеет в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении обособленное имущество; и отвечает по своим обязательствам этим имуществом; может от своего имени приобретать и осуществлять имущественные и личные неимущественные права; нести обязанности; может быть истцом и ответчиком в суде. Юридические лица должны иметь самостоятельный баланс или смету».²

Предприятия могут быть трех организационных форм:

- некорпоративные организации, к которым относятся индивидуальные предприниматели, долевые (совместные) владения, полные и ограниченные партнерства (товарищества);
- корпоративные организации, к которым относятся закрытые акционерные общества (корпорации), открытые акционерные общества (публичные корпорации), акции которых общедоступны;
- организации со сложной структурой, в которых соединяются материнские и ассоциированные или дочерние компании, интересы партнерств и выполнение дочерних функций.

Предприятие является объектом интересов различных участников процесса производства (рис.1.1).

- собственник рассматривает предприятие как часть своего богатства и как источник потенциальных доходов;
- наемные работники считают предприятие местом приложения своих профессиональных знаний, умений, опыта и т.п. с целью получения определенного уровня заработной платы;
- средний и высший менеджмент используют предприятие для реализации своих административных амбиций, для расширения своих привилегий;
- инвесторы анализируют экономическую целесообразность вложения капиталов в предприятие с целью получения прибыли (дохода);
- федеральные, региональные и муниципальные органы управления интересуют возможность его использования для решения общегосударственных и территориальных задач и как источник поступления налогов в соответствующие бюджеты;
- банки, поставщики, страховые фирмы, биржи и др. рассматривают предприятие как своего потенциального клиента.

² ГК РФ, часть 1, ст.48



Рис.1.1. Предприятие как объект интересов различных участников процесса производства

Рассмотрение предприятия как объекта управления стоимостью предполагает выделение следующих концепций:

1) **продуктовая концепция**, рассматривающая предприятие как совокупность производимых и выводимых на рынок товаров и услуг, имеющих общий товарный знак, зарегистрированный в соответствующих юридических органах;

2) **ресурсная концепция**, в соответствии с которой предприятие – это совокупность определенным образом организованных и управляемых ресурсов (факторов производства), используемых в процессе производства и вывода на рынок товаров и услуг;

3) **социальная концепция**, определяющая предприятие как организацию, которая стремится согласовывать интересы всех участников процесса производства и вывода на рынок товаров и услуг;

4) **институциональная концепция**, по которой предприятие – это совокупность действующих в его внутренней среде формальных и неформальных норм и правил (институтов), регламентирующих поведение работников, которые выпол-

няют определенные функции по организации и непосредственному участию в осуществлении производственного процесса и вывода на рынок товаров и услуг.

Предприятие как товар имеет некоторые особенности, определяющие принципы, модели, подходы и методы оценки.

ОСОБЕННОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ КАК ТОВАРА.

1. Предприятие – товар инвестиционный, т.е. товар, приобретаемый с целью получения доходов в будущем (т.е. затраты и доходы разъединены во времени):
 - размер ожидаемой прибыли не известен, имеет вероятностный характер;
 - инвестору приходится учитывать риск возможной неудачи;
 - если будущие доходы с учетом времени их получения оказываются меньше издержек на приобретение бизнеса, он теряет свою инвестиционную привлекательность;
 - текущая стоимость будущих доходов, которые может получить будущий собственник, является верхним пределом рыночной стоимости бизнеса со стороны покупателя.
2. Предприятие является открытой системой, т.е. сложным объектом, состоящим из нескольких взаимодействующих элементов, существующим в некоторой внешней среде. Предприятие как систему можно определить
 - с одной стороны, как единство имущественного и кадрового потенциала (рис.1.2);

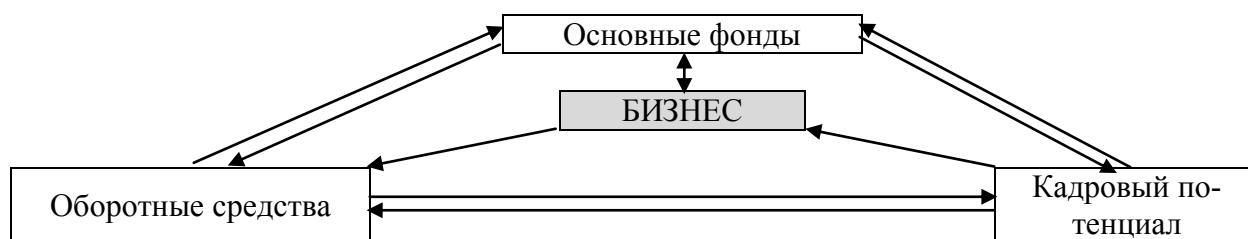


Рис.1.2. Предприятие как единство имущественного и кадрового потенциала

- с другой – как совокупность производственной, инвестиционной и финансовой деятельности (рис.1.3).

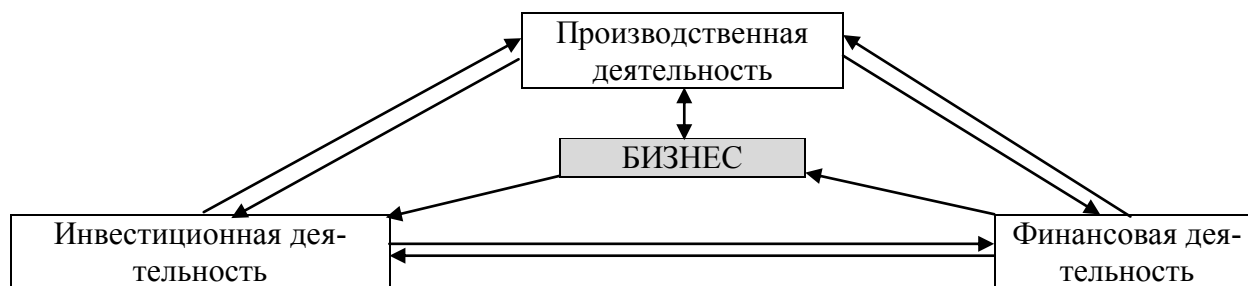


Рис.1.3. Предприятие как система реализации производственной, инвестиционной и финансовой деятельности

Эффективная производственная деятельность дает возможность формировать инвестиционные ресурсы (амортизация + чистая прибыль + внешние источники). Инвестиционная деятельность позволяет повысить эффективность производства. Финансовая деятельность обеспечивает притоки денежных средств, компенсируя их оттоки, обеспечивая при этом нормальную производственную деятельность.

3. Потребность в предприятии как товаре зависит от процессов, происходящих внутри предприятия и во внешней среде. При этом нестабильность внешней среды приводит к неустойчивому состоянию предприятия, но и неустойчивость предприятия ведет к нарастанию нестабильности самого предприятия и внешней среды (градообразующее предприятие).
4. С учетом особого значения устойчивости предприятия для обеспечения стабильности в обществе необходимо государственное регулирование условий и механизма купли-продажи предприятия и его оценки.
5. Финансово-убыточное предприятие может положительно оцениваться рынком из-за имиджа конкретного позиционирования на рынке.

ОСОБЕННОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ КАК ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ.

1. Объектом оценки является деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляемая на основе функционирования имущественного комплекса предприятия.

2. Предприятие является товаром, что обуславливает принципы, подходы и методы его оценки.

3. Предприятие является юридическим лицом и хозяйствующим субъектом, поэтому при расчете его стоимости следует учитывать наличие определенных юридических прав.

4. Стоимость предприятия определяется стоимостью имущественного комплекса, а также эффективностью создания и прироста стоимости оцениваемого предприятия.

Существование предприятия преследует определенную цель, которая удерживает составляющие его элементы в составе единой системы. В то же время отдельные элементы предприятия могут стремиться к достижению индивидуальных целей, отличающихся или противоречащих цели предприятия. Например, цель работников предприятия получать большую заработную плату не соответствует цели предприятия и его собственников – получение максимальной прибыли, но не противоречит ей. Это побуждает работников продолжать трудиться на предприятии, создавая продукцию для продажи.

Таким образом, предприятие следует рассматривать как инструмент достижения индивидуальных целей каждым его элементом. Несовпадение целей отдельных элементов предприятия может приводить к противоречиям

между элементом и предприятием, которые должны быть разрешены каким-либо способом (реорганизация, слияние, поглощение и даже ликвидация).

АСПЕКТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.

Рыночная деятельность предприятия включает управление маркетинговым комплексом, реализацией продукции и обслуживанием покупателей. Она влияет на такие факторы стоимости, как удовлетворенность покупателей, степень доверия брендам, число привлеченных покупателей, рыночная доля, объем продаж, рентабельность продаж, оборачиваемость капитала и др.

Операционная (производственная) деятельность является основным видом деятельности предприятия, обеспечивающим приобретение и эффективное использование экономических ресурсов, реструктуризацию и совершенствование бизнеса, а также снабжение, производство, кадровую политику, организацию и т.п. От эффективности операционной деятельности зависят такие факторы стоимости, как удовлетворенность персонала и производительность труда, ресурсоемкость продукции, налоговая нагрузка, период оборота внеоборотных активов и оборотного капитала, рентабельность производства и др.

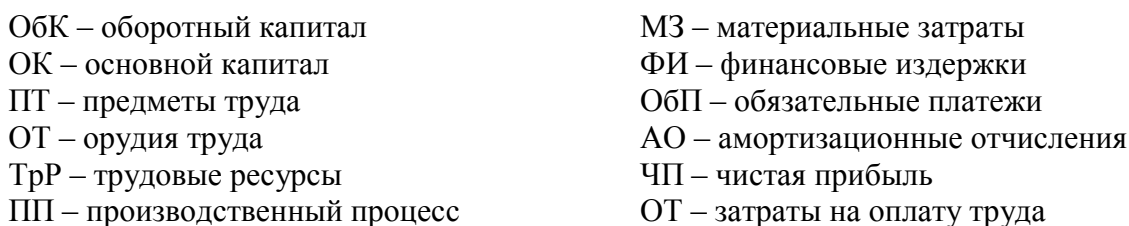
Инвестиционная деятельность предприятия обеспечивает совершенствование производственного потенциала, внедрение инноваций и развитие бизнеса. Определяет такие факторы стоимости, как объем и эффективность затрат на НИОКР, объем и эффективность реальных и финансовых инвестиций, состояние материально-технической базы, величина производственной мощности.

Финансовая деятельность предприятия направлена на обеспечение бизнеса источниками капитала. От эффективности и активности финансовой деятельности зависят структура капитала предприятия, его финансовая устойчивость и платежеспособность, доля капитализируемой прибыли, стоимость отдельных источников капитала.

1.2. КАПИТАЛ КАК ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОСНОВА ПРЕДПРИЯТИЯ

Предприятие представляет собой организационно-экономическую форму существования бизнеса. **БИЗНЕСОМ** называется предпринимательская деятельность, направленная на производство и реализацию товаров, услуг, ценных бумаг, денег или других видов разрешенной законом деятельности с целью получения прибыли. Для достижения такой цели должно быть создано предприятие.

Основой, внутренним содержанием бизнеса является капитал в материально-вещественной и денежной формах, который трансформируется в различные материально-вещественные формы инвестированного труда, т.е. труда, приносящего доход (рис.1.4).



Процесс получения дохода предполагает определенные экономические отношения (между государством и предприятием, между производителем и потребителем и т.п.), в том числе и отношения собственности. Поэтому капитал – это не только материально-вещественные факторы производства, но и экономические (в т.ч. финансовые) отношения между экономическими (хозяйствующими) субъектами (субъектами процесса создания товаров).

Экономический подход базируется на концепции физической природы капитала, согласно которой капитал – это совокупность ресурсов, являющихся источником доходов общества. Применительно к предприятию капитал в этом подходе рассматривается как совокупность его производственных мощностей, используемых для производства определенных благ и получения прибыли от их реализации. Поскольку ресурсы, находящиеся на балансе предприятия, принадлежат ему

на праве собственности, очевидно, что речь идет о капитале с позиции предприятия как самостоятельного субъекта экономико-правовой среды. Поэтому величина капитала предприятия определяется стоимостной оценкой его активов, что является объектом интересов и управления высшего менеджмента.

В бухгалтерском подходе сущность капитала определяется на основе финансовой природы капитала. В этом случае капитал трактуется как финансовые ресурсы, прямо или косвенно инвестированные собственниками предприятия в его активы, т.е. капитал характеризуется как интерес собственников предприятия в его совокупных активах. В рамках бухгалтерского подхода различают ресурсную базу предприятия, которой управляют менеджеры, и источники финансирования, показывающие за счет чьих средств эта ресурсная база сформирована.

Поскольку основную роль в формировании и деятельности предприятия играют его собственники, прежде всего, обращают внимание на их участие в финансировании капитала предприятия. В принципе, теоретически возможно финансирование деятельности предприятия только за счет средств его собственников, но на практике привлекаются и другие источники, которые можно определить как обязательства. Учитывая ключевую роль собственников в формировании предприятия, категорию «капитал» в данном подходе рассматривают именно с их позиции. Как следствие, в этом случае термин «капитал» выступает синонимом чистых активов, а его величина рассчитывается как разность суммы активов предприятия и величины его обязательств.

Учетно-аналитический подход также исходит из концепции финансовой природы капитала, но в нем применяется иная логика рассуждений. Всех субъектов, прямо или косвенно финансирующих деятельность предприятия, можно разделить на три группы: собственники, лендеры³ и кредиторы. Кредиторы, в основном, осуществляют операции краткосрочного финансирования, а собственники и лендеры вкладывают свои средства в предприятие, во-первых, целевым образом, а, во-вторых, на длительный период.

³ **Лендер** (lender) – разновидность кредитора. Обычно понятие лендера сужают до поставщика финансовых ресурсов на долгосрочной основе, при этом всю их совокупность можно подразделить на две большие группы с условными названиями: рыночные и индивидуально-целевые. Под рыночными лендерами понимают участников рынков ссудного капитала, в основном, это инвесторы, вкладывающие свои свободные денежные средства в облигационные займы фирм. Они в явном виде не привязаны к конкретной фирме и руководствуются исключительно соображениями стратегической доходности и потенциальной ликвидности приобретаемого актива. Индивидуально-целевые лендеры, к которым относятся, прежде всего, банки, предоставляющие долгосрочные кредиты, и лизинговые компании, ориентированы на конкретную фирму, а заключаемый при этом двусторонний договор принимает во внимание специфику деятельности именно этой фирмы-реципиента.

В экономическом плане принципиального различия между собственником предприятия и его лендером нет – оба вложили средства в предприятие на длительный период, получают за это вознаграждение (дивиденд, процент, купонный доход), предполагают тем или иным образом со временем вернуть вложенные средства и т.п. Поэтому капитал следует трактовать с позиции именно инвесторов (собственников и лендеров) и определять величину капитала инвесторов как стоимостную оценку их доли в активах предприятия. Отсюда возникает понимание капитала как долгосрочного источника финансирования предприятия. Однако чтобы провести некое различие между собственниками и лендерами, различают собственный капитал (капитал собственников) и заемный капитал.

Капитал предприятия определяет общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальной формах, инвестированных в формирование его активов. Рассматривая экономическую сущность капитала предприятия, следует в первую очередь отметить следующие его характеристики:

1. Капитал предприятия является основным фактором производства. В экономической теории выделяют четыре основных фактора производства, обеспечивающих деятельность производственных предприятий – капитал, землю и другие природные ресурсы, трудовые ресурсы, менеджмент. В системе этих факторов производства капиталу принадлежит приоритетная роль, так как он объединяет все факторы в единый производственный комплекс.

2. Капитал характеризует финансовые ресурсы предприятия, приносящие доход. В этом своем качестве капитал может выступать изолированно от производственного фактора — в форме ссудного капитала, обеспечивающего формирование доходов предприятия не в производственной (операционной), а в финансовой (инвестиционной) сфере его деятельности.

3. Капитал является главным источником формирования благосостояния его собственников. Он обеспечивает необходимый уровень этого благосостояния как в текущем, так и в перспективном периоде. Потребляемая в текущем периоде часть капитала выходит из его состава, будучи направленной на удовлетворение текущих потребностей его владельцев (т.е. переставая выполнять функции капитала). Накапливаемая часть призвана обеспечить удовлетворение потребностей его собственников в перспективном периоде, т.е. формирует уровень будущего их благосостояния.

4. Капитал предприятия является главным измерителем его рыночной стоимости. В этом качестве выступает, прежде всего, собственный капитал предприятия, определяющий объем его чистых активов. Вместе с тем, объем используемого предприятием собственного капитала характеризует одновременно и потенциал привлечения им заемных финансовых средств, обеспечивающих получение дополнительной прибыли. В совокупности с другими, менее значимыми факторами, это формирует базу оценки рыночной стоимости

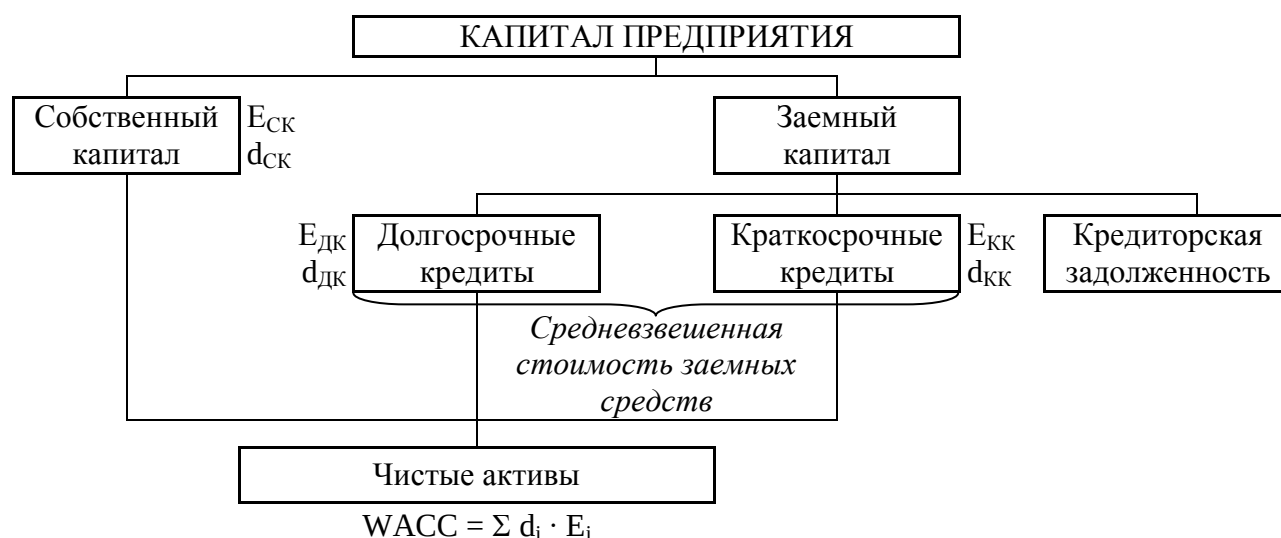
предприятия.

5. Динамика капитала предприятия является показателем эффективности его производственно-хозяйственной деятельности. Темпы роста собственного капитала характеризуют уровень формирования и эффективность распределения прибыли предприятия, а также его способность поддерживать финансовую устойчивость за счет внутренних источников.

Капитал предприятия характеризуется не только своей многоаспектной сущностью, но и многообразием обличей, в которых он выступает. Под общим понятием «капитал предприятия» понимаются самые различные его виды, характеризующиеся в настоящее время несколькими десятками терминов. Все это требует определенной систематизации используемых терминов.

Рассмотрим отдельные виды капитала предприятия в соответствии с приведенной их систематизацией по основным классификационным признакам.

1. **По принадлежности предприятию** выделяют (рис.1.5):



$E_{СК}$ – доходность (стоимость) собственного капитала

$E_{ДК}$ – стоимость долгосрочных кредитов

$E_{КК}$ – стоимость краткосрочных кредитов

$d_{СК}$ – доля собственного капитала в величине всего капитала предприятия

$d_{ДК}$ – доля долгосрочного кредита в величине всего капитала предприятия

$d_{КК}$ – доля краткосрочного кредита в величине всего капитала предприятия

WACC – средневзвешенная стоимость капитала предприятия

Рис. 1.5. Состав капитала предприятия и его характеристики

- собственный капитал, который характеризует общую стоимость средств предприятия, принадлежащих ему на правах собственности и используемых им для формирования определенной части его активов;
- заемный капитал, который характеризует привлекаемые для финансирования развития предприятия на возвратной основе денежные средства или другие имущественные ценности. Заемный капитал, в свою очередь, включает долгосрочный и краткосрочный кредиты и кредиторскую задолженность.

2. **По целям использования** различают
 - производительный капитал, который характеризует средства предприятия, инвестированные в его операционные активы для осуществления производственно-сбытовой деятельности;
 - ссудный капитал, представляющий ту его часть, которая используется в процессе инвестирования в денежные инструменты (краткосрочные и долгосрочные депозитные вклады в коммерческих банках), а также в долговые фондовые инструменты (облигации, векселя и т.п.);
 - спекулятивный капитал, характеризующий ту его часть, которая используется в процессе осуществления спекулятивных (основанных на разнице в ценах) финансовых операций.
3. **По формам инвестирования** выделяют
 - капитал в денежной форме (денежные средства, ссуды и кредиты, ценные бумаги и т.п.);
 - капитал в материальной форме (земельный участок, здания и сооружения, машины, механизмы и др.);
 - капитал в нематериальной форме (патенты, лицензии, технологии, квалификация работников и др.).
4. **По объекту инвестирования** различают
 - основной капитал, который характеризует часть используемого предприятием капитала, который инвестирован во все виды внеоборотных активов;
 - оборотный капитал, который характеризует часть, которая инвестирована во все виды оборотных активов предприятия.
5. **По форме нахождения в процессе кругооборота** выделяют
 - капитал в денежной форме;
 - капитал в производственной форме;
 - капитал в товарной форме.
6. **По формам собственности:**
 - частный капитал;
 - государственный капитал.
7. **По организационно-правовым формам деятельности:**
 - акционерный капитал (капитал предприятий, созданных в форме акционерных обществ);
 - паевой капитал (капитал партнерских предприятий – обществ с ограниченной ответственностью, коммандитных обществ и т.п.);
 - индивидуальный капитал (капитал индивидуальных предприятий – семейных и т.п.).
8. **По характеру использования в хозяйственном процессе:**
 - работающий капитал характеризует ту его часть, которая принимает непосредственное участие в формировании доходов и обеспечении операционной, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия;

– неработающий (или «мертвый») капитал характеризует ту его часть, которая инвестирована в активы, не принимающие непосредственного участия в осуществлении различных видов хозяйственной деятельности предприятия и формировании его доходов. Примером этого вида капитала являются средства предприятия, инвестированные в неиспользуемые помещения и оборудование; производственные запасы для продукции, снятой с производства; готовая продукция, на которую полностью отсутствует спрос покупателей в связи с утратой ею потребительских качеств и т.п.

9. По характеру использования собственниками:

– потребляемый («проедаемый») капитал после его распределения на цели потребления теряет функции капитала. Он представляет собой дезинвестиции предприятия, осуществляемые в целях потребления (изъятие части капитала из внеоборотных и оборотных активов в целях выплаты дивидендов, процентов, удовлетворения социальных потребностей персонала и т.п.);

– накапливаемый (реинвестируемый) капитал характеризует различные формы его прироста в процессе капитализации прибыли, дивидендных выплат и т.п.

10. По источникам привлечения:

- национальный (отечественный) капитал;
- иностранный капитал.

1.3. ПРЕДПРИЯТИЕ КАК ИМУЩЕСТВЕННЫЙ КОМПЛЕКС

Предприятие является объектом гражданских прав и рассматривается как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. В составе предприятия имеется движимое и недвижимое имущество. Но все предприятие в целом как имущественный комплекс признается НЕДВИЖИМОСТЬЮ.⁴

Предприятие как имущественный комплекс представляет собой совокупность имущества предприятия, отраженного в его балансе, а также элементов, которые не находят отражения в бухгалтерском балансе. К таким элементам относятся деловая репутация предприятия, устойчивые связи с потребителями, поставщиками, персонал предприятия, корпоративная культура, система управления, уровень квалификации, знания и опыт его работников и др. Принципиальная схема предприятия как имущественного комплекса представлена на рисунке 1.6.

⁴ ГК РФ, часть I, ст.132

ИМУЩЕСТВЕННЫЙ КОМПЛЕКС ПРЕДПРИЯТИЯ И ЕГО СОСТАВ

Наиболее важной внутренней информацией для оценки стоимости предприятия является содержание его имущественного комплекса. В этой связи возникает необходимость определения понятия «имущественный комплекс предприятия».

Законодательно состав имущественного комплекса предприятия закреплён Гражданским кодексом РФ,⁵ в соответствии с которым он включает:

- 1) все виды имущества, предназначенные для его деятельности (земельные участки, здания, сооружения, оборудование, сырьё, продукция и т.п.);
- 2) права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги (фирменное наименование, товарные знаки, знаки обслуживания);
- 3) права требования, долги и др. исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договором.



Рис. 1.6. Предприятие как имущественный комплекс

⁵ ГК РФ, часть 1, ст. 132, п. 2.

Однако в ГК РФ не приведен исчерпывающий состав имущественного комплекса, который должны определять субъекты предпринимательской деятельности, исходя из конкретной ситуации.

Состав элементов, подлежащих включению в имущественный комплекс предприятия, должен определяться в зависимости от следующих факторов: характер производственно-хозяйственной деятельности; технология и организация производственных, вспомогательных и управленческих процессов; развитость местной инфраструктуры; степень кооперированности с другими предприятиями, внешние условия функционирования и др.

Имущественный комплекс предприятия как объект оценки может быть рассмотрен с трех позиций: юридической, экономической и управленческой. При этом он одновременно отражает организационно-правовую форму собственности; имеет стоимостные, количественные и физические характеристики; выступает и как объект, и как субъект гражданских прав; является и товаром, и капиталом.

С юридической точки зрения, в состав имущественного комплекса предприятия включаются:

- все виды имущества, под которыми понимаются материальные и нематериальные объекты окружающего мира, обладающие некоторой полезностью или привилегиями. В свою очередь под материальным имуществом понимается совокупность движимого и недвижимого имущества, а под нематериальным – информация, результаты интеллектуальной деятельности, в том числе исключительные права на них (интеллектуальная собственность);
- имущественные права, к которым относятся субъективные права участников правоотношений, связанные с владением, пользованием и распоряжением имуществом, а также с теми материальными (имущественными) требованиями, которые возникают между участниками гражданского оборота по поводу распределения этого имущества и обмена;
- неимущественные права, являющиеся разновидностью прав, возникающих по поводу нематериальных активов.

Следует отметить, что не все объекты имущества могут быть отнесены к категории имущественного комплекса. Отнесение объектов имущества к имущественному комплексу предприятия определяется их общим назначением (в пределах целевых направлений деятельности предприятия), функциональной взаимосвязанностью и иерархической организованностью, обеспечивающими синергетический эффект в процессе их эксплуатации.

Примерный состав имущественного комплекса предприятия приведен в приложении 1.

Деловая репутация также может рассматриваться как отдельное специфичное имущество предприятия. Имущественный характер деловой репутации юридического лица проявляется в том, что это благо может быть

оценено в денежной форме, а также может быть передано другому субъекту. Это утверждение следует из анализа статей главы 54 ГК РФ о договоре коммерческой концессии, по которому в том числе и деловая репутация может быть передана в пользование другой стороны на определенный срок или бессрочно (ст.1027). Также ГК РФ содержит нормы о договоре простого товарищества (гл.55), вкладом по которому может быть деловая репутация (ст.1042), причем по соглашению между товарищами производится денежная оценка вклада.

С экономической точки зрения, имущественный комплекс может пониматься через такие категории, как активы (внеоборотные и оборотные) и пассивы (источники формирования активов), состав которых закреплён законодательно. Основу имущественного комплекса составляют активы предприятия, то есть имущество, которым владеет данное предприятие как обособленный объект хозяйствования. **Активы** (лат. activus – действенный, деятельный) – это хозяйственные ресурсы или средства, принадлежащие предприятию, использование которых должно принести ему экономические выгоды в будущем.

Именно активы предприятия следует отождествлять с основой имущественного комплекса предприятия по следующим причинам.

1. К активам относятся экономические ресурсы, которые полностью контролируются предприятием и представляют собой имущественные ценности, имеющие стоимостную оценку.

2. Понимание активов как экономических ресурсов предприятия, являющихся объектом управления и использующихся в процессе осуществления хозяйственной деятельности, определяет имущественный комплекс предприятия в соответствии с его хозяйственной направленностью, объемами производства и величиной финансовых результатов.

3. Активы предприятия как экономические ресурсы, генерирующие доход и характеризующиеся определенной результативностью, соответствуют определению имущественного комплекса как производственной категории, т.е. приносящей доход и включающей элементы, позволяющие потенциально получить его в будущем.

4. Активы предприятия, используемые в его хозяйственной деятельности, находятся в процессе постоянного оборота. Именно от оборачиваемости активов зависит способность имущественного комплекса к созданию денежного потока.

5. Участие имущественного комплекса в процессе производственно-хозяйственной деятельности определяется понятиями времени и риска, связанными с использованием активов предприятия, входящих в состав имущественного комплекса. Имеется в виду изменение стоимости владения, пользования и распоряжения имуществом в разные периоды производственно-хозяйственной деятельности и определение факторов риска, определяемых спецификой деятельности предприятия.

Таким образом, с экономической точки зрения, имущественный комплекс предприятия представляет собой совокупность активов предприятия (основных и оборотных фондов), обладающих стоимостью и обеспечивающих возможность получения предприятием доходов определенного уровня.

Управленческий аспект понятия имущественного комплекса предприятия исходит из управленческой концепции предприятия. Любое предприятие представляет собой сложную социотехническую систему. Глобальная цель управления любой системой состоит в обеспечении сохранности, устойчивости, развития этой системы в общих интересах входящих в нее элементов и связанных с ней других систем. Управление системой предполагает необходимость переработки социально-экономической информации и принятия на этой основе решений о целенаправленном воздействии на эту систему.

Система управления имущественным комплексом органически входит в состав общей системы управления предприятием. Таким образом, под управлением имущественным комплексом целесообразно понимать совокупность механизмов, принципов и методов реализации управленческих решений, направленных как на формирование имущественного комплекса предприятия, так и эффективное его использование в различных видах деятельности, с учетом интересов различных заинтересованных групп.

Таким образом, с управленческой точки зрения, имущественный комплекс можно понимать как целостную управляемую подсистему предприятия, участвующую в производственном и инвестиционном процессе для достижения целей собственников и неразрывно связанную в результате такого участия с категориями риска, доходности и времени.

Понятие имущественного комплекса предприятия как совокупности трех аспектов представлено на рисунке 1.7.

Классификация объектов имущественного комплекса предприятия

Имущественный комплекс имеет сложный комплексный состав. Законодательно в статье 132 ГК РФ установлен лишь примерный перечень элементов, входящих в состав имущественного комплекса предприятия. В значительной степени ответ на вопрос о составе имущественного комплекса предприятия может быть получен в процессе формирования научно-обоснованной классификации объектов имущественного комплекса.

Основной способ классификации объектов имущественного комплекса, используемый в современной экономической литературе, был заимствован отечественной теорией у германского гражданского права. Для стран с дуализмом гражданского права характерно деление вещей на материальные и нематериальные. Это применимо и для классификации состава имущества предприятия, в котором выделяются две группы элементов, каждый из которых

включает ряд однородных составляющих:

1. Материальные элементы – характеризуют имущественные ценности предприятия, имеющие материальную вещную форму:

- земельные участки;
- здания, помещения, сооружения;
- машины, механизмы, оборудование;
- производственные запасы и запасы готовой продукции и т.п.



Рис. 1.7. Понятие имущественного комплекса предприятия

2. Нематериальные элементы – характеризуют имущественные ценности предприятия, не имеющие вещной формы, но принимающие участие в хозяйственной деятельности и генерирующие прибыль:

- имущественные права (приобретенные предприятием права пользования отдельными природными ресурсами);
- исключительные права на результаты творческой деятельности (патентные права на использование изобретений, «ноу-хау», права на промышленные образцы и модели и т.п.);
- исключительные права в отношении средств, индивидуализирующих предприятие и его продукцию (товарный знак, торговая марка);
- исключительные права в отношении информации о деятельности предпри-

- ятия (права на использование компьютерных программных продуктов и т.п.);
- «гудвилл».

В настоящее время предлагается в рамках данного критерия классификации объектов имущественного комплекса предприятия в качестве самостоятельной группы рассматривать финансовые элементы (выведя их из состава материальных элементов). С этим можно согласиться, поскольку финансовые активы характеризуют имущественные ценности предприятия в форме наличных денежных средств, денежных и финансовых инструментов, принадлежащих предприятию. Это самостоятельная форма функционирования имущества предприятия, относительно легко трансформирующаяся в другие формы.

Первичным элементом в имущественном комплексе является имущественный объект (например, инвентарные объекты основных фондов), каждый из которых подлежит самостоятельному учету. Одним из основных моментов при корректном определении состава имущественного комплекса предприятия является построение научно обоснованной классификации объектов имущественного комплекса.

В литературе встречаются разнообразные признаки классификации объектов имущественного комплекса предприятия. Предлагается разделить их на две группы: инструментальные и управленческие. Инструментальные признаки классификации объектов имущественного комплекса предприятия позволяют однозначно определить объект управления, в то время как управленческие признаки позволяют сформировать границы его рассмотрения и выработать управленческие воздействия исходя из целей собственников и иных заинтересованных в деятельности компании сторон.

В таблице 1.1 приведена классификация имущественных объектов предприятия по основным признакам.

Таблица 1.1

Классификация имущественных объектов

Признак классификации	Вид имущественных объектов
Инструментальные признаки классификации	
Форма функционирования объекта	– материальные; – нематериальные; – финансовые
Характер имущества	– движимое; – недвижимое
Характер участия в хозяйственном обороте	– относимые к внеоборотным активам (основным средствам); – относимые к оборотным активам (оборотным средствам)
Характер участия в различных видах деятельности предприятия	– операционные активы; – инвестиционные активы

Признак классификации	Вид имущественных объектов
Управленческие признаки классификации	
Характер владения	– собственные (без или с обременением); – на праве хозяйственного ведения или оперативного управления; – полученные в аренду, лизинг, траст; – переданные в аренду, лизинг, траст; – безвозмездно используемые
По характеру источников формирования	– валовые активы; – чистые активы
Применяемость	– находящиеся в эксплуатации; – находящиеся в резерве (консервации); – находящиеся в запасе; – находящиеся в стадии утилизации (списания)
Полезность для предприятия	– используемые (полезные); – неиспользуемые, лишние (бесполезные)
Степень ликвидности	– абсолютно ликвидные активы; – высоколиквидные активы; – среднеликвидные активы; – низколиквидные активы; – неликвидные активы
Срок эксплуатации	– нормативное; – сверхнормативное
Специализация	– специализированное; – неспециализированное (универсальное)

Таким образом, имущественный комплекс представляет собой совокупность вещественных, финансовых и нематериальных активов предприятия (включая права собственности), обладающих стоимостью, функциональной взаимосвязанностью и иерархической организованностью, что обеспечивает синергетический эффект в процессе осуществления деятельности, определяемой целями создания предприятия.

1.4. ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВЫЕ ФОРМЫ ПРЕДПРИЯТИЙ

В настоящее время в России существуют различные организационно-правовые формы предприятий, а также частное предпринимательство.

Под **ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВОЙ ФОРМОЙ** предприятий понимается комплекс юридических, правовых и хозяйственных норм, определяющих характер, условия, способы формирования отношений между собственниками предприятия, а также между предприятием и внешними по отношению к нему субъектами хозяйственной деятельности и органами государственной власти.

Организационно-правовая система в России с 1 января 1995 г. формируется в соответствии с ГК РФ.⁶ Согласно ГК РФ, все предприятия в зависимо-

⁶ ГК РФ, часть 1, главы 4.1, 4.2, 4.3, 4.4.

сти от основной цели деятельности подразделяются на две группы: коммерческие – основной целью деятельности которых является получение прибыли; некоммерческие – извлечение прибыли для которых не является основной целью, и она не распределяется между участниками (фонды, союзы, общественные и религиозные организации, потребительские кооперативы).

Организационно-правовые формы предпринимательства различаются между собой в соответствии с определяющими признаками, к которым относятся: имущественные, финансовые, управленческие, учредительные, функциональные, организационные, правовые признаки. ГК РФ закрепил различные организационно-правовые формы хозяйствования коммерческих организаций (предприятий), представленные на рисунке 1.8.

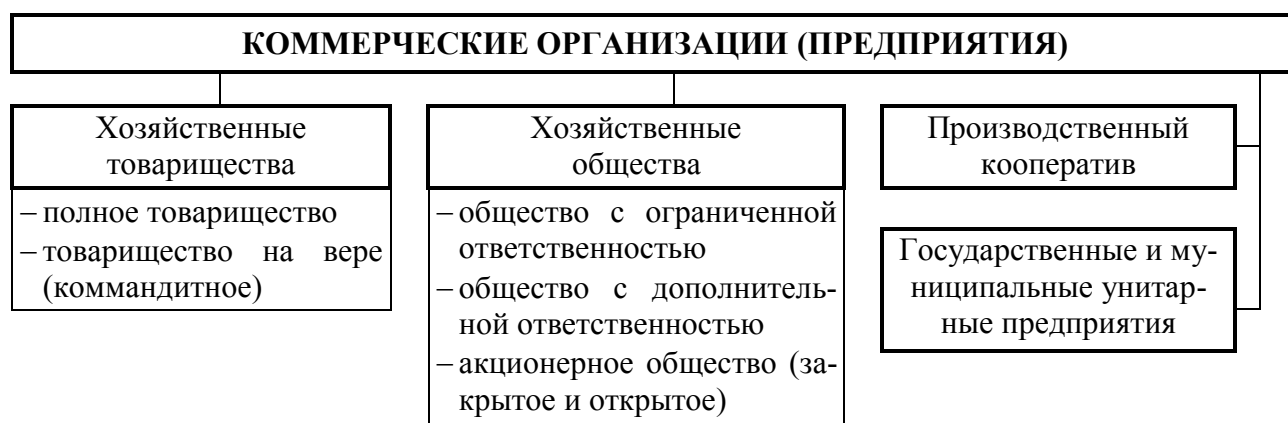


Рис. 1.8. Организационно-правовые формы предприятий

Товарищества (партнерства) – предприятия, возникающие на основе сложения капитала его участников и предполагающие непосредственное участие его членов в деятельности предприятия. Участники товарищества утрачивают право собственности на передаваемое в виде вкладов в предприятие имущество. Взамен они получают право на часть дохода, часть ликвидационной стоимости, а также на участие в управлении (число голосов пропорционально паям). Полученная прибыль делится между всеми соучредителями (совладельцами) пропорционально вносу каждого. Товарищества выступают в следующих формах: полное товарищество (товарищество с неограниченной ответственностью), товарищество с ограниченной ответственностью, смешанное (коммандитное) товарищество. Товарищества являются объединением лиц.

Хозяйственное общество – это коммерческая организация, уставный капитал которой формируется одним или несколькими лицами (юридическими, физическими) путем внесения ими своих долей. Выделяют четыре формы хозяйственных обществ: общество с ограниченной ответственностью, общество с дополнительной ответственностью, открытое акционерное общество и закрытое акционерное общество. Общества являются объединением капиталов.

Производственные кооперативы (артель) определяются как «добровольное объединение граждан на основе членства для совместной производствен-

ной или иной хозяйственной деятельности..., основанной на их личном труде и ином участии и объединении его членами имущественных паевых взносов».⁷ Имущество кооператива делится на пай его членов. Отличительная особенность кооперативов от других видов совместного предпринимательства состоит в обязательном трудовом участии его членов. Члены кооператива несут дополнительную ответственность по обязательствам кооператива и своим личным имуществом. Доходы кооператива распределяются в соответствии с трудовым участием члена кооператива. При выходе из кооператива член кооператива получает свой пай.

Государственные и муниципальные предприятия имеют, как правило, *форму унитарных предприятий*, т.е. коммерческой организации, не наделенной правом собственности на закрепленное за ней имущество. В отличие от акционерных обществ и товариществ, которые основаны на имуществе, принадлежащем им на правах собственности, закрепленное за государственными предприятиями имущество находится в их хозяйственном ведении или оперативном управлении. Имущество не делится на вклады, пай или доли, в том числе работников предприятия, поскольку оно целиком принадлежит собственнику-учредителю – государству или муниципалитету.

Наиболее распространенные формы коллективного предпринимательства – хозяйственные товарищества и хозяйственные общества. Согласно ГК РФ, хозяйственными товариществами и обществами признаются коммерческие организации с разделенным на доли (вклады) учредителей (участников) уставным (складочным) капиталом. Основные характеристики хозяйственных товариществ и обществ представлены в таблице 1.2.

Наибольшее распространение в российской практике получили такие организационно-правовые формы предприятий как общество с ограниченной ответственностью и акционерное общество.

Общество с ограниченной ответственностью (ООО) – хозяйственное общество, участники которого не отвечают по его обязательствам и несут риск лишь в пределах своих вкладов в уставный капитал. Учредителями ООО выступают одно или несколько лиц (юридических, физических). Отличие общества с дополнительной ответственностью (ОДО) от ООО состоит в том, что ответственность по обязательствам ОДО распространяется и на имущество учредителей, а не только на их вклады в уставный капитал. Кроме того, при наличии двух и более учредителей ОДО в действие вступает правовое положение об их субсидиарной ответственности по обязательствам общества.

Акционерные общества – форма организации предприятия на базе акционерной собственности, в которой предприниматель отделен от собственника и собственности и финансовая ответственность его ограничена. Акционерные

⁷ ГК РФ, часть 1, ст.107

общества позволяют юридическим и физическим лицам объединить свои капиталы для решения крупных хозяйственных задач, которые невозможно осуществить одному лицу вследствие ограниченности его капитала. Акционеры несут ответственность по обязательствам акционерного общества в пределах своего вклада (пакета принадлежащих им акций).

Таблица 1.2

Хозяйственные товарищества и общества

Форма	Ответственность участников	Уставный (складочный) капитал
Полное товарищество	Полные товарищи занимаются предпринимательской деятельностью от имени товарищества и несут ответственность принадлежащим им имуществом, включая личное	Складочный капитал разделен на доли (части). Если стоимость чистых активов станет меньше размеров складочного капитала, прибыль не распределяется, пока они не уравниваются
Товарищество на вере (коммандитное)	Участники-вкладчики не принимают участия в предпринимательской деятельности и несут риск убытков в пределах вкладов	
Акционерное общество	Участники не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков в пределах стоимости своих акций	Уставный капитал разделен на определенное число акций. Право выпуска акций принадлежит только АО
Общество с ограниченной ответственностью	Участники не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков в пределах стоимости своих вкладов	Складочный (уставный) капитал разделен на доли (вклады) определенных размеров
Общество с дополнительной ответственностью	Участники солидарно несут субсидиарную ответственность по обязательствам общества в одинаковом размере, кратном стоимости вклада	

Действующее российское законодательство определяет ряд особенностей, связанных с регулированием оборота имущества на предприятиях различных организационно-правовых форм, которые представлены в таблице 1.3.

Таблица 1.3

Особенности регулирования оборота имущества предприятия

Организационно-правовая форма предприятия	Особенности регулирования оборота имущества	Нормативно-правовая база оборота имущества
Полное товарищество	Полная субсидиарная ответственность всем общим и личным имуществом членов товарищества. Свободное обращение с долей имущества в складочном капитале. Выдача доли имущества (денежного эквивалента) из складочного капитала при выходе участника	ГК РФ, ст. 69, 399
Товарищество на вере (коммандитное)	Полные товарищи несут полную субсидиарную ответственность всем общим и личным имуществом членов товарищества. Участники-вкладчики отвечают только вкладом, который могут получить при выходе как долю в складочном капитале	ГК РФ, ст. 82-85

Окончание табл. 1.3

Организационно-правовая форма предприятия	Особенности регулирования оборота имущества	Нормативно-правовая база оборота имущества
Общество с ограниченной ответственностью	Право собственности на имущество общества принадлежит ему самому как юридическому лицу, имущество общества не образует объект долевой собственности участников. Предусматривается возможность определенной дополнительной субсидиарной ответственности личным имуществом участника обычно в размере, равном величине вклада в уставный капитал. При выходе участника по решению учредителей ему выдается его доля в уставном капитале в имущественной форме или выплачивается денежный эквивалент	ГК РФ, ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»
Акционерное общество	Имущество общества является совместной собственностью акционеров, выделение имущества не предусмотрено	ФЗ «Об акционерных обществах»
Производственный кооператив	Объединяются имущественные паи членов трудового коллектива и взносы финансовых участников, образуется неделимый фонд, который находится в общей совместной собственности. При выходе участника выплачивается его доля в паевом фонде и доля чистой прибыли. Неделимый фонд разделу или выделению не подлежит и может быть продан, разделен только при ликвидации кооператива	ФЗ «О производственных кооперативах»
Государственные и муниципальные унитарные предприятия	Государственное и муниципальное имущество закрепляется на праве полного хозяйственного ведения или оперативного управления. Распоряжение имуществом возможно только с согласия государственного или муниципального органа-учредителя	ГК РФ, ст.113, 295

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

1. Что такое «предприятие»? организационные формы предприятий?
2. Перечислите особенности предприятия как товара?
3. Какие особенности предприятия как объекта оценки вы знаете?
4. Что такое «бизнес»? Что является основой (содержанием) бизнеса?
5. Что такое «капитал»? Назовите характеристики капитала?
6. Перечислите виды капитала по принадлежности предприятию?

2. ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ

2.1. Понятие и виды стоимости предприятия

Текущее состояние предприятия как системы в каждый момент времени можно описать с помощью ряда параметров. Экономическая составляющая предприятия (бизнеса) характеризуется следующими параметрами: объем продаж, доходы, расходы, прибыль, денежные потоки, величина активов, размер обязательств, уровень зарплаты, уплачиваемые налоги и др.

Для оценки деятельности предприятия с точки зрения выбранной цели используют некоторые критерии. Критерий можно определить как расстояние от текущего состояния, в котором находится предприятие, до состояния, выбранного в качестве цели. Как правило, критерием является показатель, сконструированный или выбранный из системы финансово-экономической деятельности предприятия.

В современном анализе для оценки состояния предприятия применяется множество аддитивных и относительных показателей: рентабельность (продаж, производства, активов, собственного капитала и др.), отдача (фондоотдача, материалоотдача, зарплатоотдача и т.п.), емкость (фондоемкость, материалоемкость, затратноемкость и др.), стоимость и др. Каждый из них может быть положен в основу критерия оценки. Выбор вида критерия определяется решаемой задачей, поэтому утверждение о превосходстве одного критерия над другим некорректно. Решение одних задач требует применение одного критерия (например, прибыли от реализации), других – другого (например, рентабельности). Однако существует критерий, позволяющий учесть цели всех сторон, заинтересованных в деятельности предприятия.

Рассмотрим очередность осуществления предприятием платежей из доходов (выручки) и удовлетворения интересов его участников (рис.2.1).

Полученная предприятием выручка от реализации продукции расходуется в первую очередь на оплату счетов поставщиков используемых в процессе производства материальных ресурсов (сырье, полуфабрикаты, энергия и т.п.). В первую очередь должны возмещаться и амортизационные отчисления, возмещающие расходы предприятия на формирование основных фондов. Далее предприятие рассчитывается с работниками, позволяя персоналу реализовать их материальные цели. Затем выплачиваются проценты (финансовые издержки) кредиторам за предоставленные финансовые ресурсы. В предпоследнюю очередь выплачиваются налоги и обязательные платежи государству. Оставшаяся часть средств в виде чистой прибыли поступает в распоряжение собственников, которые могут использовать их для выплаты дивидендов и реинвестировать в модернизацию и расширение производства.

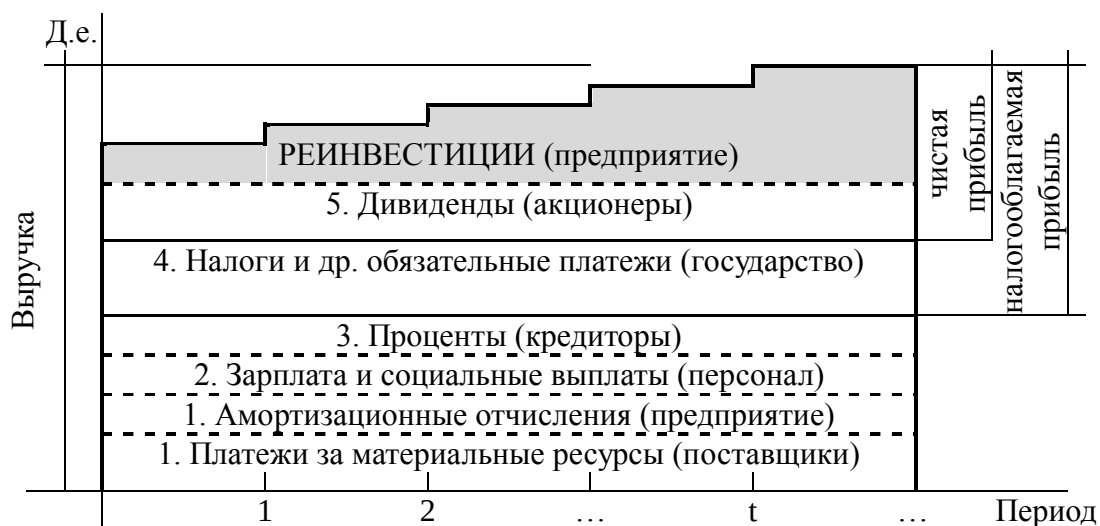


Рис. 2.1. Распределение доходов предприятия

Таким образом, денежные средства акционеров (собственников) в виде чистой прибыли формируются по остаточному принципу. Поэтому при существующей очередности удовлетворения требований к предприятию со стороны участников собственник, будучи последним в этой очереди, становится самой заинтересованной стороной в успешности бизнеса, поскольку при неэффективной деятельности ему ничего не останется. Как следствие, целью существования бизнеса является максимальное удовлетворение интересов собственников.

Рассмотрим, что может быть критерием оценки соответствия текущего состояния предприятия его целевому состоянию. В работе Е.А. Егерев [10, с.22-28] выявляются преимущества и недостатки использования ряда показателей (выручка, прибыль, рентабельность активов, рентабельность продаж, стоимость бизнеса и их динамика) в качестве критериев и доказывається преимущество использования показателя «стоимость предприятия» для оценки эффективности его деятельности.

При оценке стоимости предприятия следует различать понятия «стоимость», «цена» и «затраты».

Показатель стоимости считается важнейшей комплексной характеристикой результатов деятельности предприятия, но при этом понятие «стоимость» является неоднозначным и требует пояснений. Проблема формирования стоимости предприятия связана с трактованием категории «стоимость», которая исследуется учеными-экономистами на протяжении столетий. При этом множество разработанных концепций не дают однозначной модели формирования стоимости предприятия. Экономисты-теоретики обосновали несколько концепций стоимости (ценности).

1. **Трудовая теория стоимости** (У. Петти, А. Смит, Д. Риккардо, К. Маркс и др.), в соответствии с которой разнородные продукты рыночного об-

мена имеют одинаковое внутреннее содержание – стоимость. Поэтому они могут приравняться друг к другу в определенной меновой пропорции. Стоимость товара создается общественным трудом товаропроизводителей и определяется количеством общественно необходимого времени, затраченного на его производство. Вследствие этого стоимость является величиной объективной. Цена в этом случае представляет собой денежное выражение стоимости.

2. Теория предельной полезности (*Ю. Менгер, Ф. Визер, О. Бем-Баверк и др.*) дает объяснение стоимости (ценности) и цены товаров с позиции экономической психологии покупателя, потребителя полезных вещей. Согласно этой теории, ценность товаров определяется их предельной полезностью с точки зрения субъективных оценок способности товара к удовлетворению человеческих потребностей. Предельная полезность какого-либо товара обозначает пользу, которую приносит последняя единица этого товара, потреблённая из совокупности множества аналогичных товаров. По мере постепенного удовлетворения потребностей субъекта полезность очередной единицы товара падает. Субъективная стоимость – это личная оценка товара потребителем и продавцом; объективная же ценность – это меновые пропорции, цены, которые формируются в ходе конкуренции на рынке. При этом редкость товара объявляется фактором стоимости.

3. Теория спроса и предложения (*Ж.-Б. Сэй, Г.Д. Маклеод, А. Маршал, Л. Вальрас и др.*) сводится к отождествлению стоимости с меновыми пропорциями, или ценами, которые якобы всецело определяются соотношением спроса и предложения некоторого товара в каждый момент времени. Эта теория не считает производство главной сферой экономических отношений, решающее значение она придает отношениям обмена. Однако она не в состоянии объяснить, чем определяются цены товаров в случае равенства спроса и предложения. К тому же, спрос и предложение сами зависят от уровня цен. Таким образом, получается порочный круг: движение цен объясняется изменением соотношения спроса и предложения, а изменение спроса и предложения – колебанием цен.

4. Теория издержек производства (*Р. Торренс, Дж. Мак-Куллох, Дж.С. Милль и др.*) утверждает, что при данном соотношении спроса и предложения цены товаров определяются издержками производства. При этом авторы этой теории понимали издержки производства по-разному. Так, Р. Торренс, Дж.С. Милль и др. трактовали их как сумму денежных затрат капиталиста на покупку средств производства и труда (рабочей силы), израсходованных при производстве товара. Но такие издержки представляют собой не что иное, как сумму цен закупленных капиталистом факторов производства (машин, сырья, материалов, рабочей силы и т.п.). Некоторые экономисты этой школы искали другие пути объяснения стоимости товара. Например, Дж. Милль полагал, что стоимость создается не только живым, но и прошлым (овеществленным) тру-

дом. А Дж. Мак-Куллох считал, что в создании стоимости наравне с человеческим трудом участвует «труд» рабочего скота, машин, сил природы. Здесь теория издержек производства вплотную примыкает к теории трех факторов производства.

5. Теория факторов производства (Ж.-Б. Сэй, Дж. Кларк, Дж. Гэлбрейт и др.), согласно которой в создании стоимости участвуют три фактора: труд, капитал (под которым понимаются средства производства) и земля. Каждый фактор создает соответствующую часть стоимости, и владельцу каждого из них «вменяется» своя доля дохода: рабочему – заработная плата, владельцу капитала – прибыль, а землевладельцу – земельная рента. Одно из важнейших современных дополнений к этой теории состоит в том, что выделяется особый, четвертый фактор производства – предпринимательские способности и навыки.

Таким образом, категория «стоимость» в экономической науке рассматривается с двух сторон: во-первых, как мера эквивалентного обмена; во-вторых, как мера полезности (ценности). Понятие «стоимость» связано со стадией обмена.

«СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ» – это денежная сумма, которую гипотетический покупатель будет готов заплатить за оцениваемое предприятие. Стоимость представляет ожидаемую цену, которая должна быть результатом определенных условий (сделки). Таким образом, оцениваемая стоимость – показатель прогнозный, вероятностный. Стоимость является **оценочным суждением**, выносимым на основе доступной информации и применимых методов выполнения расчетов.

В оценке предприятия определяются разные виды стоимостей, которые необходимы в силу различных потребностей и функций. Поэтому одно и то же предприятие на одну и ту же дату оценки может обладать разной стоимостью в зависимости от цели оценки и методов определения стоимости.

В соответствии с классической политэкономией, стоимость предприятия, как и любого товара, имеет **две формы проявления**.

1. Стоимость в обмене (меновая стоимость) – это расчетная (гипотетическая, предполагаемая) денежная сумма, которую потенциальные покупатель и продавец могут считать достаточной для обмена на оцениваемое предприятие в результате моделируемой оценщиком коммерческой сделки в конкретный момент времени (дата оценки). То есть это стоимость, которая будет преобладать на свободном, открытом и конкурентном рынке на основе равновесия спроса и предложения. Это стоимость объективная, так как определяется реальными экономическими факторами. Формы стоимости в обмене: рыночная, ликвидационная, страховая, арендная, залоговая, утилизационная.

2. Стоимость в пользовании (потребительская стоимость) – это денежная сумма, соответствующая уровню полезности предприятия для его собственника или конкретного пользователя, которые не собираются выставлять его на

продажу, то есть она отражает намерения, не связанные с куплей-продажей, сдачей в аренду и т.п. Стоимость в использовании основана на эффективности его использования (в форме дохода, полезности или удобств). Она носит субъективный характер и относится к нерыночной сфере. Формы стоимости в использовании: инвестиционная, балансовая, налогооблагаемая, внутренняя (фундаментальная).

Виды (стандарты) стоимостей предприятия.

Существуют разнообразные точки зрения на установление видов стоимости предприятия (бизнеса). Рассмотрим основные из них.

В соответствии с ФСО №2,⁸ выделяются четыре вида стоимости.

Рыночная стоимость – наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

☒ *Возможность отчуждения на открытом рынке означает, что объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов, при этом срок экспозиции объекта на рынке должен быть достаточным для привлечения внимания достаточного числа потенциальных покупателей.*

Разумность действий сторон сделки означает, что цена сделки – наибольшая из достижимых по разумным соображениям цен для продавца и наименьшая из достижимых по разумным соображениям цен для покупателя.

Полнота располагаемой информации означает, что стороны сделки в достаточной степени информированы о предмете сделки, действуют, стремясь достичь условий сделки, наилучших с точки

⁸ ФСО № 2. Цели оценки и виды стоимости / Приказ Минэкономразвития России № 255 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4457 (04 сентября)

зрения каждой из сторон, в соответствии с полным объемом информации о состоянии рынка и объекте оценки, доступным на дату оценки.

Отсутствие чрезвычайных обстоятельств означает, что у каждой из сторон сделки имеются мотивы для совершения сделки, при этом в отношении сторон нет принуждения совершить сделку.

Инвестиционная стоимость – стоимость для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки. В отличие от определения рыночной стоимости, учет возможности отчуждения по инвестиционной стоимости на открытом рынке не обязателен.

Ликвидационная стоимость – расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества. При определении ликвидационной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учитывается влияние чрезвычайных обстоятельств, вынуждающих продавца продавать объект оценки на условиях, не соответствующих рыночным.

Кадастровая стоимость – определяемая методами массовой оценки или индивидуально для конкретного объекта оценки рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки. Кадастровая стоимость определяется оценщиком, в частности, для целей налогообложения.

В МЕЖДУНАРОДНЫХ СТАНДАРТАХ ОЦЕНКИ (МСО-2011)⁹ предлагаются следующие виды стоимости:

Рыночная стоимость – это расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен актива на дату оценки между заинтересованным покупателем и заинтересованным продавцом в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон действовала бы, будучи хорошо осведомленной, расчетливо и без принуждения.

Инвестиционная стоимость – это стоимость актива, рассматриваемого в качестве отдельной инвестиции или предназначенного для использования в операционных (хозяйственных) целях его собственника или будущего собственника. Инвестиционная стоимость отражает обстоятельства и финансовые цели того субъекта, для которого будет производиться оценка, и очень часто она используется для измерения эффективности инвестиций.

⁹ Международные стандарты оценки 2011 / пер. с англ. под ред. Г.И. Микерина, И.Л. Артеменкова. – М: Российское общество оценщиков, 2013. – 188 с.

Справедливая стоимость – это расчетная цена при передаче активов или обязательств между конкретными осведомленными и заинтересованными сторонами, которая отражает соответствующие интересы каждой из сторон. Справедливая стоимость предполагает определение цены, которая оказалась бы справедливой для двух конкретных сторон сделки с учетом соответствующих преимуществ или негативных последствий, которые каждая из сторон получит от сделки.

Специальная стоимость – это сумма, которая отражает определенные характеристики активов, имеющие стоимость только для специального покупателя.¹⁰ Специальная стоимость может возникнуть, когда актив обладает характеристиками (физическими, географическими, экономическими, юридическими), которые делают его более привлекательными для конкретного покупателя, чем для любого другого покупателя на рынке.

Синергетическая стоимость – это дополнительный элемент стоимости, создаваемый за счет сочетания двух и более активов или имущественных прав, когда объединенная стоимость оказывается выше, чем сумма стоимостей, взятых в отдельности.

В учебной и научной литературе встречаются разнообразные мнения по поводу видов стоимости предприятия. На основе изучения точек зрения специалистов в области оценки [1, 4, 20, 31 и др.] в учебном пособии предлагается классификация видов стоимости предприятия (бизнеса) по ряду признаков.

КЛАССИФИКАЦИЯ ВИДОВ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.

I. По методологии определения величины стоимости.

1. Экономические (рыночно-ориентированные) виды стоимости – определяются только экономическими интересами и закономерностями; отражают взгляды рынка на выгоды, получаемые настоящими или потенциальными собственниками предприятия на дату оценки. Экономическая стоимость в обмене создается и поддерживается за счет взаимодействия факторов, которые характерны для любого товара. К таким факторам относятся: полезность, дефицитность, платежеспособный спрос, возможность отчуждения.

2. Нормативные (социально-ориентированные) виды стоимости – рассчитываются для рыночных условий, но по правилам, которые устанавливаются государственными, муниципальными, ведомственными органами управления, учитывающими интересы этих органов. Эти виды стоимости определяются с учетом пользы (выгоды, ущерба), получаемой обществом в целом (например, с

¹⁰ Специальный покупатель – конкретный покупатель, для которого конкретный актив обладает специальной стоимостью из-за преимуществ, возникающих за счет обладания им, но не доступных другим покупателям на рынке.

учетом экологического ущерба, социальных результатов и т.п.).

II. По степени рыночности.

1. Рыночная стоимость (см. определения выше).

2. Обоснованная рыночная стоимость – стоимость, характерная для данного вида предприятия (бизнеса) на конкурентном и открытом рынке. Ее расчет предполагает, что оценка предприятия (бизнеса) производится на основе информации, равнодоступной для любого гипотетического участника рынка (продавца, покупателя, инвестора и т.п.). Деловые возможности потенциальных инвесторов считаются одинаковыми и неограниченными. Этот вид стоимости применяется в мировой практике для определения налогооблагаемой базы по налогу на имущество.

3. Обоснованная стоимость – это стоимость акций неконтрольного пакета.¹¹ Ее расчет предполагает оценку предприятия (бизнеса) на основе информации, равнодоступной для конкретного покупателя и конкретного продавца. При этом считается, что их деловые возможности также одинаковы. Различия между обоснованной стоимостью и обоснованной рыночной стоимостью состоит в учете скидки на неконтрольный пакет акций.

4. Стоимость предприятия с ограниченным рынком – стоимость предприятия, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи предприятия (ОАО), свободно обращающегося на рынке.

5. Нерыночная стоимость (нормативно рассчитываемая стоимость) имеет место, когда ее расчет должен выполняться по методикам и нормативам, утвержденным соответствующими органами управления (например, при исчислении налогов, госпошлин, страховых взносов, штрафов и др.).

III. С точки зрения системы бухгалтерского учета.

1. Балансовая стоимость – затраты на строительство или приобретение активов предприятия, числящихся на балансе собственника:

- первоначальная стоимость – стоимость на момент ввода актива в эксплуатацию до момента первой переоценки или реконструкции и модернизации;
- восстановительная стоимость – стоимость воспроизводства ранее созданного актива в современных условиях (в текущих ценах).

2. Остаточная стоимость (ОС) – балансовая стоимость (первоначальная или восстановительная) с учетом накопленного износа:

$$ОС = БС - И, \quad (2.1)$$

где И – накопленная за период эксплуатации сумма износа, д.е.

¹¹ В США обоснованная стоимость – это установленный законом стандарт стоимости, используемый для защиты интересов мелких акционеров, имеющих на руках неконтрольные пакеты акций.

IV. В зависимости от порядка учета затрат.

1. Стоимость замещения – сумма затрат на создание предприятия, аналогичного объекту оценки, рассчитанных по рыночным ценам, действующим на дату оценки, с учетом накопленного износа предприятия (бизнеса). Этот вид стоимости широко используется в сфере страхования.

2. Стоимость воспроизводства – сумма затрат на создание предприятия, идентичного объекту оценки, рассчитанных по рыночным ценам, действующим на дату оценки, с учетом накопленного износа предприятия (бизнеса). В этом случае воспроизводится тот же функциональный износ объекта, недостатки в конструктивных, объемно-планировочных, архитектурных и др. решениях, которые имелись у оцениваемого предприятия.

V. В зависимости от перспектив развития предприятия.

1. Стоимость действующего предприятия – стоимость предприятия как системы (единого целого), а не какой-либо его части. Оценка действующего предприятия предполагает, что бизнес имеет благоприятные перспективы развития, поэтому можно ожидать сохранения предприятия как системы, а ценность системы обычно больше, чем простая сумма стоимостей отдельных элементов (рис.2.2).

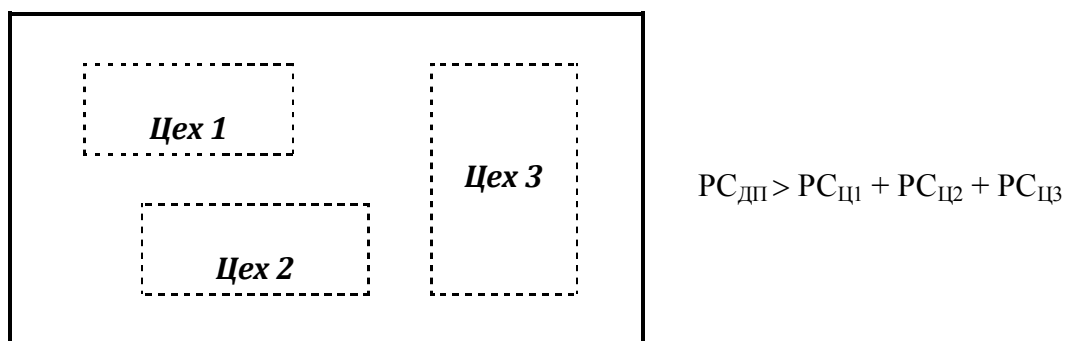


Рис. 2.2. Формирование стоимости действующего предприятия

Таким образом, если нужно оценить стоимость предприятия как действующего, недостаточно сложить стоимости его отдельных элементов. Нужно иметь в виду целый ряд факторов, которые повышают стоимость предприятия как системы: организацию производства и труда, систему управления, ноу-хау в технологии и т.п.

2. Ликвидационная стоимость предприятия (стоимость при вынужденной продаже) определяется, если предполагается закрытие предприятия и реализация активов по отдельности. Это денежная сумма, которая реально может быть получена от продажи предприятия в сроки, слишком короткие для проведения адекватного маркетинга в соответствии с определением рыночной стоимости. Это стоимость предприятия, которое после совершения сделки будет распродано по частям. При определении ликвидационной стоимости учитываются все затраты, связанные с ликвидацией предприятия. Оценка ликвидационной

стоимости предприятия имеет место, например, при его принудительной ликвидации вследствие банкротства и открытой распродаже активов на аукционе.

$$ЛС = В - И_{л}, \quad (2.2)$$

где В – выручка от реализации активов предприятия на рынке, д.е.;

$И_{л}$ – издержки по ликвидации предприятия (юридические, административные, бухгалтерские, аудиторские, комиссионные и др.), д.е.

VI. В зависимости от ситуации оценки

1. Инвестиционная стоимость – это величина стоимости предприятия для инвестора или группы инвесторов. Она предполагает оценку предприятия (бизнеса), исходя из информированности конкретного инвестора (покупателя или продавца) о его имуществе и рыночных перспективах. Деловые возможности конкретных инвесторов индивидуальны и различаются, поэтому инвестиционная стоимость определяется на основе индивидуальных требований каждого инвестора к инвестициям. Согласно этому стандарту, оценка одного и того же предприятия (бизнеса) для разных потенциальных инвесторов будет различной. Инвестиционная стоимость отличается от рыночной стоимости прогнозной оценкой будущей доходности, степенью риска, ставками налогообложения (если инвестор имеет льготы по налогам) и др. Как правило, инвестиционная стоимость выше рыночной стоимости.

2. Внутренняя (фундаментальная) стоимость предприятия представляет собой аналитическую оценку стоимости предприятия, основанную на детальном анализе существующего финансового и технико-экономического состояния предприятия и предполагаемых внутренних возможностей его развития в будущем. Она предполагает оценку предприятия (бизнеса) сторонним независимым оценщиком на основе его собственной информированности и представлений о деловых возможностях инвестора. Оценщик должен быть независим от заинтересованных в оценке сторон (покупателя и продавца предприятия).

Определение внутренней стоимости предполагает учет благоприятных (или неблагоприятных) перспектив развития предприятия, эффект целостности системы, при которой ценность целого обычно выше, чем простая сумма стоимостей отдельных элементов. Внутренняя стоимость предприятия зависит не от целей конкретного инвестора (как при определении инвестиционной стоимости), а от объективного аналитического заключения независимого эксперта-оценщика о перспективах развития предприятия. Внутренняя стоимость зависит от следующих факторов:

- стоимости активов предприятия (хотя при оценке предприятия как действующего они отдельно не оцениваются);
- наиболее вероятной будущей прибыли предприятия в течение прогнозного периода;
- вероятных будущих темпов роста чистого дохода предприятия в остаточ-

ный (постпрогнозный) период.

Рассмотрение этих факторов осуществляется в процессе фундаментального анализа, когда определяется ожидаемый чистый доход предприятия и анализируются структура капитала, качество управления, квалификация рабочих и др. факторы. Анализ этих факторов и позволяет оценить внутреннюю стоимость предприятия. Этот стандарт стоимости предполагает, что предприятие (бизнес) должно быть оценено всеми возможными подходами к оценке с выведением итоговой величины стоимости.

На развитом фондовом рынке различают курсовую (рыночную) и внутреннюю стоимость акций. Внутренняя стоимость акции – это стоимость, которой она должна и будет обладать, когда другие инвесторы получают информацию о предприятии, которую имеет оценщик данного предприятия. Она определяется на основе внутренней стоимости предприятия. Если курсовая стоимость акций предприятия ниже внутренней, акции выгодно покупать, если курсовая стоимость акции выше внутренней – акции следует продать. Внутренняя стоимость предприятия – наиболее реальная и точная оценка его стоимости.

3. Справедливая стоимость – это расчетная денежная сумма, на которую может быть обменено предприятие на дату оценки в результате коммерческой сделки между заинтересованными покупателем и продавцом, когда стороны

- действуют компетентно, расчетливо и без принуждения, располагая всей необходимой информацией;
- принимают решение в своих интересах, исходя из условия наиболее эффективного использования, но (в отличие от рыночной стоимости) без позиционирования предприятия на открытом рынке.

Справедливая стоимость как согласованная цена сделки может отражать определенные преимущества или неудобства владения предприятием для вовлеченных в сделку сторон, а не для рынка в целом.

4. Специальная стоимость – стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости. К специальной стоимости относится сумма, превышающая рыночную стоимость и отражающая определенные свойства предприятия, имеющие ценность только для специального покупателя. Эти свойства могут включать физические, географические, экономические или юридические характеристики предприятия.

5. Синергетическая стоимость – стоимость, дополнительная по отношению к рыночной стоимости, которая может возникнуть вследствие физической, функциональной или экономической связи оцениваемого предприятия с другими объектами гражданских прав. Она может возникнуть при комбинации двух и более активов при создании нового актива, который имеет бóльшую стоимость, чем простая сумма стоимостей единичных активов.

6. Залоговая стоимость – стоимость объекта оценки, которую кредитор надеется получить при его продаже на рынке в случае неплатежеспособности собственника. Оценивается при определении величины ссуды под залог объекта оценки. Как правило, совпадает с рыночной стоимостью, хотя это равенство может нарушаться.

7. Страховая стоимость – это стоимость, которая является базой для определения размера возмещения ущерба (страховой суммы) при наступлении страхового случая и расчета страховых взносов (страховых премий), которые уплачиваются страхователем (собственником объекта или его представителем) страховой компании (страховщику). По ГК РФ страховая сумма не должна превышать величину «действительной стоимости», а в Федеральном законе «Об оценочной деятельности» «действительной» признается рыночная стоимость.

8. Утилизационная стоимость – денежная сумма, на которую может быть обменен на дату оценки данный объект, представленный как совокупность содержащихся в нем физически или функционально изношенных элементов (в том числе нематериальных) и материалов. Утилизационная стоимость определяется оценщиком при отсутствии возможности полезного использования объекта оценки в существующих рыночных условиях, по окончании срока полезного использования этого объекта, а также при наличии существенных повреждений, если дальнейшее использование объекта оценки по назначению невозможно или экономически нецелесообразно.

Взаимосвязь между целью оценки и видом стоимости предприятия, используемой для оценки, приведена в таблице 2.1.

Таблица 2.1

Взаимосвязь между целью оценки и видом стоимости предприятия

Цель оценки	Вид стоимости
Определение предполагаемой цены продажи (покупки) предприятия	рыночная
Определение целесообразности инвестиций (инвестиционной привлекательности)	инвестиционная
Обеспечение привлечения кредита	залоговая
Оценка имущества в целях налогообложения	налогооблагаемая (рыночная)
Определение суммы покрытия по страховому договору	страховая
Возможная ликвидация (частичная или полная) действующего предприятия	ликвидационная

В ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЯ ИСПОЛЬЗУЮТСЯ ТРИ ФОРМЫ СТОИМОСТИ:

- а) реальная стоимость (стоимость чистых активов) – стоимость имущества предприятия, определенная суммированием стоимости его составных частей: земельный участок, здания, сооружения, оборудование, производственные запасы и др.;

- b) капитализированная стоимость – стоимость, которой обладает предприятие с учетом будущих прибылей. При определении капитализированной стоимости за основу берется прибыль, полученная в последние годы, а также ожидаемая в будущем;
- c) ликвидационная стоимость.

При оценке стоимости предприятия (бизнеса) необходимо учитывать следующие положения.

1. «Стоимость» представляет не фактический показатель, а оценочное суждение, являющееся результатом оценочных расчетов, выполненных на основе определенной информации в соответствии с методологией того или иного подхода.

2. В зависимости от цели оценки, вида стоимости, использованных подходов и т.п. в один и тот же момент времени предприятие (бизнес) может иметь несколько различных значений стоимости.

3. В каждый момент времени у предприятия (бизнеса) и каждого его элемента объективно существует так называемая «истинная» стоимость, равная сумме чистых денежных потоков за весь период существования оцениваемого предприятия (бизнеса), дисконтированных по ставке дисконта, отражающей риски отклонения реальных денежных потоков от прогнозируемых.

4. Стоимость предприятия (бизнеса) определяется на конкретный момент времени – дату оценки.

5. Стоимость предприятия (бизнеса) с течением времени изменяется. Изменение стоимости может произойти как вследствие изменений во внутренней среде объекта оценки, так и из-за изменений в отрасли, в региональной, национальной и даже мировой экономике.

Денежным выражением стоимости является цена. Цену можно определить как количество денег, в обмен на которые товаропроизводитель (продавец) готов передать (продать) единицу товара. Понятие «цена» связано со стадией обмена.

«ЦЕНА ПРЕДПРИЯТИЯ» – это денежная сумма, которая была заплачена за предприятие в результате состоявшейся сделки при конкретных обстоятельствах. То есть цена – это фактический показатель, указывающий, какую сумму покупатель заплатил, а продавец получил в соответствии с условиями сделки. Это показатель ретроспективный, достоверный.

Вследствие финансовых возможностей, мотивов, особых интересов конкретного покупателя и продавца или других субъективных факторов цена предприятия может отличаться от рассчитанной стоимости. Однако цена обычно является индикатором стоимости, для предприятия покупателем или продавцом при конкретных обстоятельствах.

Затраты соотносятся с производством, а не с обменом, и не являются

синонимом понятий «стоимость» или «цена». **ЗАТРАТЫ** – это мера издержек, денежная сумма, необходимая для создания (организации) предприятия. Издержки представляют собой либо ретроспективный факт, либо текущую смету. Когда процесс формирования предприятия завершается, затраты становятся фактом.

Цена связана с затратами, поскольку денежная сумма, уплаченная покупателем за предприятие, становится для него затратами на его приобретение.

Затраты влияют на рыночную стоимость предприятия, но однозначно ее не определяют (рис.2.3).

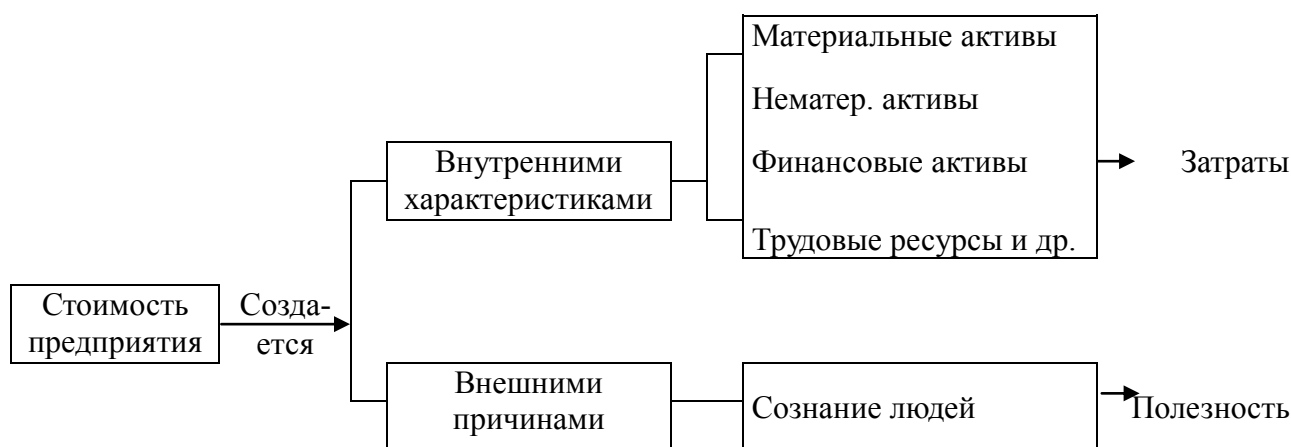


Рис. 2.3. Концепция стоимости

В зависимости от восприятия рынком полезности затрат на формирование предприятия они могут найти или не найти отражение в его рыночной стоимости, т.е. вследствие ряда факторов (например, потребность покупателя, наличие равноценных объектов, активность фондового рынка и др.) затраты могут быть выше или ниже стоимости на дату оценки.

2.2. Показатели деятельности предприятия, отражающие процесс создания стоимости

Переход к управлению предприятием на основе концепции управления стоимостью основывается на следующих компонентах:

- стоимостной идеологии, основанной на целенаправленной и заинтересованной деятельности высшего руководства предприятия по созданию и увеличению стоимости для акционеров, умении принимать даже непопулярные решения, если они способствуют наращиванию стоимости в долгосрочной перспективе;

- факторах создания стоимости, которые характеризуют деятельность, влияющую на результативность стратегии увеличения стоимости. Стоимостные факторы охватывают все направления деятельности компании и выража-

ются с помощью финансовых и нефинансовых показателей – ключевых показателей эффективности (п.3.1);

- системе измерения стоимости.

Рассмотрим систему измерения стоимости предприятия. Построение этой системы предполагает принятие трех взаимосвязанных решений:

1. Решение о выборе модели оценки ценности (стоимости). Это решение предопределяет общую философию оценки создания ценности для собственников (акционеров). Модель, выбираемая предприятием для оценки ценности в рамках концепции ценностно-ориентированного менеджмента, должна соответствовать ряду критериев. В качестве таких критериев можно выделить два основных: достоверность и применимость (приемлемость) модели.

Критерий достоверности означает, что модель должна правдиво отражать экономические процессы создания фундаментальной ценности в долгосрочном и в краткосрочном планах. Достоверность модели в долгосрочном плане определяется тем, насколько хорошо связаны друг с другом фундаментальные оценки собственного капитала, полученные при применении той или иной модели оценивания, с рыночными оценками. Модель является достоверной в краткосрочном плане, если дисконтируемый показатель отражает процесс создания ценности в отчетном периоде и поэтому может быть признан в качестве периодического показателя финансовых результатов деятельности организации.

Критерий применимости (приемлемости) определяет, насколько та или иная модель оценивания может служить инструментом управления компанией. Указанный критерий непосредственно связан со вторым из решений.

2. Решение о выборе периодического показателя результатов деятельности (одного или комплекса таких показателей). Это решение «переводит» общую философию оценки в практическую плоскость, отвечая на вопрос, хорошо или плохо «сработало» предприятие в целом за отчетный период, была ли фактически создана новая ценность для акционеров в течение отчетного периода или нет. При этом выбранный предприятием основной периодический показатель предопределяет не только систему оценки прошлых результатов деятельности, но и используется:

- для постановки конкретных финансовых целей на будущее и для контроля их исполнения;
- как основной итоговый показатель планирования и бюджетирования;
- как один из критериев для принятия решений по поводу выбора стратегий развития бизнеса, развития бизнес-портфеля организации, осуществления новых инвестиций и т. п.;
- как показатель, лежащий в основе системы мотивации и вознаграждения персонала.

3. Решение о «доведении» выбранного основного показателя (либо комплекса показателей) результатов деятельности до отдельных структурных подразделений через построение системы драйверов создания ценности.

Третье решение делает систему измерения и, соответственно, управления всеобщей ценностью, пронизывающей все ее звенья. Мало сказать операционному менеджеру, что необходимо создавать новую ценность для акционеров. Такая цель будет восприниматься операционным менеджером совершенно абстрактно, безотносительно к нему лично. Более того, также может восприниматься и принятый организацией основной периодический показатель результатов деятельности в целом. В данном случае важно дать операционному менеджеру такой показатель (или комплекс показателей), на основе которого (которых) будут планироваться и измеряться результаты его личной деятельности. С одной стороны, этот показатель должен находиться в сфере контроля данного операционного менеджера и быть ему абсолютно понятным. Но, с другой стороны, этот же показатель должен быть четко встроен в «дерево» создания ценности, чтобы вклад данного показателя в итоговый периодический показатель результатов деятельности организации мог бы быть измерен.

Переход к ценностно-ориентированному менеджменту предполагает необходимость разработки системы показателей, которые позволяют формализовать цели бизнеса, контролировать их достижение, оценивать результаты деятельности, строить систему планирования, ориентированную на рост стоимости. Рассмотрим комплексную систему стоимостных показателей, которые разбиты на три группы.

Комплексная система стоимостных показателей.

I. Первичные факторы и индикаторы создания стоимости, которые используются как целевые показатели для планирования и оценки кратко- и среднесрочных результатов деятельности предприятия. Эти показатели являются структурообразующей основой ценностно-ориентированного менеджмента. Их можно разделить на две группы.

1. Первичные факторы стоимости предприятия (бизнеса):

- рентабельность инвестированного капитала, которая в значительной степени зависит от эффективности рыночной, производственной и инвестиционной деятельности предприятия;
- средневзвешенная стоимость капитала, которая, в основном, зависит от решений, принимаемых в сфере финансового менеджмента;
- темпы роста инвестированного капитала, величина которого определяется инновационной, инвестиционной и финансовой активностью предприятия, и который должен быть устойчивым.

2. Индикаторы создания стоимости, которые фиксируют абсолютные и относительные результаты предприятия в создании стоимости:

- экономическая прибыль;
- экономическая добавленная стоимость;
- денежная добавленная стоимость;
- добавленная акционерная стоимость;
- общая доходность бизнеса;
- акционерная доходность бизнеса;
- спред эффективности.

II. Рыночная стоимость акций и их курсовая динамика, которые используются в качестве целевых нормативов создания стоимости для предприятий, акции которых котируются на рынке.

Эти показатели являются основными критериями эффективности, так как именно рынки капитала выявляют предприятия, которые недостаточно успешно создают стоимость и поэтому оказываются недооцененными. Если рыночная стоимость опускается ниже приемлемого уровня, то либо сменится менеджмент предприятия, либо его собственник. Таким образом, финансовые рынки выступают регуляторами эффективности предприятия.

Однако показателю рыночной стоимости присущ ряд недостатков, вследствие чего он критикуется как критерий оценки эффективности предприятия. **Недостатки применения рыночной стоимости** в управлении стоимостью предприятия:

- использование этого показателя способствует принятию решений, ориентированных на текущие показатели стоимости, в ущерб решениям, которые могли бы привести к росту долгосрочной рыночной стоимости;
- на величину рыночной стоимости влияет множество не только объективных, но и субъективных факторов, которые учесть невозможно (ожидания субъектов рынка, политическая ситуация, состояние рынка, состояние отрасли, сговор субъектов рынка и т.п.);
- на величину рыночной стоимости акций может повлиять менеджмент предприятия через ряд инструментов (выкуп собственных акций, дробление и консолидация акций, увеличение суммы активов за счет заемных ресурсов, объявление о слиянии или поглощении и др.);
- волатильность рыночной стоимости, которая может превышать волатильность доходов предприятия;
- точность оценки рыночной стоимости определяется эффективностью рынка, доступностью информации.

III. Фундаментальная стоимость предприятия (бизнеса), рассчитанная на основе дисконтирования денежных потоков.

Оптимальным комплексным показателем успешности предприятия рассматривается его фундаментальная стоимость, рассчитанная с учетом факторов создания стоимости и контролируемая соотношением с долгосрочной рыночной стоимостью.

Показатели, основанные на фундаментальной стоимости, используются в качестве целевых нормативов создания стоимости для любых предприятий; критериев для оценки альтернативных стратегий развития бизнеса и инвестиционных проектов; нормативов создания стоимости для подразделений.

Преимущества фундаментальной стоимости (по сравнению с рыночной стоимостью):

- более объективна, чем рыночная;
- менее волатильна и более прогнозируема, чем рыночная стоимость;
- не зависит от эффективности рынка;
- фундаментальную стоимость можно рассчитать для предприятий любой организационно-правовой формы (независимо от того, котируются их акции на бирже или нет);
- фундаментальную стоимость можно использовать для оценки всего предприятия и его подразделений.

Рассмотрим показатели измерения стоимости как составной части системы управления стоимостью предприятия.

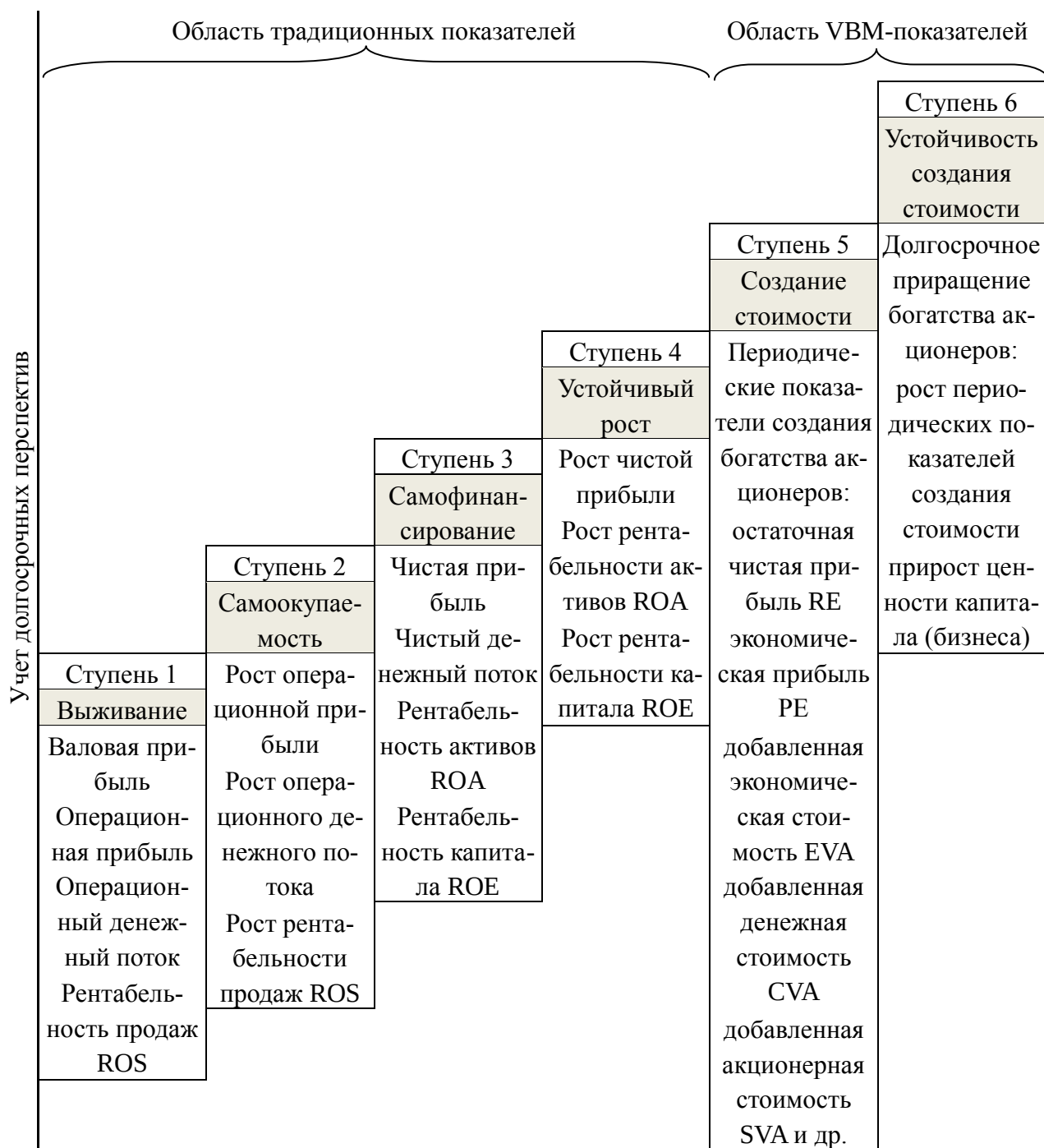
Главным при построении системы измерения стоимости является решение о выборе основного показателя результатов деятельности предприятия (одного или комплекса показателей). Измерение этого показателя позволяет оценить деятельность предприятия за отчетный период и установить изменение его стоимости, а значит, и ценности для собственников (например, для акционеров). Показатель результатов деятельности предприятия не остается постоянным и, в первую очередь, соответствует этапу развития предприятия (стадии его жизненного цикла). В самом общем виде лестница финансовых целей и показателей результатов деятельности предприятия представлена на рисунке 2.4 [7].

Главное отличие VBM-показателей от традиционных бухгалтерских показателей эффектов и эффективности: они должны информировать поставщиков капитала (инвесторов) предприятия (прежде всего, собственников, акционеров) об изменении его стоимости (ценности) за отчетный период. Другими словами, VBM-показатель должен ясно и однозначно характеризовать, насколько хорошо предприятие в отчетном периоде удовлетворяет целям максимизации благосостояния своих собственников (акционеров).

Классификация VBM-показателей на основе **вида базы** для расчета показателей. По этому критерию показатели можно разделить на 3 группы (рис.2.5):

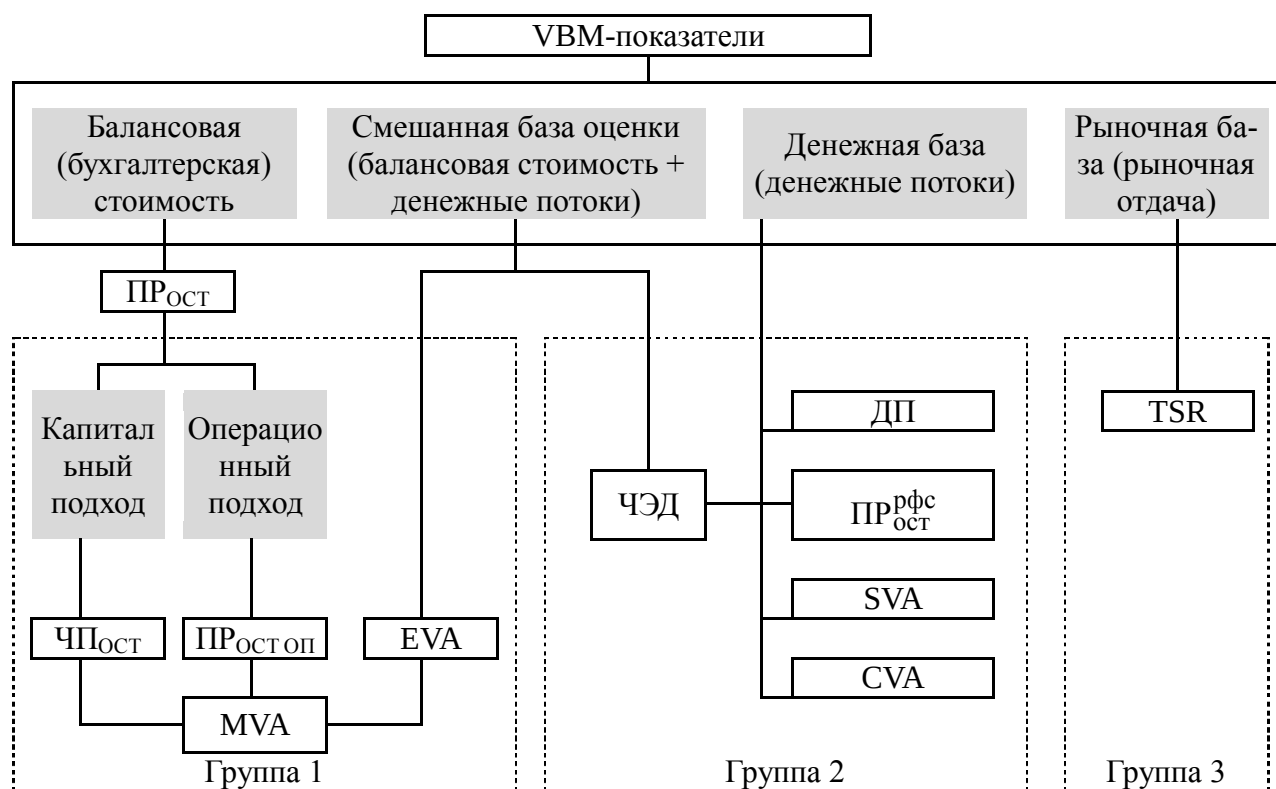
- *группа 1* – показатели результатов деятельности, основанные на бухгалтерских (балансовых) оценках и показателях;

- группа 2 – показатели результатов деятельности, основанные на денежных потоках;
- группа 3 – показатели результатов деятельности, основанные непосредственно на рыночных оценках.



Рост капиталоемкости предприятия

Рис. 2.4. Лестница финансовых целей и показателей результатов деятельности



ПР_{ост} – остаточная прибыль (доход);

ПР_{ост оп} – остаточная операционная прибыль;

MVA – рыночная добавленная стоимость;

ЧЭД – чистый экономический доход;

SVA – добавленная акционерная стоимость;

CVA – добавленная денежная стоимость;

ЧП_{ост} – остаточная чистая прибыль;

EVA – экономическая добавленная стоимость;

ДП – денежный поток;

ПР_{ост рфс} – остаточная прибыль, основанная на рыночных (фундаментальных) стоимостях;

TSR – общая акционерная отдача.

Рис. 2.5. Первичная классификация VBM-показателей

Группа 1. ПОКАЗАТЕЛИ РЕЗУЛЬТАТОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, ОСНОВАННЫЕ НА БУХГАЛТЕРСКИХ (БАЛАНСОВЫХ) ОЦЕНКАХ.

Все показатели этой группы базируется на концепции экономической прибыли Альфреда Маршалла, согласно которой при расчете реального эффекта деятельности предприятия должны учитываться **затраты на капитал**,¹² представляющие собой доход от возможного альтернативного вложения капитала. Поэтому остаточная прибыль может быть названа также **экономической прибылью**.

1. **ОСТАТОЧНАЯ ПРИБЫЛЬ** (Residual Income) является первым показателем, который стал использоваться для объяснения изменения стоимости

¹² Затраты на капитал – это минимальный уровень прибыли, требуемый инвесторами на вложенный капитал. Фактически затраты на капитал как форма альтернативных затрат определяется произведением требуемой доходности (стоимость капитала) на величину инвестированного капитала

акционерного капитала. Он был предложен в середине 60-х годов прошлого века в работе D. Solomons.¹³

Остаточная прибыль определяется разностью бухгалтерской прибыли предприятия и затрат на капитал. В общем виде величину остаточной прибыли можно выразить формулой:

$$ПР_{остt} = ПР_t - E \cdot И_{t-1}, \quad (2.3)$$

где $ПР_{остt}$ – остаточная прибыль отчетного (t-го) года;

$ПР_t$ – бухгалтерская прибыль отчетного года;

E – требуемая доходность на капитал (затраты на капитал, стоимость капитала);

$И_{t-1}$ – балансовая стоимость инвестиций на начало отчетного (конец предшествующего отчетному) года;

$E \times И_{t-1}$ – затраты на капитал.

Остаточная прибыль позволяет определить, достаточный ли объем прибыли был получен производственной деятельностью предприятия, чтобы компенсировать риск сферы деятельности предприятия, учитываемый в затратах на капитал.

В зависимости от того, что принимается в качестве инвестиций в организацию, различается два основных варианта показателя остаточной прибыли: остаточная операционная прибыль и остаточная чистая прибыль.

Остаточная операционная прибыль – чистая операционная прибыль предприятия за вычетом затрат на весь капитал предприятия:

$$ПР_{остопт} = ПР_{до\%t} - WACC \cdot ЧА_{t-1}, \quad (2.4)$$

где $ПР_{до\%t}$ – прибыль отчетного (t-го) года до уплаты процентов, но после налогообложения;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость привлеченного капитала;

$ЧА_{t-1}$ – балансовая стоимость чистых активов на начало отчетного (конец предшествующего отчетному) года.

В качестве прибыли в формуле (2.4) берется показатель **чистой операционной прибыли**, т.е. показатель прибыли до уплаты процентов, но после налогообложения:

$$ПР_{до\%} = ЧП + ФИ (1 - Н_{пп}), \quad (2.5)$$

где $ЧП$ – чистая прибыль;

$ФИ$ – выплаты процентов по кредиту (финансовые издержки);

$Н_{пп}$ – ставка налога на прибыль.

¹³ Solomons D. Division Performance: Measurement and Control. Financial Executives Research Foundation, New York. - 1965.

В основе показателя остаточной операционной прибыли находятся чистые операционные эффекты деятельности всего предприятия, поэтому при его расчете под **инвестициями** понимается балансовая стоимость чистых активов, которая определяется как разница между общей величиной активов и бесплатными обязательствами (большая часть кредиторской задолженности).¹⁴ Чистые активы в этом значении определяются также в литературе и как *общий (суммарный) капитал*, и как *задействованный капитал*, и как *инвестированный капитал*.

В качестве требуемой доходности выступает ставка средневзвешенных затрат на весь капитал (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*).

Величина чистой операционной прибыли определяется на основе показателей Отчета о прибылях и убытках (форма №2). При этом учитываются только те статьи, которые отражают результаты операционной (производственной) деятельности предприятия. Исключение из рассмотрения доходов (убытков) от продажи активов, инвестиций, процентов по займам и т.п. позволяет получить более точную оценку доходности капитала, используемого в процессе основной деятельности. К тому же корректируется величина налогов, которая снижается на величину налогов, возникших вследствие неоперационной деятельности, и увеличивается на процентный налоговый щит в связи с учетом экономии на налогах в финансовых издержках (затратах на капитал).

Остаточная чистая прибыль есть чистая прибыль организации за вычетом затрат на собственный капитал:

$$\text{ЧП}_{\text{ост}t} = \text{ЧП}_t - E_{\text{СК}} \cdot \text{СК}_{\text{Б}t-1}, \quad (2.6)$$

где ЧП_t – чистая прибыль отчетного (t-го) года;

$E_{\text{СК}}$ – ставка затрат на собственный капитал (доходность собственного капитала);

$\text{СК}_{\text{Б}t-1}$ – балансовая стоимость собственного капитала на начало отчетного (конец предшествующего отчетному) года.

¹⁴ Понятие «чистые активы» может рассматриваться в двух смыслах: а) чистые активы как собственный капитал предприятия; б) чистые активы как разница между всеми активами и бесплатными обязательствами, т.е. как активы, финансируемые за счет платных источников. Первый смысл термина представлен, в частности, в российских бухгалтерских стандартах в методике расчета соответствующей величины в целях финансовой отчетности. Второй его смысл является чрезвычайно распространенным в литературе по финансовому анализу.

Показатель остаточной чистой прибыли характеризует чистые результаты деятельности предприятия непосредственно с позиции акционеров (собственников). Поэтому при расчете данного показателя под **инвестициями** в предприятие подразумевается балансовая стоимость собственного капитала. Соответственно, в качестве прибыли берется показатель чистой прибыли, а в качестве требуемой доходности – ставка затрат на собственный капитал.

Однако показателю остаточной стоимости присущ ряд недостатков. Во-первых, расчет этого показателя не учитывает ряд существенных моментов и поэтому подвергается серьезной критике. Во-вторых, остаточная прибыль объединяет показатели, имеющие разную природу – бухгалтерские (прибыль) и рыночные (средневзвешенная стоимость капитала WACC). В-третьих, зависимость показателя от применяемых на предприятии методов бухгалтерского учета и возможность манипуляции со стороны его менеджмента.

2. **ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ДОБАВЛЕННАЯ СТОИМОСТЬ** (Economical Value added, EVA) – это модификация показателя *остаточной операционной прибыли*, при которой чистые операционные эффекты (чистая операционная прибыль) и сумма инвестированного капитала (и, соответственно, затраты на инвестированный капитал) корректируются на так называемые **капитальные эквиваленты**.

В общем случае добавленная экономическая стоимость рассчитывается по формуле:

$$EVA = \text{ПР}_{\text{до}\%}^* - \text{WACC}^* \cdot \text{ЧА}_{t-1}^*, \quad (2.7)$$

где WACC* – скорректированная средневзвешенная стоимость привлеченного капитала (предприятия в целом, капитала подразделения, капитала проекта и т.д.);

$\text{ПР}_{\text{до}\%}^*$ – скорректированная прибыль отчетного (t-го) года до уплаты процентов, но после налогообложения;

ЧА_{t-1}^* – скорректированная балансовая стоимость чистых активов на начало отчетного (конец предшествующего отчетному) года.

Показатель EVA демонстрирует, насколько полученная предприятием прибыль превышает затраты на привлеченный капитал. Таким образом, показатель EVA позволяет анализировать работу предприятия не с позиций прибыли, а с точки зрения эффективности используемого капитала:

если $EVA > 0$ – это характеризует эффективное использование капитала;

$EVA = 0$ – есть некоторые достижения, но стоимость не растет;

$EVA < 0$ – характеризует неэффективное использование капитала.

Ключевым для понимания различий между остаточной операционной прибылью в классической версии и EVA является понятие капитальных эквивалентов. **Капитальные эквиваленты** есть приращение балансовой

стоимости чистых активов организации, которые призваны «восстановить» стоимость чистых активов до их реальной денежной оценки, определенной денежными выплатами, связанными с поступлением данных активов. Корректировка чистых активов на капитальные эквиваленты вызывает соответствующие корректировки и чистой операционной прибыли.

Во многом необходимые корректировки на капитальные эквиваленты обусловлены существующими стандартами бухгалтерского учета.

Важнейшими из этих корректировок являются:

- затраты на нематериальные активы, которые обеспечивают получение выгод в будущем, должны капитализироваться, а не списываться в расходы, как этого требует ряд систем учета;
- точно так же должны капитализироваться затраты на аренду и лизинг;
- капитализированная стоимость нематериальных активов (за вычетом амортизации) должна учитываться как часть капитала. Начисленная по ним амортизация, соответственно, должна быть учтена при расчете прибыли;
- при расчете прибыли необходимо устранение одноразовых и чрезвычайных расходов (к примеру, штрафы).

В частности, Б. Стюарт [Stewart, 1999, p. 112–117]¹⁵ предлагает делать корректировки на следующие основные капитальные эквиваленты:

а) корректировки на величину отложенного налога на прибыль. Отложенный налог на прибыль определяется как сумма, оказывающая влияние на величину налога на прибыль, подлежащего уплате в бюджет в следующем за отчетным или в последующих отчетных периодах;

б) корректировки на резерв ЛИФО. Ряд оборотных активов (производственные запасы) и финансовых вложений (в соответствии с бухгалтерскими стандартами) может оцениваться по одному из трех общепризнанных методов: по ФИФО (FIFO), по средней себестоимости (как средневзвешенной за период, так и средней скользящей), по ЛИФО (LIFO). Оценка запасов методом ЛИФО дает более высокую оценку себестоимости и, соответственно, более низкую оценку балансовой стоимости остатка активов по сравнению с иными методами. Поэтому использование предприятием этого метода для оценки запасов требует внесения корректировок как в оценку чистых активов, так и в величину чистой операционной прибыли. Разница в оценке оборотных активов методом ЛИФО по сравнению с методом ФИФО и является величиной корректировки;

с) прочие капитальные эквиваленты. Б. Стюарт предлагает проводить корректировки как балансовой стоимости, так и операционной прибыли, в частности, на величину:

- амортизации *деловой репутации* (good will);

¹⁵ Stewart B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. Harper Business: N. Y. 1999.

- непризнанной деловой репутации (unrecognized goodwill), которая возникает, если при учете слияний и поглощений используется метод слияния интересов;
- капитализации расходов на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы;¹⁶
- созданных оценочных резервов (резервов сомнительных долгов, на обесценивание материальных ценностей, финансовых вложений и т. п.).

Этот показатель применим как для предприятия в целом, так и для отдельного подразделения, проекта и т.д.

Показатель EVA непосредственно связан с увеличением стоимости предприятия.

3. РЫНОЧНАЯ ДОБАВЛЕННАЯ СТОИМОСТЬ (Market value added, MVA) – это дисконтированный поток остаточной прибыли, определяемый по формуле:

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ПБ_{ct}}{(1+E)^t}, \quad (2.8)$$

где E – соответствующая варианту определения остаточной прибыли ставка требуемой доходности.

В зависимости от того, как мы определяем остаточную прибыль, добавленная рыночная стоимость может быть представлена в трех вариантах:

- добавленная рыночная стоимость, основанная на показателе остаточной чистой прибыли;
- добавленная рыночная стоимость, базирующаяся на показателе остаточной операционной прибыли;
- добавленная рыночная стоимость, основанная на показателе добавленной экономической стоимости (EVA).

Показатель добавленной рыночной стоимости (в виде «изменение добавленной рыночной стоимости за период») может использоваться как показатель результатов деятельности организации. Сравнение бюджетизируемого (планируемого, ожидаемого) значения изменения добавленной рыночной стоимости с фактическим позволяет сделать вывод о том, насколько бизнес оправдывает ожидания поставщиков капитала.

Группа 2. ПОКАЗАТЕЛИ РЕЗУЛЬТАТОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, ОСНОВАННЫЕ НА ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКАХ

В этих показателях

1) при расчете экономических эффектов и затрат на капитал используются не балансовые (бухгалтерские), а рыночные (фундаментальные) стоимости;

¹⁶ Современные российские стандарты учета [ПБУ 17/02] и так предполагают их капитализацию с последующей амортизацией

2) базовой моделью для расчета показателей рыночной (фундаментальной) стоимости является модель дисконтирования свободных денежных потоков.

1. **ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК** – основной показатель для принятия управленческих решений. Отличие показателей «денежный поток» и «прибыль»:

- в показатель денежного потока включаются амортизационные отчисления, которые также являются поступлениями из выручки, идущими на воспроизводство первоначально вложенных инвестиций (воспроизводство активов предприятия вследствие износа). При расчете чистой прибыли амортизационные отчисления вычитаются из выручки от реализации, так как доход, идущий на воспроизводство активов, не облагается налогом на прибыль;
- чистая прибыль не учитывает инвестиции ни в оборотный капитал, ни в форме капитальных вложений;
- если деятельность предприятия финансируется частично или полностью за счет заемных средств, то при расчете чистой прибыли не учитываются проценты за пользование кредитом, выплачиваемые из чистой прибыли, а также суммы вновь полученных кредитов и погашение ранее взятых.

ВЫРУЧКА ОТ РЕАЛИЗАЦИИ (валовый доход)	ВЫРУЧКА ОТ РЕАЛИЗАЦИИ (валовый доход)
–	–
ОПЕРАЦИОННЫЕ РАСХОДЫ (переменные и постоянные затраты, износ, <u>проценты по кредитам банков</u>)	ОПЕРАЦИОННЫЕ РАСХОДЫ (переменные и постоянные затраты, износ)
–	–
НАЛОГИ, включаемые в себестоимость	НАЛОГИ, включаемые в себестоимость
=	=
ПРИБЫЛЬ ДО НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ	ПРИБЫЛЬ ДО НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ
–	–
НАЛОГ НА ПРИБЫЛЬ	НАЛОГ НА ПРИБЫЛЬ
=	=
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ
+	+
Износ, Уменьшение оборотного капитала, Прибыль от продажи ОФ, <u>Вновь полученные кредиты</u>	Износ, Уменьшение оборотного капитала, Прибыль от продажи ОФ
–	–
Прирост оборотного капитала, Капиталовложения, <u>Возврат основной суммы долга</u>	Прирост оборотного капитала, Капиталовложения
=	=
ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ДЛЯ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА	ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ДЛЯ ВСЕГО ИНВЕСТИРОВАННОГО КАПИТАЛА

Рис. 2.6. Модели денежных потоков

При оценке предприятия можно применять две модели денежного потока (рис. 2.6):

а) денежный поток для собственного капитала – денежный поток, приходящийся на долю акционеров (собственников), оставшийся после финансирования деятельности предприятия, осуществления капитальных вложений и изменения объемов долгового финансирования. На его основе рассчитывается рыночная стоимость собственного (акционерного) капитала;

б) денежный поток для всего инвестированного капитала – это поток, приходящийся на долю акционеров и кредиторов, после финансирования деятельности предприятия и осуществления необходимых капитальных вложений. В этом случае условно не различается собственный и заемный капитал предприятия и считается совокупный денежный поток. Исходя из этого, к денежному потоку для собственного капитала прибавляются выплаты процентов по кредиту, уменьшенные на величину налога на прибыль. По этой модели оценивается рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия.

2. ОСТАТОЧНАЯ ПРИБЫЛЬ, ОСНОВАННАЯ НА РЫНОЧНЫХ (ФУНДАМЕНТАЛЬНЫХ) СТОИМОСТЯХ – экономический доход предприятия за вычетом затрат на капитал, измеренный по своей рыночной (фундаментальной) стоимости:

$$\Pi_{\text{ост}}^{\text{рфс}} = \text{ЭД}_t^{\text{рфс}} - \text{WACC} \times \text{ЧА}_{t-1}^{\text{рфс}}, \quad (2.9)$$

где $\text{ЭД}_t^{\text{рфс}}$ – экономический доход, основанный на рыночной (фундаментальной) стоимости;

$\text{ЧА}_{t-1}^{\text{рфс}}$ – рыночная (фундаментальная) стоимость чистых активов (активы организации за вычетом бесплатного финансирования, т.е. кредиторской задолженности);

WACC – средневзвешенная стоимость привлеченного капитала;

t – отчетный год.

Экономический доход предприятия как поток полученных за отчетный период экономических выгод есть свободный денежный поток плюс экономическая амортизация, основанная на изменении рыночной (фундаментальной) стоимости:

$$\text{ЭД}_t^{\text{рфс}} = \text{ДП}_t + \text{А}_t^{\text{эк}}, \quad (2.10)$$

где ДП_t – свободный денежный поток;

$\text{А}_t^{\text{эк}}$ – экономическая амортизация, основанная на изменении рыночной (фундаментальной) стоимости.

Свободный денежный поток – денежный поток, которым располагает предприятие после финансирования всех инвестиций, которые оно считает целесообразным осуществить. Свободный денежный поток определяется как прибыль от основной деятельности после уплаты налогов плюс амортизация

минус инвестиции.

Экономическая амортизация определяется как прирост рыночной (фундаментальной) стоимости чистых активов за отчетный период:

$$A_t^{\text{эк}} = \text{ЧА}_t^{\text{рфс}} - \text{ЧА}_{t-1}^{\text{рфс}}. \quad (2.11)$$

Тогда формула (2.9) примет следующий вид:

$$\text{ПР}_{\text{ост}}^{\text{рфс}} = \text{ДП}_t + (\text{ЧА}_t^{\text{рфс}} - \text{ЧА}_{t-1}^{\text{рфс}}) - \text{WACC} \times \text{ЧА}_{t-1}^{\text{рфс}}. \quad (2.12)$$

3. **ЧИСТЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ДОХОД** определяется как экономический доход за вычетом затрат на инвестированный в предприятие капитал на начало периода в балансовой оценке:

$$\text{ЧЭД}_t = \text{ПР}_{\text{ост}}^{\text{рфс}} - \text{WACC} \times \text{ЧА}_{t-1}^{\text{рфс}}. \quad (2.13)$$

где $\text{ЧА}_{t-1}^{\text{БС}}$ – инвестированный в предприятие капитал на начало периода в балансовой оценке.

4. **Добавленная стоимость для акционеров, добавленная акционерная стоимость** (Shareholder Value Added – SVA).

Этот показатель позволяет измерить изменение ценности предприятия для акционеров (ценности собственного капитала), или *акционерной стоимости*. При этом изменение ценности собственного капитала связывается как с операционными результатами деятельности, так и с инвестиционными решениями, осуществленными в течение периода оценки.

Расчет показателя SVA строится на определении следующих параметров: чистого денежного потока и остаточной ценности бизнеса.

Чистый денежный поток за период определяется как разница между чистой операционной прибылью, измеряемой показателем $\text{ПР}_{\text{до}} \%$, и величиной *приростных инвестиций*. Таким образом:

$$\text{ЧДП} = \text{ПР}_{\text{до}} \% - \Delta \text{И}, \quad (2.14)$$

где $\text{ПР}_{\text{до}} \%$ – прибыль до уплаты процентов, но после налогообложения;

$\Delta \text{И}$ – приростные инвестиции во внеоборотные активы и оборотный капитал предприятия, осуществленные в течение периода.

Остаточная ценность определяется как ценность, которая будет создана активами организации с конца отчетного периода до бесконечности. Для определения остаточной ценности используется достаточно жесткое допущение о том, что ценность существующих активов в будущем определяется текущими операционными результатами, измеряемыми показателем $\text{ПР}_{\text{до}} \%$. При этом в целях расчета итогового показателя SVA предполагается отсутствие роста. С учетом принятых допущений к оценке величины остаточной ценности применяется формула бесконечной ренты (перпетуитета):

$$\frac{ГДП}{ССТWA} \quad (2.15)$$

Величина добавленной акционерной стоимости (SVA) есть сумма приведенной стоимости чистого денежного потока и разницы между приведенными стоимостями остаточных ценностей, определенных на конец и начало отчетного (прогнозного) года:

$$SVA = \frac{ЧДП}{1 + WACC} + \frac{ЧДП}{1 + WACC} + \dots + \frac{ЧДП}{1 + WACC} + \frac{ЧДП}{1 + WACC} \quad (2.16)$$

5. **ДОБАВЛЕННАЯ ДЕНЕЖНАЯ СТОИМОСТЬ** (*Cash Value Added – CVA*) выражает остаточные денежные потоки, генерируемые инвестициями в организацию. Отсюда, этот показатель часто определяется как *остаточный денежный поток*. *Добавленная денежная стоимость* есть чистые денежные потоки за вычетом затрат на капитал:

$$CVA = ЧДП_{ДО\%} - ЧА_0 \times WACC, \quad (2.17)$$

где $ЧДП_{ДО\%}$ – чистый денежный поток до процентных платежей;
 $ЧА_0$ – чистые активы в оценке по первоначальной стоимости.

Группа 3. ПОКАЗАТЕЛИ РЕЗУЛЬТАТОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ, ОСНОВАННЫЕ НА РЫНОЧНЫХ ОЦЕНКАХ

К данной группе относятся показатели *общей акционерной отдачи* (*Total Shareholder Return – TSR*) и *общей отдачи бизнеса* (*Total Business Return – TBR*)

Показатель общей отдачи бизнеса (TBR) есть превращенная форма показателя общей акционерной отдачи (TSR) применительно к закрытым компаниям (компаниям, не торгующим свои акции на рынке) и к отдельным дивизионам и подразделениям внутри корпораций. Учитывая сказанное, мы сконцентрируемся на показателе TSR.

Общая акционерная отдача (TSR) выражает общую отдачу, которую получает акционер предприятия за все время владения акциями, если он реинвестирует все полученные дивиденды в новые акции компании.

Данный показатель может выражаться и как долгосрочный измеритель фактически полученных инвестором эффектов за все время владения акциями, и как показатель результатов деятельности за отчетный период.

В общем виде экономический эффект, получаемый за все время владения акциями, может быть выражен как:

$$TSR = q_n \cdot p_n - q_0 \cdot p_0, \quad (2.18)$$

где q – количество акций, находящихся во владении акционера;
 p – чистые активы в оценке по первоначальной стоимости;
 $i = 1, \dots, n$ – период владения пакетом акций.

Формулу (2.18) можно интерпретировать следующим образом: показатель TSR есть прирост богатства акционера, т.е. разница между богатством акционера на конец отчетного периода и богатством, вложенным в акции на начало периода владения. При этом под богатством акционера понимается произведение количества акций, находящихся во владении акционера, на их рыночную стоимость.

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

1. Что такое «стоимость»?
2. Какие концепции стоимости вы знаете?
3. Что такое «стоимость предприятия»?
4. Что такое «стоимость в обмене»? «стоимость в пользовании»?
5. Перечислите виды стоимости предприятия по степени рыночности.
6. Что такое «рыночная стоимость предприятия»? ее недостатки?
7. Что такое «инвестиционная стоимость предприятия»?
8. Что такое «внутренняя (фундаментальная) стоимость предприятия»? ее преимущества
9. Перечислите формы стоимости предприятия.
10. Перечислите показатели результатов деятельности предприятия, основанные на бухгалтерских (балансовых) оценках и показателях.
11. Что такое «остаточная прибыль»?
12. Сущность экономической добавленной стоимости.
13. Перечислите показатели результатов деятельности предприятия, основанные на денежных потоках.
14. В чем отличие денежных потоков для собственного капитала и всего инвестированного капитала?
15. Что такое «добавленная акционерная стоимость»?
16. Перечислите показатели результатов деятельности предприятия, основанные непосредственно на рыночных оценках.

3. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

3.1. ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ВЕЛИЧИНУ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Большое значение в управлении стоимостью предприятия имеет понимание того, какие показатели (характеристики, параметры) деятельности предприятия влияют на его стоимость. Это факторы стоимости. **Фактор** (лат. factor – делающий, производящий) – причина, движущая сила какого-либо процесса, определяющая его характер или отдельные его черты.

ФАКТОР СТОИМОСТИ – это любая переменная, влияющая на величину стоимости предприятия. Факторы стоимости предприятия необходимо знать по следующим причинам:

- менеджеры предприятия не могут управлять непосредственно стоимостью. Они вынуждены заниматься тем, на что способны влиять, например, снижением себестоимости, рекламой и т.п.;
- именно факторы стоимости позволяют менеджерам высшего звена понять, что происходит на нижних уровнях управления организацией и довести до них свои планы.

Систему факторов, влияющих на величину стоимости предприятия, можно представить схемой, отображенной на рисунке 3.1.



Рис. 3.1. Система факторов, влияющих на величину стоимости предприятия

Факторы, влияющие на величину стоимости предприятия, можно разделить на две группы: внешние и внутренние.

Внешние факторы стоимости отражают характеристики страны, региона, отрасли, рынка, которые способствуют созданию и увеличению стоимости предприятия. Они **не контролируются** предприятием.

К основным макроэкономическим индикаторам, оказывающие влияние на возможность предприятия создавать стоимость, относятся: фаза делового цикла экономики; темп изменения ВВП; темп инфляции; уровень безработицы; валютный курс; уровень процентных ставок; налоговая нагрузка; политическая стабильность и др.

К региональным факторам, оказывающим влияние на процесс создания стоимости предприятий, находящихся на территории региона, относятся факторы, характеризующие его инвестиционный климат, в частности: темп роста регионального продукта; инвестиционный потенциал региона; инвестиционный риск региона; региональная инфраструктура и др.

К отраслевым факторам, влияющим на формирование стоимости предприятия, относятся следующие индикаторы: цикл развития отрасли; общая тенденция развития отрасли – сокращение или расширение деятельности; изменения в технологии производства; экономические показатели в отрасли, например, уровень загрузки производственных мощностей, показатели производительности и ресурсоемкости продукции; экологические требования и проблемы отрасли; требования нормативных правовых актов, регулирующих деятельность в отрасли; доступность и стоимость материальных и прочих ресурсов, необходимых в производстве; особенности деятельности (например, в отношении трудовых договоров, порядка финансирования и др.).

Четвертая группа внешних показателей стоимости бизнеса – рыночные факторы могут отчасти контролироваться предприятием в том случае, если оно обладает существенной рыночной властью. К рыночным индикаторам относятся: емкость рынка и темпы ее изменения; конъюнктура рынка, динамика рыночных цен; входные и выходные барьеры, степень их преодолемости; интенсивность конкуренции, рыночная доля и рыночная власть конкурентов; степень дифференциации продукции конкурирующих компаний.

Внутренние факторы создания стоимости характеризуют текущее состояние компании, а также перспективы ее будущего развития, от которых зависит процесс создания стоимости (приложение 2).

Финансовые факторы стоимости отражают эффективность компании в прошедших периодах; нефинансовые факторы позволяют прогнозировать изменение стоимости бизнеса в будущем.

В системе ценностно-ориентированного менеджмента необходимо

контролировать не только финансовые факторы стоимости, но и нефинансовые показатели, в частности, показатели работы с клиентами и индикаторы их удовлетворенности продукцией компании; показатели эффективности управления персоналом и удовлетворенности сотрудников; показатели внутренних процессов, обеспечивающие устойчивые конкурентные преимущества и рост бизнеса, а также индикаторы корпоративного управления.

К показателям удовлетворенности клиентов относятся: степень узнаваемости бренда; стабильность клиентской базы; доля новых покупателей; доля «потерянных» покупателей; информированность покупателей; рыночная доля компании и др.

Показатели эффективности управления персоналом включают, в частности, следующие индикаторы: степень удовлетворенности персонала; уровень профессиональной подготовки; индикаторы мотивации персонала; коэффициент текучести кадров; коэффициент стабильности кадров; коэффициент оборота по приему; коэффициент оборота по выбытию персонала и т.п.

Нефинансовые показатели внутренних бизнес-процессов отражают их ключевые характеристики, а именно, время, качество и издержки на осуществление бизнес-процессов, поэтому включают такие индикаторы, как скорость обработки заказов, время на выполнение заказов, процент потерь от брака, материалоемкость, трудоемкость, энергоемкость продукции. Модель корпоративного управления компанией – фактор, не так давно признанный, но оказывающий на стоимость компании существенное влияние, характеризуется показателями, отражающими организационную, финансовую и управленческую структуру компании, прозрачность компании, структуру собственности и контроля, состав управляющих органов; внутренние механизмы корпоративного управления.

Для разработки системы управления стоимостью предприятия необходимо соотнести внутренние финансовые и нефинансовые факторы и показатели стоимости с уровнями управления предприятия и его функциональными подразделениями. Выделяют три уровня управления (рис.3.2): институциональный (верхний), управленческий (средний) и технический (нижний).

По функциональной горизонтали индикаторы контроля эффективности управления стоимостью бизнеса группируются с учетом сложившегося в компании разделения труда, которое предполагает обособление отдельных функциональных областей, в частности, маркетинга, финансов, инноваций, производства.

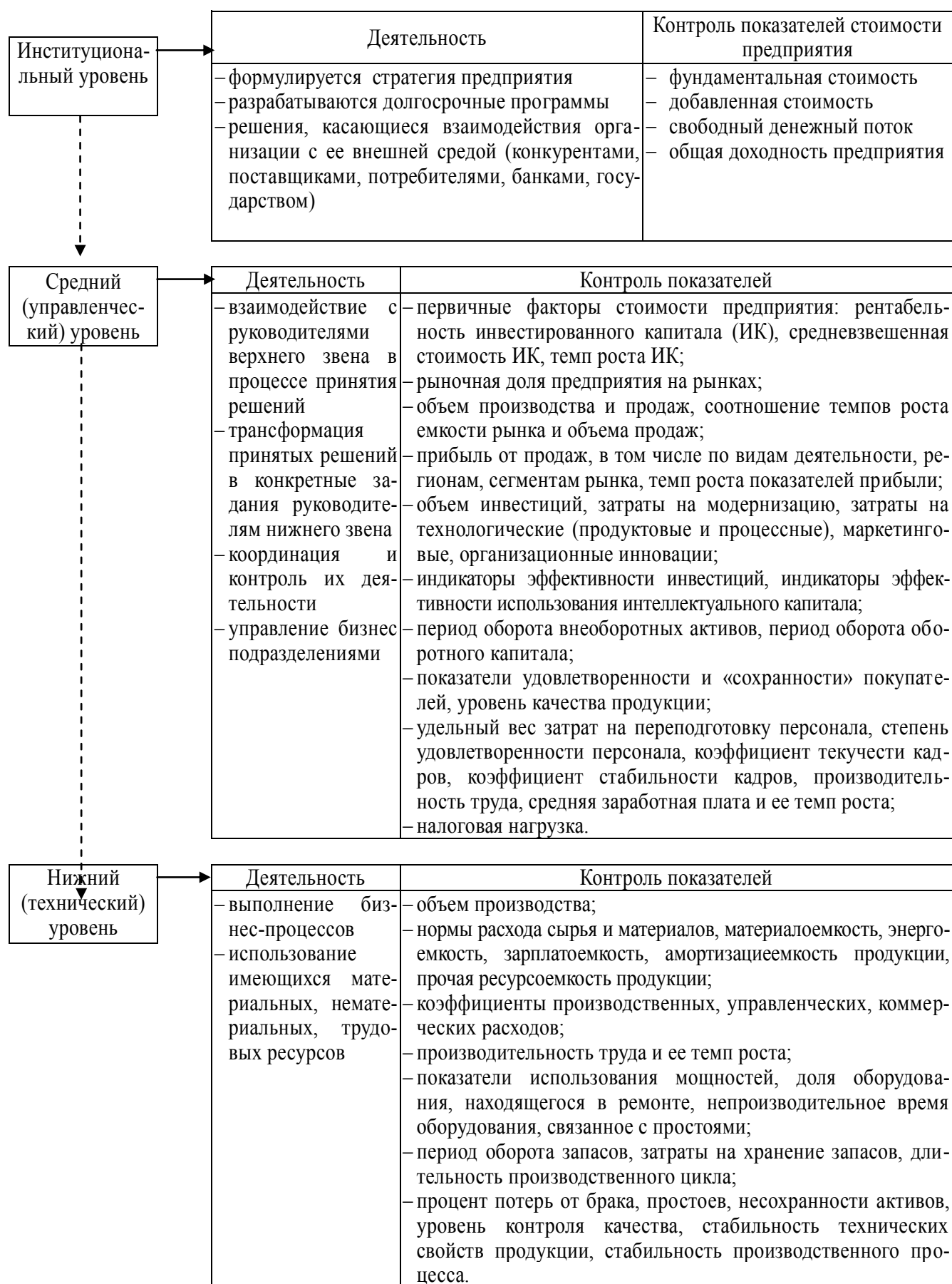


Рис. 3.2. Уровни факторов и показателей стоимости предприятия

В подразделениях сбыта (маркетинга) продукции контролируются следующие показатели:

- темп прироста объема продаж;
- информированность покупателей, качество информации о рынке;
- своевременность выполнения заказов, скорость обработки заказа;
- ассортимент продукции;
- затраты на хранение готовой продукции;
- индикаторы удовлетворенности покупателей, коэффициент «сохранности» покупателей, доля новых покупателей, доля «потерянных» покупателей, выручка и прибыль на одного покупателя;
- период оборота дебиторской задолженности и готовой продукции;
- затраты на систему распределения;
- затраты на систему стимулирования, в том числе в процентах к выручке;
- коэффициент коммерческих расходов, численность сбытового персонала, заработная плата сбытового персонала;
- рентабельность продаж.

В подразделениях закупок предприятия контролируются следующие показатели:

- цена и качество закупаемых ресурсов, индикаторы гибкости, своевременности поставок, затраты на хранение запасов сырья и материалов;
- материалоемкость продукции;
- период оборота запасов.

В финансовых подразделениях предприятия контролируются показатели:

- объем привлекаемых финансовых ресурсов;
- стоимость привлекаемых финансовых ресурсов, своевременность обслуживания и погашения обязательств;
- коэффициент процентного бремени;
- финансовый рычаг;
- величина финансовых и реальных инвестиций;
- длительность финансового цикла, период оборота дебиторской задолженности, период оборота кредиторской задолженности, период оборота высоколиквидных активов.

В научно-исследовательских подразделениях предприятия контролируются показатели:

- затраты на НИОКР, численность сотрудников научно-исследовательских подразделений;
- удельный вес затрат на инновации в выручке, удельный вес затрат на НИОКР, удельный вес затрат на приобретение новых технологий, на исследования и разработки, выполненные сторонними организациями;
- удельный вес инновационной и новой продукции в выручке;
- удельный вес нематериальных активов в валюте баланса;

– фондовооруженность, энерговооруженность труда, степень автоматизации и механизации труда.

Таким образом, каждое звено цепочки создания стоимости характеризуется специфическими показателями, которые выступают в качестве основных ориентиров при принятии решений и контрольных индикаторов эффективности деятельности компании. Несмотря на то, что каждая компания обладает уникальным набором бизнес-процессов для создания добавленной стоимости и достижения поставленных целей, возможно формирование общей системы показателей ценностно-ориентированного менеджмента, основанной на индикаторах ключевых бизнес-процессов, присущих любому бизнесу. Контроль перечисленных показателей позволяет повысить эффективность деятельности компании, улучшить качество выпускаемой продукции и увеличить создаваемую бизнесом стоимость.

Для реализации концепции ценностно-ориентированного менеджмента и внедрения факторов стоимости в практическую деятельность компании принципиальное значение имеют три стадии.

1. Декомпозиция первичных факторов стоимости, отражающая системные связи элементов бизнеса с процессом создания стоимости. Формирование моделей первичных, вторичных и т.д. финансовых факторов стоимости бизнеса, обеспечивающих возможность комплексно анализировать цепочку создания бизнесом стоимости и обосновывать решения, направленные на ее максимизацию. Анализ ситуации с созданием стоимости в компании в прошлом, выявление факторов, негативно повлиявших на стоимость, и определение направлений финансовой политики.

2. Разработка финансовой модели организации, ориентированной на оценку стратегических решений на основе прогноза показателей финансовой отчетности и расчета фундаментальной стоимости бизнеса. Оценка эластичности стоимости бизнеса к изменениям факторов стоимости и установление приоритетов, то есть тех факторов стоимости, влияние которых на стоимость наиболее существенно. Разработка алгоритма оценки вклада каждого подразделения в создание стоимости бизнеса.

3. Институционализация, то есть включение факторов стоимости и показателей, их определяющих, в систему планирования, оценки работы компании и обоснования управленческих решений.

3.2. Принципы оценки стоимости предприятия

Теоретической базой процесса оценки стоимости предприятия (бизнеса) является система оценочных принципов, которые обуславливают единство терминологии, подходов, используемых методов и алгоритмов. Принципы оценки разработаны на основе моделей экономического поведения субъектов

на фондовом рынке и позволяют определить степень воздействия различных факторов на ценность предприятия.

Принципы оценки – логика, правила и экономические причины, объясняющие факторы, влияющие на стоимость предприятия. Принципы оценки отражают основные закономерности поведения субъектов рыночной экономики. В реальной жизни целый ряд факторов может исказить их действие. Например, государственное вмешательство иногда не дает правильной картины реализации тех или иных принципов оценки. Несовершенство рыночных отношений еще больше деформирует действие принципов оценки. По этим причинам принципы оценки лишь отражают тенденцию экономического поведения субъектов рыночных отношений, а не гарантируют определенного поведения.

Все принципы взаимосвязаны. При оценке конкретного предприятия одновременно может использоваться несколько принципов. Однако в определенной задаче оценки могут применяться не все принципы оценки, к тому же одним принципам может придаваться большее значение за счет других.

Принципы оценки стоимости предприятия объединены в группы, различающиеся источниками и особенностями зависимости стоимости предприятия от характеристик и взаимосвязей его элементов, от взаимосвязей предприятия с рыночной средой, от особенностей интересов владельцев (пользователей) предприятия.

Рассмотрим основные общеэкономические принципы оценки стоимости предприятия (бизнеса) [1, 3, 20 и др.].

1. Принципы, связанные с представлением владельца об имуществе. Принципы этой группы учитывают влияние на рыночную стоимость предприятия особенностей связей его характеристик с предпочтениями типичного владельца (пользователя).

Принцип полезности. Ключевым фактором стоимости любого объекта собственности является его полезность. Объект может иметь экономическую стоимость, если он способен удовлетворять какие-либо потребности пользователя (владельца). Полезность для каждого потребителя индивидуальна, но качественно и количественно определена во времени и стоимости. Общей целью процесса оценки является определение и количественное выражение степени полезности и пригодности объекта оценки.

Предприятие обладает стоимостью, если может быть полезно реальному или потенциальному собственнику. Как общую полезность предприятия для собственника в рыночной экономике можно выделить его способность производить и реализовывать продукцию и за счет этого приносить доход. Полезность предприятия – это его способность приносить доход в конкретном месте и в течение данного периода. Чем выше доход, тем выше стоимость.

Принцип замещения. С точки зрения любого пользователя, оценочная стоимость предприятия не должна быть выше минимальной цены на аналогичное предприятие с такой же полезностью. Кроме того, за объект не разумно платить больше, чем может стоить создание нового объекта с аналогичной полезностью в приемлемые сроки. Таким образом, максимальная стоимость предприятия определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен (или создан) другой объект с эквивалентной полезностью.

Принцип ожидания (предвидения). Хотя настоящее и прошлое предприятия важны для собственника, но его экономическую оценку определяет его **будущее** (доходы и др. выгоды, которые могут быть получены владельцем в будущем). Поэтому рыночная стоимость предприятия отражает представления владельца о его ожидаемой полезности, о будущих выгодах. То есть оценка бизнеса выполняется на основе **прогноза будущих доходов**.

2. Принципы, связанные с эксплуатацией предприятия. Принципы этой группы учитывают особенности взаимосвязи и взаимовлияния элементов (компонентов) собственности в составе предприятия.

Принцип вклада. Вкладом называется величина изменения стоимости предприятия (бизнеса) вследствие наличия или отсутствия какого-либо элемента (фактора). Это изменение стоимости (величина вклада) может быть как больше, так и меньше (при наличии «сверхулучшений») величины издержек на создание этого элемента. Включение дополнительного актива (строительство нового цеха, покупка оборудования и т.п.) в систему предприятия экономически целесообразно, если получаемый прирост рыночной стоимости предприятия больше затрат на приобретение актива. Дополнительные инвестиции в предприятие с целью его развития эффективны, если они повышают его рыночную стоимость. Любые дополнительные инвестиции оправданны, если получаемый прирост стоимости предприятия превышает величину инвестиционных затрат.

Принцип остаточной продуктивности. Доходность любой экономической деятельности определяется четырьмя факторами производства: землей (земельный участок, используемый для реализации основной и вспомогательных функций предприятия), трудом (основной и вспомогательный персонал, участвующий в производстве), капиталом (основные средства, включая строения и коммуникации с обслуживающим персоналом) и управлением (система координации производства).

Каждый фактор должен быть оплачен из доходов, создаваемых данной деятельностью. Земля является природным ресурсом, не изнашиваемым и не требующим затрат на воспроизводство, а три оставшихся фактора являются продуктами труда и изнашиваются. Поэтому сначала из чистого дохода предприятия выделяется та его часть, которая обеспечивает простое

воспроизводство каждого из трудовых факторов, а также часть чистой прибыли, идущая на развитие. Оставшаяся часть дохода относится к земельному участку.

Принцип предельной производительности (увеличивающихся и понижающихся доходов). Изменение того или иного фактора производства может увеличивать или уменьшать стоимость предприятия. Обычно по мере добавления ресурса стоимость предприятия сначала возрастает, потом прирост стоимости по отношению к затратам на дополнительный ресурс уменьшается, далее прирост стоимости прекращается и, наконец, затраты на ресурс начинают превышать прирост стоимости предприятия.

Принцип сбалансированности (пропорциональности). Предприятие – это система, одной из закономерностей развития и существования которой является сбалансированность, пропорциональность ее элементов. Максимальный доход от предприятия можно получить при соблюдении объективно обусловленной пропорциональности величин факторов производства: основного, вспомогательного и обслуживающего производства, рабочего и управленческого персонала и т.п. Оптимальное соотношение между факторами производства обеспечивает получение максимальной прибыли и, как следствие, стоимости предприятия.

Отсюда вытекает правило соответствия размеров предприятия потребностям рынка: составные части предприятия должны быть согласованы между собой по пропускной способности и др. характеристикам; если предприятие является слишком большим для удовлетворения потребностей рынка, то его эффективность (а значит и рыночная стоимость) падает. Добавление какого-либо элемента к имущественному комплексу предприятия при нарушении данного принципа не приводит к росту его стоимости.

Принцип факторов производства – предприятие является производственной системой, доходность которой определяется четырьмя факторами: менеджментом, трудом, капиталом и землей. Чистый доход – результат действия всех четырех факторов, и поэтому на основе оценки дохода определяется стоимость всей системы. Для оценки отдельных составляющих имущественного комплекса предприятия необходимо знать долю (вклад) каждого фактора в формирование дохода всей системы (рис.3.3).

Принцип экономического размера. Экономическим размером называется оптимальный характерный размер объекта оценки, который наилучшим образом соответствует рыночным предпочтениям, преобладающим на данном сегменте рынка. Отклонение от экономического размера, как правило, приводит к снижению привлекательности и стоимости объекта.

Этот принцип используется при выборе варианта наиболее эффективного использования нескольких оцениваемых активов одного типа – в ходе анализа исследуются возможности увеличения выгоды (и стоимости) этих активов

при объединении их в один (синергетический эффект интеграции). При оценке бизнеса это предполагает анализ возможностей получения дополнительной выгоды от слияния оцениваемого предприятия с другим предприятием.

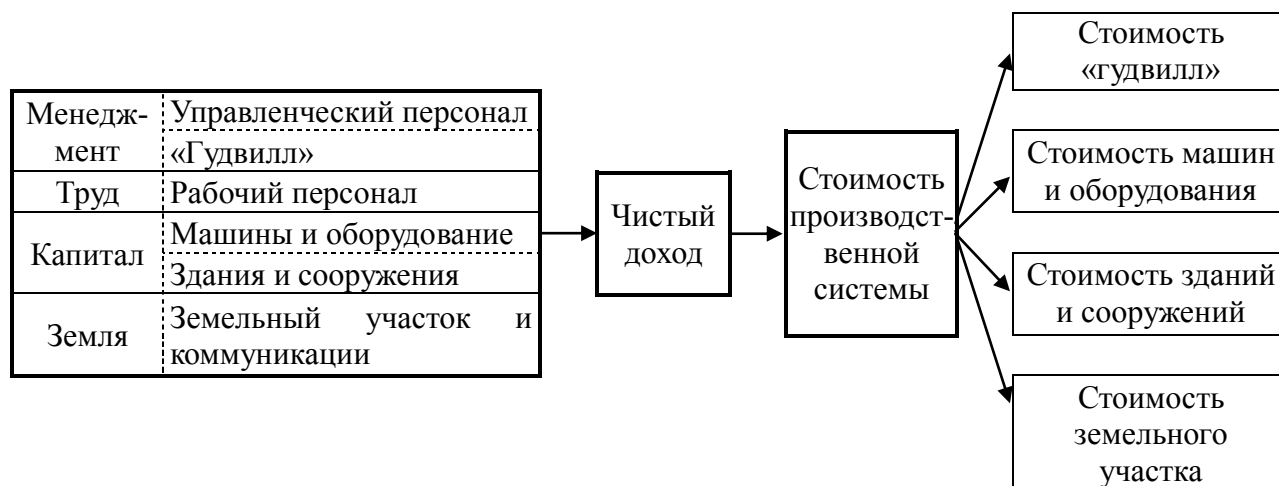


Рис. 3.3. Участие факторов производства в формировании стоимости производственной системы и ее элементов

Принцип экономического разделения. Экономическое разделение предусматривает возможность дробления физической и/или юридической сущности объекта на отдельные элементы с их продажей (сдачей в аренду) порознь, если это приводит к повышению стоимости объекта в целом. При этом разделение может производиться по трем основаниям:

- пространственное (физическое) деление предприятия на части (сдача в аренду части земельного участка, производственных площадей и т.п.; выделение структурного подразделения предприятия в филиал и др.);
- юридическое деление пакета прав на предприятие (акционирование, совместная аренда, сервитут, опционы, первые и младшие залоговые обязательства и др.);
- деление на части времени владения или пользования объектом (продажа права пользования объектом в разное время суток и в разные сезоны).

3. Принципы, обусловленные действием рыночной среды. Принципы этой группы учитывают влияние на рыночную стоимость предприятия связей его характеристик с характеристиками рыночной среды.

Принцип соотношения спроса и предложения. Ведущим фактором, влияющим на ценообразование в рыночной экономике, является соотношение спроса и предложения. Если спрос и предложение находятся в равновесии, то цены остаются стабильными и могут совпадать со стоимостью, особенно в условиях современного рынка. Если рынок предлагает незначительное число прибыльных предприятий, т.е. спрос превышает предложение, то цены на них

могут превысить их стоимость. Если на рынке имеет место избыток предприятий-банкротов, то цены на их имущество окажутся ниже реальной рыночной стоимости.

Принцип зависимости от внешней среды предполагает необходимость учета зависимости стоимости объекта от характеристик окружающей среды (материальных и нематериальных). Стоимость предприятия определяется не только внутренними факторами, но во многом и внешними. Стоимость предприятия, его имущества в значительной мере зависит от состояния внешней среды, степени политической и экономической стабильности в стране, особенностей позиционирования предприятия относительно системы источников ресурсов и потребителей продукции и др. Однако, в свою очередь, оцениваемое предприятие влияет на стоимость других объектов в районе своего местоположения.

Принцип соответствия. Максимальная стоимость достигается тогда, когда особенности и характер использования собственности соответствуют потребностям и ожиданиям местного рынка и социума. Предприятия, не соответствующие требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, уровню доходности и др. параметрам, скорее всего, будут оценены ниже среднего.

Принцип прогрессии и регрессии. **Регрессия** имеет место, когда предприятие характеризуется излишними (применительно к данным рыночным условиям) улучшениями. Рыночная цена такого предприятия будет ниже реальных затрат на его формирование. **Прогрессия** имеет место, когда в результате функционирования окружающих объектов (например, улучшенной инфраструктуры) рыночная цена предприятия, скорее всего, окажется выше его стоимости.

Принцип конкуренции. На ценообразование влияет конкуренция. Если отрасль, в которой действует предприятие, приносит избыточную прибыль, то в свободной рыночной экономике в эту область пытаются проникнуть и другие предприниматели. Это увеличит предложение в будущем и снизит норму прибыли. Поэтому если ожидается обострение конкурентной борьбы в отрасли, то при прогнозировании будущих прибылей данный фактор следует учесть либо путем прямого уменьшения потока доходов, либо путем увеличения фактора риска при определении нормы дисконта и коэффициента капитализации.

Принцип изменения стоимости (оценка на определенную дату). Рыночная стоимость предприятия изменяется во времени под влиянием многочисленных факторов, поэтому она определяется только по состоянию на конкретный момент времени. Уже через несколько месяцев она может быть иной. Величина стоимости объекта оценки, указанная в отчете, в соответствии с действующими стандартами оценки может быть признана рекомендуемой для

целей совершения сделки с объектом только в течение 6 месяцев с даты оценки [2]. Следовательно, постоянная оценка и переоценка объектов собственности необходима в условиях рыночной экономики.

4. Принцип наиболее эффективного использования (НЭИ) является базовым принципом оценки рыночной стоимости предприятия.

Наиболее эффективное использование определяется как вероятное и разрешенное законом использование объекта оценки с наилучшей отдачей, причем неперенными условиями такого использования являются физическая возможность, ресурсное обеспечение и финансовая обоснованность.

Анализ наиболее эффективного использования при оценке предприятия проводится в следующем порядке:

1. Устанавливается максимально полный перечень потенциально возможных вариантов комплектации, использования и развития предприятия (с учетом рыночного спроса на такие варианты).

2. Из этого перечня исключаются варианты, реализация которых невозможна из-за запретов нормативно-правового характера и социальных обременений (юридические ограничения).

3. Из оставшегося списка исключаются варианты, реализация которых невозможна по технико-технологическим причинам (физические ограничения).

4. Из последнего списка исключаются экономически нецелесообразные варианты (не обеспечивающие возврат капитала при минимально необходимом уровне его доходности) и финансово неосуществимые варианты (высокий уровень затрат на реализацию, отсутствие гарантированных источников финансирования и др.).

5. По каждому из оставшихся вариантов методом дисконтирования денежных потоков рассчитывается рыночная стоимость. Вариант, характеризующийся максимальной рыночной стоимостью, соответствует варианту наиболее эффективного использования.

Для составления перечня вариантов функционирования предприятия в будущем анализируются возможности изменений по следующим направлениям:

– диверсификация продукции и рынков сбыта – рассматриваются возможности организации производства новых или улучшенных видов продукции, расширения ассортимента продукции, выхода на новые географические и продуктовые рынки и т.п.;

– развитие факторов производства – исследуются возможности внедрения новых технологий, развития элементов инфраструктуры (склады, электростанции и т.п.), оптимизации использования объектов недвижимости, загрузки избыточных и непрофильных активов, модернизации оборудования, развития персонала, изменения штатного расписания и др.;

– реструктуризация бизнеса – рассматривается возможность (и необходимость) совершенствования структуры управления предприятием; возможности слияния, поглощения, разделения; формирования холдинговых структур, кластеров и т.п.; создания филиалов и дочерних структур и др.; перенесение деятельности на более выгодные территории (в маркетинговом, ресурсном, налоговом и др. смыслах).

Алгоритмы выбора варианта НЭИ при определении рыночной стоимости предприятия характеризуются некоторыми особенностями. Так, если оценивается стоимость всего предприятия или контрольного пакета акций, алгоритм реализуется в полном объеме; при оценке миноритарного пакета алгоритм реализуется частично (учитываются только намерения совета директоров и менеджмента предприятия).

3.3. СИСТЕМА ИНФОРМАЦИИ, ИСПОЛЬЗУЕМОЙ В ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ



*Рис. 3.4.
Последовательность
проведения
инвестиционного анализа
при оценке стоимости
предприятия*

Информация для оценки предприятия делится на внешнюю и внутреннюю. **Внешняя информация** характеризует условия функционирования предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом. **Внутренняя информация** дает представление о деятельности оцениваемого предприятия.

Оценка стоимости предприятия начинается с инвестиционного анализа, последовательность которого представлена на рисунке 3.4.

ВНЕШНЯЯ ИНФОРМАЦИЯ. Любое предприятие осуществляет свою деятельность в некотором внешнем окружении (бизнес-среде, бизнес-окружении), которое характеризуется динамичностью. Факторы внешнего окружения можно рассматривать как стратегические ограничения деятельности предприятия. Объем и характер внешней информации различается в зависимости от целей оценки. При этом изученная внешняя информация должна быть необходимой и достаточной для итогового заключения о стоимости предприятия.

ХАРАКТЕРИСТИКА ИНВЕСТИЦИОННОГО КЛИМАТА СТРАНЫ. Факторы, определяющие инвестиционный климат страны можно разбить на три группы:

а) политико-правовая среда (политическая стабильность общества, нали-

чие и стабильность нормативной базы предпринимательской и инвестиционной деятельности, гарантия равенства форм собственности и др.);

б) экономическая среда (стабильность национальной валюты, темпы инфляции, режим налогообложения и валютного регулирования, емкость и платежеспособность внутреннего рынка и др.);

с) ресурсы и инфраструктура, социально-культурная среда, экология.

Факторы, определяющие **привлекательность страны** с точки зрения стратегического инвестора:

1. Политико-экономические условия, к которым относятся:

- отраслевая структура национального хозяйства; уровень инфляции; стабильность валюты; поддержка правительства; права человека, проявления национализма, уровень терроризма и др.

2. Юридические условия, включающие

- право наследования имущества; ограничения выезда за рубеж; невмешательство правительства в контрактную деятельность предприятий; степень свободы принятия управленческих решений и др.

3. Условия инвестирования, основными из которых являются:

- наличие приоритетных секторов экономики для размещения капитала; конвертируемость валюты; развитость финансово-кредитной и банковской системы; государственная поддержка инвестиций; уровень накопления и др.

4. Тарифы и налоги, к которым относятся:

- налоговые льготы; льготные тарифы; экспортные и импортные субсидии; таможенные союзы; возможность репатриации дивидендов и др.

5. Средства транспорта и коммуникации, которые характеризуются:

- состоянием телефонной сети страны, спутниковой, мобильной связи; наличием международных авиалиний; параметрами международных перевозок; распространением системы INTERNET и др.

6. Сырьевая база и услуги, включающие

- промышленную инфраструктуру, уровень промышленной интеграции; национальные ресурсы; развитие снабженческой сети; преимущества национальной сбытовой сети и др.

7. Рабочая сила, характеризующаяся следующими параметрами:

- концентрация рабочей силы по регионам; уровень образования, квалификации, опыта рабочей силы; профессиональный состав рабочей силы; правительственные программы подготовки кадров; уровень заработной платы.

8. Строительство объектов недвижимости (или приобретение), включая

- наличие строительных материалов; развитость строительной инфраструктуры; время, затрачиваемое на получение разрешений; качество строительства; уровень механизации строительных работ; националь-

ные кадры строителей; требования по защите окружающей среды и др.

9. Приобретение земельных участков, которое характеризуется

- наличием частной собственности на землю; возможностью получения прав долгосрочной аренды; разработанностью программ по использованию городских территорий; плотностью застройки промышленных участков и др.

10. Источники энергоснабжения, оценивающиеся следующими характеристиками:

- наличие и надежность источников; возможность расширения и модернизации их мощностей; стоимость энергоснабжения; тенденции энергопотребления; национальная энергетическая политика и др.

ХАРАКТЕРИСТИКА ИНВЕСТИЦИОННОГО КЛИМАТА В ОТРАСЛИ.
Инвестиционную привлекательность отрасли можно оценить на основе анализа следующих факторов.

- | | |
|------------------------------------|---|
| 1. Рыночные: | размер рынка и его потенциал, темп роста, цикличность спроса, эластичность цен, прибыльность и дифференциация продукции. |
| 2. Конкуренция: | состояние конкуренции отраслевого рынка, наличие равных конкурентов, степень их специализации; интенсивность конкуренции; наличие товаров-заменителей; загрузка мощностей. |
| 3. Барьеры вхождения в отрасль: | капиталоемкость отрасли; доступ к сырьевым ресурсам; защищенность со стороны государства; социальные проблемы отрасли. |
| 4. Барьеры выхода из отрасли: | специализация фондов и возможность их репрофилирования; государственные и социальные ограничения, препятствующие выходу из отрасли. |
| 5. Взаимоотношения с поставщиками: | наличие местных поставщиков, материалов-заменителей; интенсивность конкуренции среди поставщиков; возможность формирования стратегических союзов с поставщиками сырья и материалов; уровень вертикальной интеграции с поставщиками. |
| 6. Технологические факторы: | уровень технических новшеств в отрасли; сложность продукции и производства; капиталоемкость и наукоемкость продукции. |
| 7. Социальные факторы: | дисциплина работников; демографические процессы; степень охвата рабочих профсоюзами и влияние общественных организаций. |

ХАРАКТЕРИСТИКА ИНВЕСТИЦИОННОГО КЛИМАТА РЕГИОНА. Региональную привлекательность для стратегического инвестора можно оценить следующими факторами.

1. Уровень экономического развития региона:

- удельный вес региона в ВВП и национальном доходе;
- объем производства на душу населения;
- уровень самообеспеченности основными продуктами питания;
- средний уровень заработной платы работников;
- объем и динамика капитальных вложений на душу населения;
- количество предприятий;
- удельный вес убыточных предприятий и др.

2. Уровень развития инвестиционной инфраструктуры региона:

- число подрядных строительных организаций;
- объем местного производства основных строительных материалов;
- производство энергетических ресурсов на душу населения;
- плотность железных и автомобильных дорог и др.

3. Демографические характеристики:

- удельный вес населения региона в общей численности по стране;
- соотношение городского и сельского населения;
- удельный вес населения, занятого в производстве;
- уровень квалификации работников и др.

4. Уровень развития рыночных отношений и коммерческой инфраструктуры региона:

- удельный вес предприятий негосударственной формы собственности в их общем количестве;
- количество предприятий с иностранными инвестициями;
- количество банковских учреждений, страховых компаний, товарных бирж, риэлтерских фирм и др.;
- удельный вес приватизированных предприятий и др.

5. Уровень криминогенных, экологических и др. рисков.

ВНУТРЕННЯЯ ИНФОРМАЦИЯ. Для анализа и оценки технико-экономического и финансового состояния предприятия необходимо иметь следующие сведения о внутренней среде предприятия:

а) ретроспективные данные об истории предприятия;

б) описание маркетинговой стратегии предприятия:

- объемы продаж за прошлый, текущий и прогнозируемый периоды;
- себестоимость реализованной продукции;
- цены на товары (услуги), их динамика;
- прогнозируемое изменение объемов спроса.

с) характеристика поставщиков;

- d) производственная мощность (особенно важна, если высокая степень использования производственной мощности, поскольку прогнозируемый объем производства не может быть выше производственной мощности);
- e) рабочий и управленческий персонал (данный фактор производства оказывает существенное влияние на величину стоимости предприятия):
 - уровень зарплаты на предприятии в сравнении со среднеотраслевыми данными;
 - эффективность управленческого труда;
 - уровень выплаты дивидендов, компенсация оплаты труда акциями и др.;
- f) внутренняя финансовая информация: бухгалтерский баланс (форма №1); отчет о прибылях и убытках (форма №2); отчет об изменениях капитала (форма №3); отчет о движении денежных средств (форма №4); приложение к бухгалтерскому балансу (форма №5); пояснительная записка и др.

Цели сбора внутренней информации: анализ истории предприятия для выявления будущих тенденций; прогнозирование объемов продаж, денежных потоков, прибыли; анализ финансовой отчетности (документации); выявление факторов несистематического риска, характерных для оцениваемого бизнеса.

3.4. ПОНЯТИЕ, ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ – это процесс установления экспертом-оценщиком стоимости объекта оценки для определенных целей, результатом которого является научно обоснованное мнение о стоимости оцениваемого объекта на дату оценки в денежном выражении. Оценка стоимости предприятия представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс определения количественной величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка.

Основные (сущностные) черты, которые присущи процессу оценки стоимости предприятия:

- оценка стоимости предприятия (бизнеса) – это процесс, то есть для получения результата эксперт-оценщик должен проделать ряд операций, очередность и содержание которых зависят от цели оценки, характеристик объекта и выбранных методов;
- этот процесс является упорядоченным, то есть все действия совершаются в определенной последовательности;
- оценка стоимости – процесс целенаправленный. Эксперт-оценщик в своей деятельности всегда руководствуется конкретной целью. Естественно, что он должен рассчитать величину стоимости объекта. Но вот какую стоимость определить, зависит от цели оценки, а также от характеристик оцениваемого объекта;

- это процесс количественной оценки, следовательно, все стоимостные характеристики должны быть выражены количественно, независимо от того, насколько просто они поддаются точному измерению и денежному выражению;
- процесс оценки стоимости предприятия имеет рыночный характер. Это означает, что оценщик не ограничивается учетом лишь одних затрат на создание или приобретение оцениваемого объекта, его технических характеристик, местоположения, генерируемого им дохода, состава и структуры активов и обязательств и т.п. Он обязательно учитывает совокупность рыночных факторов: рыночную конъюнктуру, уровень и модель конкуренции, рыночное реноме оцениваемого бизнеса, его макро- и микроэкономическую среду, риски, сопряженные с получением дохода от объекта оценки, среднерыночный уровень доходности, цены на аналогичные объекты, текущую ситуацию в отрасли и в экономике в целом.

Процесс оценки стоимости предприятия включает в себя две базовые составляющие – аналитическую и расчетную, грамотное сочетание которых позволяет сформировать научно обоснованное мнение о величине стоимости оцениваемого объекта:

- аналитическая составляющая – это анализ прошлой, текущей и прогнозирование будущей ситуации на рынке, изучение предоставленных заказчиком документов, рассуждения о важности тех или иных факторов, влияющих на стоимость предприятия, самостоятельный выбор оценщиком источников информации, возможных подходов и методов оценки. Именно аналитическая составляющая объясняет возможность получения различных данных о стоимости одного и того же объекта в отчетах, сделанных разными оценщиками;

- расчетная составляющая – это введение полученных различными способами данных в математические формулы и получение результатов, которые снова будут аналитически перерабатываться, пока оценщик не придет к конечной искомой цифре.

Процедура оценки стоимости предприятия базируется на системе нормативно-правовых документов, которая имеет следующую иерархическую структуру:

- Конституция Российской Федерации;
- Кодексы Российской Федерации (к процессу оценки прямое отношение имеют, прежде всего, Гражданский Кодекс, Налоговый Кодекс, Земельный Кодекс, а опосредованно – все остальные, в том числе, Градостроительный и Уголовный Кодексы);¹⁷

¹⁷ Консультант-Плюс. – <http://www.consultant.ru>

- Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»;¹⁸
- Федеральные стандарты оценки (ФСО);
- Стандарты и правила оценочной деятельности саморегулируемых организаций оценщиков;
- прочие документы уполномоченных органов (например, методические рекомендации Минэкономразвития или Национального совета по оценочной деятельности).

Стандарты оценочной деятельности можно классифицировать по ряду признаков (рис.3.5).



Рис. 3.5. Классификация стандартов оценочной деятельности

¹⁸ Об оценочной деятельности в Российской Федерации: федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ (ред. от 12.03.2014) // Консультант-Плюс. – <http://www.consultant.ru>

В Российской Федерации основным нормативным документом, регламентирующим процедуру оценки, является система Федеральных стандартов оценки (ФСО), утвержденных приказами Минэкономразвития РФ в 2007-2011 гг. В настоящее время действует шесть ФСО,¹⁹ которые обязательны для применения всеми субъектами оценочной деятельности при определении стоимости любых объектов оценки.

Процесс оценки предполагает наличие **оцениваемого объекта** и **оценивающего субъекта**.

СУБЪЕКТ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ может быть определен как юридическое или физическое лицо, интересы которого находят отражение в устанавливаемой мере ценности предприятия. Субъектами оценочной деятельности являются, с одной стороны, профессиональные оценщики, обладающие специальными знаниями и практическими навыками, с другой стороны – потребители их услуг, заказчики.

В роли профессиональных оценщиков выступают юридические (оценочные фирмы, отделы оценки аудиторских и др. компаний) и физические лица (индивидуальные предприниматели). Их деятельность регулируется Федеральным законом об оценочной деятельности и Федеральными стандартами оценки.

В проведении оценочных работ заинтересованы различные стороны, от государственных структур до частных лиц: индивидуальные и коллективные собственники предприятия, потенциальные инвесторы, страховые компании, юридические организации, органы государственного управления (налоговые службы, комитеты по имуществу, банкротству, земельным ресурсам и др.), управленческие структуры, кредитные организации, страховые компании и другие организации, частные владельцы бизнеса, физические лица и т.п. (рис.3.6).

¹⁹ ФСО № 1. Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки / Приказ Минэкономразвития России № 256 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4457 (04 сентября); ФСО № 2. Цели оценки и виды стоимости / Приказ Минэкономразвития России № 255 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4457 (04 сентября); ФСО № 3. Требования к отчету об оценке / Приказ Минэкономразвития России № 254 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4458 (05 сентября); ФСО № 4. Определение кадастровой стоимости объектов недвижимости / Приказ Минэкономразвития России № 508 от 22.10.2010 г. // Консультант-Плюс. – <http://www.consultant.ru>; ФСО № 5. Виды экспертизы, порядок ее проведения, требования к экспертному заключению и порядку его утверждения / Приказ Минэкономразвития России № 238 от 04.07.2011 г. // Консультант-Плюс. – <http://www.consultant.ru>; ФСО № 6. Требования к уровню знаний эксперта саморегулируемой организации оценщиков / Приказ Минэкономразвития России № 628 от 07.11.2011 г. // Консультант-Плюс. – <http://www.consultant.ru>.

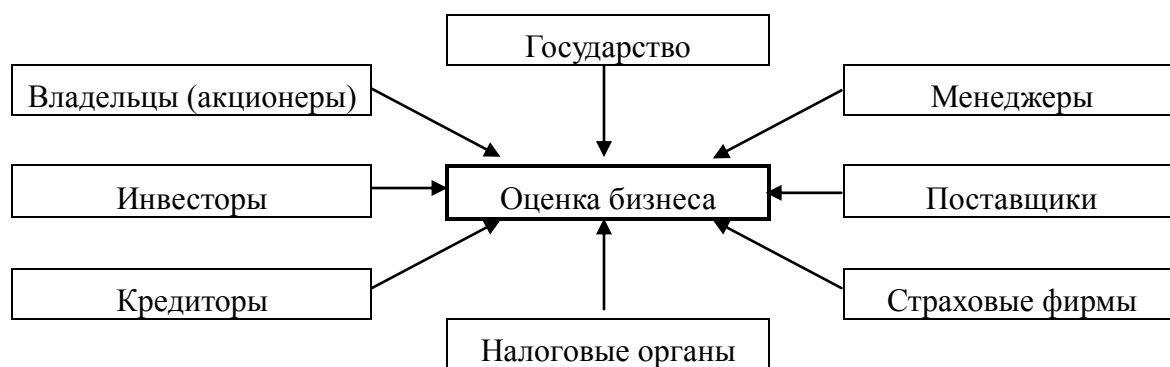


Рис. 3.6. Стороны, заинтересованные в оценке предприятия

В качестве основных субъектов оценки стоимости предприятия можно выделить:

- а) предприятие, являющееся юридическим лицом;
- б) собственников предприятия, которые подразделяются на:
 - владельцев, обладающих абсолютным правом собственности и соответственно полной (неограниченной) ответственностью по долговым обязательствам предприятия;
 - корпоративных владельцев, имеющих только обязательственные права по отношению к предприятию и несущих ответственность по его долгам, ограниченную их взносом в уставный капитал (например, в виде пакета акций);
- в) различных юридических и физических лиц из внешнего окружения, к которым относятся:
 - индивидуальные кредиторы и финансово-кредитные учреждения;
 - страховые компании или агентства;
 - потенциальные инвесторы;
 - фондовые биржи;
 - арендаторы;
- г) государство, представленное различными органами, в том числе:
 - Министерством экономики и развития;
 - Министерством управления государственным имуществом;
 - антимонопольным комитетом;
 - налоговой службой;
 - арбитражными судами и др.;
- д) региональные образования, представляемые:
 - комитетами по управлению муниципальным имуществом;
 - комитетами по занятости населения;
 - иностранные юридические и физические лица, международные организации.

ОБЪЕКТОМ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ является любой объект собственности. Объекты оценки являются объектами гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их

участия в гражданском обороте. В российском законе об оценочной деятельности²⁰ к объектам оценки отнесены

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

При определении стоимости предприятия различают следующие объекты оценки: предприятие в целом; объекты недвижимости предприятия – земельный участок и все, что неразрывно с ним связано: здания, сооружения незавершенное строительство, многолетние насаждения, обособленные водные объекты; движимое имущество предприятия – рабочие машины, вычислительная техника, транспортные средства; нематериальные активы предприятия; финансовые активы предприятия (главным образом ценные бумаги); инвестиционные проекты.

При **оценке предприятия** объектом выступает деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляемая на основе функционирования имущественного комплекса предприятия.

Существует две точки зрения на понятие «оценка предприятия»:

- 1) оценка предприятия в качестве юридического лица. В этом случае характерно отождествление оценки предприятия с оценкой его имущества, т.е. оценка предприятия как юридического лица;
- 2) оценка предприятия как совокупности бизнес-линий, которые могут принадлежать не только юридическим, но и физическим лицам.

Таким образом, существует два предмета оценки предприятия:

- оценка предприятия как оценка его имущественного комплекса;
- оценка «бизнес-линий», обеспечивающих с некоторой вероятностью будущие доходы.

«**БИЗНЕС-ЛИНИЮ**» можно определить как совокупность прав собственности, долгосрочных привилегий (льгот) и конкурентных преимуществ, специального (доменная печь, штукатурная станция) и универсального (административное здание) имущества, технологий, а также

²⁰ Об оценочной деятельности в Российской Федерации: федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ (ред. от 12.03.2014) // Консультант-Плюс. – <http://www.consultant.ru>

контрактов (по поставке сырья и материалов, аренде имущества, найму работников, сбыту продукции и др.), которые обеспечивают возможность получать определенные доходы (поток доходов). В этом смысле бизнес-линию еще называют «продуктовой линией», в инвестиционном анализе – инвестиционным проектом.

Оценка бизнес-линий может преследовать пять основных целей:

1) оценить все бизнес-линии предприятия, чтобы суммой их стоимости (плюс рыночная стоимость нефункционирующих или избыточных активов) охарактеризовать рыночную стоимость данного предприятия как действующего;

2) определить ориентировочную обоснованную максимальную (способную служить в соответствующих торгах для продавца стартовой) цену;

3) оценить целиком однопродуктовое предприятие, цена которого совпадает (без учета нефункционирующих активов) с оценкой его единственной бизнес-линии;

4) оценить рыночную ценность инвестиционного проекта, совпадающего с рассматриваемой бизнес-линией (может быть использовано в целях отбора инвестиционных проектов для финансирования);

5) установить ориентировочную обоснованную рыночную стоимость уставного (собственного) капитала предприятия, учрежденного для реализации планируемого инвестиционного проекта и имеющего для этого конкурентные преимущества, но еще не приступившего к реализации оцениваемого проекта.

Оценка бизнес-линий (и предприятий как держателей нескольких бизнес-линий) в расчете на ожидаемые по ним доходы имеет смысл лишь тогда, когда предполагается ведение (продолжение) этих бизнес-линий в течение всего того периода, ожидаемые доходы за который включают в данную оценку.

Профессиональный оценщик в своей деятельности всегда руководствуется конкретной **целью**. Четкая, грамотная формулировка цели позволяет правильно определить вид рассчитываемой стоимости, выбрать метод оценки. Как правило, цель оценки состоит в определении какого-либо вида оценочной стоимости, необходимой клиенту для принятия инвестиционного решения, для заключения сделки, для внесения изменений в финансовую отчетность и т.п. Основные цели оценки стоимости предприятия с точки зрения различных субъектов оценки приведены в таблице 3.1.

Потребность в оценке стоимости предприятия возникает при решении множества задач имущественного характера, имеющих важное экономическое значение как для субъектов оценки, так и для будущих объектов собственности на целевом рынке. Среди множества таких задач можно выделить: осуществление сделок купли-продажи предприятий, их долей, пакетов акций; кредитование под залог объектов собственности; страхование имущества;

принятие управленческих решений; оценка эффективности деятельности предприятия и др.

Таблица 3.1

Цели оценки предприятия с точки зрения различных субъектов оценки

Субъект оценки	Цель оценки
Предприятие как юридическое лицо	1. Обеспечение экономической безопасности. 2. Разработка плана развития предприятия. 3. Оценка эффективности текущего управления предприятием. 4. Определение стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятия на фондовом рынке. 5. Осуществление инвестиционного проекта на предприятии.
Собственник	1. Выбор варианта распоряжения собственностью. 2. Оценка реальной рыночной стоимости предприятия как действующего. 3. Оценка доли (вклада) в уставном капитале ООО. 4. Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия. 5. Реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние и поглощение, выделение самостоятельных предприятий и т.п.), проводимая по решению собственников предприятия. 6. Выявление альтернативных подходов к управлению предприятием и определение, какой из них обеспечит собственнику максимальную рыночную стоимость.
Финансовые институты	1. Проверка платежеспособности заемщика. 2. Определение кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании. 3. Определение размера ссуды, выдаваемой под залог.
Страховые фирмы	1. Установление размера страхового взноса. 2. Определение суммы страховых выплат.
Фондовые биржи	1. Расчет конъюнктурных характеристик. 2. Проверка обоснованности котировок ценных бумаг.
Инвесторы	1. Проверка целесообразности инвестиционных вложений в предприятие. 2. Определение допустимой цены приобретения предприятия (или акций).
Государственные органы	1. Подготовка предприятия к приватизации. 2. Назначение арендной платы при передаче предприятия в аренду. 3. Определение облагаемой базы для различных видов налогов. 4. Установление размера выручки от принудительной ликвидации через процедуру банкротства. 5. Оценка для судебных целей.

Процедура определения стоимости предприятия базируется на совокупности **ОПЕРАЦИОННЫХ ПРИНЦИПОВ**, являющихся, с одной стороны, научной основой для выбора методов оценки и установления итоговых

результатов расчетов, а с другой стороны, облегчающие процесс оценки с информационно-вычислительной точки зрения. Рассмотрим наиболее важные **операционные принципы оценки.**

Принцип корректности исходных данных связан с использованием в процессе оценки предприятия сравнительного подхода, базирующегося на информации по предприятиям, сопоставимым с объектом оценки. Как следствие, необходим учет особенностей и проведение корректировки исходных данных для максимально возможного приближения характеристик оцениваемого и сопоставимых предприятий.

Принцип достоверности означает, что используемые в расчетах исходные данные должны характеризоваться приемлемой степенью точности. Прогнозные характеристики следует устанавливать с использованием современных методов прогнозирования, а не исходя из субъективных представлений экспертов.

Принцип целевой направленности предполагает необходимость применения при выполнении расчетов таких подходов и методов, которые соответствуют цели определения стоимости предприятия.

Принцип системности обуславливает необходимость формирования системы оценки предприятия на основе единства и взаимообусловленности ее элементов (жизненного цикла предприятия, приемлемой точности исходной информации, цели оценки и др.).

Принцип многокритериальности определяет целесообразность использования нескольких критериев при установлении корректного результата оценки предприятия в случае выполнения расчетов с помощью различных методов.

Принцип актуализации результатов расчетов предполагает необходимость внесения корректировок в расчеты стоимости предприятия в случае появления новой статистической информации, изменения рыночных цен акций и отдельных активов предприятия, системы налогообложения и др. данных.

Принцип аналогии означает, что знания и опыт в ходе оценки некоторого предприятия, или статистическая ретроспективная информация об объектах оценки примерно одинаковой природы (одинаковых параметров) может переноситься на другой менее изученный объект с учетом его особенностей.

Принцип оптимальности, в соответствии с которым из альтернативных вариантов определения стоимости предприятия рекомендуется выбирать вариант, соответствующий наиболее полной реализации функциональных возможностей предприятия. Следствием применения оптимального варианта будет достижение максимальной стоимости предприятия.

Принцип адекватности характеризует, во-первых, необходимость организации процесса сбора достоверной ретроспективной и текущей информации на постоянной основе, а, во-вторых, выявление устойчивых

тенденций в развитии отраслей и производств.

Принцип верифицируемости предполагает необходимость исследования степени достоверности и обоснованности получаемых результатов расчетов стоимости предприятия.

3.5. МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Оцениваемая стоимость предприятия – понятие многогранное, ее величина зависит от множества различных факторов и определяется общей моделью следующего вида:

$$PC = \sum_{i=1}^n a_i \cdot f_i + \varepsilon, \quad (3.1)$$

где a_i – коэффициенты, учитывающие степень влияния фактора на рыночную стоимость (может быть с «+» и с «-»);

f_i – один из факторов влияния;

ε – остаточная величина, отражающая степень точности факторной модели.

Все факторы невозможно одновременно учесть в рамках одного расчетного алгоритма. Поэтому при построении той или иной модели определения стоимости предприятия ряд факторов, влияющих на величину стоимости, принимается за постоянную величину, в то время как другие – за переменную. Как следствие, для определения рыночной или другого вида стоимости применяются специальные приемы и способы расчета, которые получили название подходов и методов оценки.

ПОДХОД К ОЦЕНКЕ – это совокупность методов оценки, объединенных общей методологией.²¹ Подход к оценке стоимости предприятия определяет критерии отбора факторов в модель (3.1), определения их характера и степени влияния на величину стоимости. В зависимости от факторов стоимости, являющихся основными переменными в алгоритмах, различают три концепции (подхода) оценки предприятий:

- доходная концепция (подход);
- рыночная концепция (подход);
- затратная концепция (подход).

Каждый подход позволяет учесть определенные факторы стоимости.

Доходный подход учитывает основное предположение оценки предприятия (бизнеса), в соответствии с которым базовым фактором его стоимости является доход. При этом, чем больше доход, приносимый

²¹ ФСО № 1. Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки / Приказ Минэкономразвития России № 256 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4457 (04 сентября), ст.7.

предприятием (бизнесом), тем, при прочих равных условиях, выше его стоимость.

Сравнительный подход предполагает, что стоимость предприятия (бизнеса) может быть оценена на основе информации о ценах продаж предприятий (или их акций), сопоставимых с объектом оценки.

Имущественный (затратный) подход рассматривает стоимость предприятия (бизнеса) с точки зрения издержек, затраченных на формирование его активов с учетом накопленного износа.

☑ *Общий критерий определения подхода к определению величины стоимости заключается в том, что фактор, положенный в основу подхода, отражает наиболее существенные моменты содержательной характеристики оцениваемого объекта (предприятия). В частности:*

- доходный подход определяет стоимость объекта оценки (предприятия) с точки зрения будущих выгод (доходов), ожидаемых к получению его владельцем;
- сравнительный подход устанавливает современную стоимость объекта оценки на соответствующем сегменте рынка, определяемую через процедуры его сравнения с сопоставимыми объектами;
- затратный подход исследует возникновение стоимости с точки зрения затрат, необходимых для создания объекта оценки на момент оценки.

Практическая реализация подходов к определению стоимости предприятия предполагает применение различных методов оценки. Вообще, МЕТОДОМ (греч. methodos – путь исследования, теория, учение) называется способ достижения какой-либо цели, решения конкретной задачи; совокупность приемов или операций теоретического или практического освоения действительности. То есть это система способов и приемов, с помощью которых отображается содержание исследуемого объекта, явления или процесса в количественных зависимостях, устанавливающих однозначную взаимосвязь между различными факторами, влияющими на данный объект, явление или процесс (например, на стоимость предприятия).

МЕТОД ОЦЕНКИ – это последовательность процедур, позволяющая на основе существенной для данного метода информации определить стоимость объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке.²² Каждый метод оценки предполагает предварительный анализ определенной информационной базы и соответствующий алгоритм расчета. Все методы оценки позволяют определить стоимость предприятия на конкретную дату, и все методы являются

²² ФСО № 1. Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки / Приказ Минэкономразвития России № 256 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4457 (04 сентября), ст. 7.

рыночными, так как учитывают сложившуюся рыночную конъюнктуру, рыночные ожидания инвесторов, рыночные риски, сопряженные с оцениваемым бизнесом, и предполагаемую «реакцию» рынка при сделках купли-продажи с оцениваемым объектом.

Методы оценки различаются также временными аспектами исследования. Одни методы ориентированы, в основном, на ретроспективную информацию (методы затратного подхода), другие – на перспективную (методы доходного подхода), третьи – на текущую информацию фондового рынка (методы сравнительного подхода). Поэтому их совместное использование позволяет проанализировать предприятие с различных сторон и более корректно установить величину его рыночной стоимости.

Общие характеристики подходов и методов оценки стоимости предприятия приведены на рисунке 3.7.



Рис. 3.7. Подходы и методы оценки предприятия

Методы оценки стоимости предприятия реализуются посредством реализации некоторых алгоритмов, представляющих собой совокупность процедур, последовательность действий, позволяющих получить конкретное числовое значение стоимости.

Подходы и методы оценки характеризуются определенными достоинствами и недостатками, которые определяют область их рационального применения. Обобщающие характеристики условий возможности и целесообразности применения основных подходов к определению стоимости предприятия приведены в таблице 3.2.

Таблица 3.2

Условия применимости основных подходов к определению стоимости предприятия

Доходный подход	Сравнительный подход	Имущественный подход
Предприятие извлекает значительную добавленную стоимость из своих операций	Существует достаточное количество предприятий, сопоставимых с оцениваемым предприятием	Предприятие обладает значительной величиной материальных активов
Доход или денежный поток предприятия является положительной величиной	Условия сделок с предприятиями-аналогами сопоставимы с соответствующими условиями для оцениваемого предприятия	Предприятие создает незначительную добавленную стоимость из своих операций
Предприятие характеризуется существенной нематериальной стоимостью	Существует достоверная информация по сопоставимым предприятиям	Балансовый отчет предприятия включает большую часть его материальных активов
Риск деятельности предприятия может быть корректно измерен с помощью нормы дисконта	Коэффициенты, характеризующие деятельность предприятий, отражают разумное представление о рыночных обстоятельствах и ценах на дату оценки	Можно получить достоверные оценки стоимости активов предприятия
Будущую деятельность предприятия можно достоверно спрогнозировать	Размер оцениваемого предприятия достаточен, чтобы сравнивать его с предприятиями, акции которых котируются на фондовом рынке	Оцениваемая доля собственности обладает возможностью контроля или доступом к стоимости базовых активов предприятия

В некоторых случаях традиционные концепции (доходный, сравнительный и имущественный подходы) могут быть неприменимы к определению стоимости конкретного предприятия. В таких ситуациях может использоваться комбинированный подход (затратно-доходный, затратно-

сравнительный). В этом подходе сначала методами сравнительного или доходного подходов определяется рыночная стоимость объекта оценки в так называемом «товарном» виде (готовом к использованию или купле-продаже). На втором этапе находится стоимость реального объекта (далекого от «товарного» состояния) – путем вычитания рыночной стоимости недостающего элемента или «добавления» качества элемента из стоимости обновленного объекта. Комбинированный подход используется для оценки свободных земельных участков; объектов недвижимости, требующих реконструкции; незавершенного строительства; бизнеса, подлежащего реорганизации и др.

Каждый из подходов открывает перед оценщиком различную перспективу. Поэтому при определении рыночной стоимости предприятия необходимо использовать все доступные для реализации подходы к оценке или обосновать отказ от использования какого-то подхода вследствие объективных причин (например, отсутствие сделок с сопоставимыми предприятиями, убыточность объекта оценки, отсутствие доступной информации и др.).

Хотя подходы к оценке основываются на данных, собранных на одном и том же рынке, каждый подход имеет дело с различным аспектом рынка. На совершенном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков являются несовершенными, предложение и спрос не находятся в равновесии. Потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производители могут быть неэффективны. По этим, а также и по другим причинам используемые для оценки предприятия подходы могут давать различные показатели стоимости. Поэтому результаты применения различных подходов к оценке должны быть согласованы для установления единой итоговой величины стоимости предприятия.

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

1. Что такое «фактор стоимости предприятия»?
2. Перечислите факторы стоимости предприятия.
3. Что такое «принцип оценки»?
4. Перечислите принципы оценки стоимости предприятия, связанные с представлением владельца об имуществе.
5. Перечислите принципы оценки стоимости предприятия, связанные с эксплуатацией предприятия.
6. Перечислите принципы оценки стоимости предприятия, обусловленные действием рыночной среды.
7. Какая информация используется при оценке стоимости предприятия?
8. Что такое «оценка стоимости предприятия»?
9. Кто является субъектом оценочной деятельности?
10. Что является объектом стоимостной оценки?

11. Назовите цели оценки предприятия.
12. Какие операционные принципы необходимо соблюдать в процессе определения стоимости предприятия?
13. Что представляет собой общая модель оцениваемой рыночной стоимости предприятия?
14. Что такое «подход к оценке»?
15. Какие существуют подходы к определению стоимости предприятия?
16. Что такое «метод оценки»?
17. В чем состоит сущность доходного подхода?
18. Какие методы оценки используются в доходном подходе?
19. В чем состоит сущность сравнительного подхода?
20. Какие методы оценки применяются в сравнительном подходе?
21. В чем состоит сущность затратного подхода?
22. Какие методы оценки используются в затратном подходе?

4. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

4.1. Сущность доходного подхода и анализ основных методов оценки

Основой предприятия, его органической сущностью является получение дохода от владения собственностью. Поэтому предприятие интересно субъектам рыночных отношений, прежде всего, как источник получения дохода. Как следствие, наиболее адекватным сути предприятия как объекта инвестирования является доходный подход. При этом рыночная оценка предприятия во многом зависит от того, каковы его перспективы.

В соответствии со ст.13 ФСО № 1,²³ доходный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки. Доходный подход к оценке стоимости предприятия состоит в том, чтобы определить стоимость предприятия на основе тех доходов, которые оно способно в будущем (после даты оценки) приносить своему владельцу, включая выручку от продажи имущества (нефункционирующих или избыточных активов), которое не понадобится для получения этих доходов.

При оценке предприятия с позиций доходного подхода, само предприятие рассматривается в большей степени не как имущественный комплекс, а как

²³ ФСО № 1. Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки / Приказ Минэкономразвития России № 256 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4457 (04 сентября).

бизнес, дело, которое может приносить прибыль. Чем больше приносимый предприятием доход, тем выше, при прочих равных условиях, его рыночная стоимость. При этом имеет значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс.

Будущие доходы предприятия оцениваются и суммируются с учетом времени их появления, т.е. оценщик пересчитывает эти будущие доходы в единую сумму текущей стоимости. Приведение будущих доходов к текущей стоимости на дату проведения оценки основано на концепции изменения стоимости денег во времени, согласно которой доход, полученный в настоящий момент времени, имеет для инвестора большую ценность, чем такой же доход, который будет получен в будущем.

Стоимость нефункционирующих активов учитывается на уровне их рыночной стоимости (не балансовой) – точнее, как вероятная цена их срочной (в течение текущего периода) продажи.

Основным принципом доходного подхода является **ПРИНЦИП ОЖИДАНИЯ**, так как рыночная стоимость предприятия определяется как текущая стоимость прав на ожидаемые будущие выгоды. Особый интерес для инвесторов представляют объем, качество и продолжительность ожидаемого будущего потока доходов.

Доходный подход является наиболее предпочтительным с точки зрения достижения главной цели предпринимательской деятельности (получение прибыли). Этот подход моделирует позицию типичного покупателя-инвестора, которому необходимо обеспечить возврат капитала, вложенного в покупку предприятия, и получить рыночно обоснованный доход на вложенный капитал.

Этот подход считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, покупает не набор активов (здания, оборудование, запасы и т.п.), а поток будущих доходов, позволяющий ему вернуть вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние. С этой точки зрения, все предприятия (к каким бы отраслям экономики они ни относились) производят один вид товарной продукции – деньги.

Оценка предприятия с применением методов доходного подхода основана на принципе, что потенциальный покупатель не заплатит за долю в предприятии (бизнесе) больше, чем она может принести доходов в будущем.

Таким образом, **максимально приемлемая для потенциального покупателя (инвестора) стоимость предприятия**, определенная доходным подходом, представляет собой сумму всех приведенных по фактору времени доходов бизнеса, которые может получить предприятие и его владелец. Т.е. за предприятие заплатят столько, сколько он сможет принести дохода, при этом капиталовложения, сделанные ранее в бизнес прежним владельцем, не имеют отношения к оценке предприятия.

Инвестор (покупатель)	Результат	Собственник
РС не больше ($\leq$) текущей стоимости будущих доходов	РС = текущей стоимости будущих доходов	РС не меньше ($\geq$) текущей стоимости будущих доходов

Рис. 4.1. Формирование рыночной стоимости предприятия доходным подходом

Применяя доходный подход, оценивают стоимость предприятия с точки зрения того инвестора, **который имеет или будет иметь 100-процентный контроль** над данным предприятием. Это объясняется тем, что оценивать предприятие по его будущим доходам разумно лишь для того, кто может в любых формах (прибыль, дивиденд, рост рыночной стоимости акций и др.) изъять с предприятия зарабатываемые им доходы.

Доходный подход является основным для оценки рыночной стоимости действующих предприятий, которые и после перепродажи новым владельцам не планируется ими закрывать (ликвидировать). Он предполагает рассмотрение предприятия как совокупности бизнес-линий, каждая из которых представляет собой совокупность:

1. сбытовых (по реализуемому продукту) и закупочных (по покупным ресурсам) линий, имеющихся у предприятия (контракты на сбыт и поставки);
2. доступных ему технологий выпуска продукции – патенты, лицензии, ноу-хау;
3. имущества, необходимого для ведения бизнеса;
4. обученного персонала, право на наем которого каким-либо образом закреплено за предприятием.

Преимущества доходного подхода:

- учитывает основную цель деятельности предприятия и интересы инвесторов – получение прибыли;
- отражает перспективы развития предприятия, будущие ожидания;
- он учитывает экономическое устаревание объектов;
- через ставку дисконта принимает во внимание рыночный аспект, уровень риска и инфляционные тенденции;
- результаты доходного подхода позволяют руководителям предприятий выявлять проблемы, тормозящие развитие бизнеса; принимать решения, направленные на рост дохода.

При всех преимуществах этот подход не лишен спорных и негативных моментов:

- характеризуется значительной трудоемкостью и требует высокой квалификации оценщиков (специалистов);
- ему свойственен высокий уровень субъективизма при прогнозировании доходов;
- на точность прогноза сильно влияет и стабильность внешней экономиче-

ской среды, что актуально для довольно неустойчивой российской экономической ситуации;

- высока доля вероятностей и условностей, так как устанавливаются различные предположения и ограничения;
- велико влияние различных факторов риска на прогнозируемый доход;
- проблематично достоверное определение реального дохода, показанного предприятием в отчетности, причем не исключено преднамеренное отражение убытков в различных целях, что связано с непрозрачностью информации отечественных предприятий;
- сложен учет непрофильных и избыточных активов;
- не учитывает конъюнктуру рынка;
- носит вероятностный характер;
- некорректна оценка убыточных предприятий.

Основной проблемой доходного подхода является процедура преобразования (трансформации) дохода предприятия в его рыночную стоимость. Существует два способа такой трансформации: капитализация и дисконтирование, как следствие, в доходном подходе используются два метода:

- метод капитализации дохода, в котором будущий доход предприятия за один период (как правило, один год) преобразуется в показатель текущей стоимости путем деления на коэффициент капитализации;
- метод дисконтирования (дисконтированных) денежных потоков, основанный на прогнозе будущих доходов предприятия на несколько периодов (как правило, 5 и более лет), которые преобразуются в текущую стоимость с помощью дисконтирования по формуле сложного процента.

Таким образом, сущность обоих методов одна: прогнозирование будущих доходов предприятия и их преобразование в показатель текущей (приведенной) стоимости. Различаются методы способом трансформации: капитализация или дисконтирование.

Область использования методов доходного подхода для оценки предприятия представлена в таблице 4.1.

Некоторые предприятия сложно оценить с помощью затратного подхода, а для использования сравнительных методик оценки нет соответствующей рыночной информации. Поэтому для определения стоимости таких предприятий возможен только доходный подход. К таким предприятиям, например, относятся:

- предприятия, связанные с информационно-рекламной сферой деятельности, так как их стоимость зависит от размеров и эффективности первоначальных затрат, последующих объемов реализации услуг и чистых доходов;
- предприятия, деятельность которых базируется на новых технологиях, когда стоимость предприятия существенно зависит от конъюнктуры соответствующего сектора рынка;

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

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

Таблица 4.1

Область использования методов доходного подхода

Метод капитализации доходов	Метод дисконтирования денежных потоков
1. Предприятие находится в устойчивом состоянии.	1. Потенциал предприятия получать доход существенно повышает ее стоимость.
2. Оценщик имеет достаточно достоверных данных для оценки будущих доходов.	2. Ожидается, что доход в будущем будет существенно отличаться от текущего уровня.
3. Доход оцениваемого предприятия значительный и положительный.	3. Будущий доход предприятия можно более или менее достоверно предсказать.
4. Ожидается, что доход в будущем будет приблизительно равен текущему уровню дохода.	4. Доходы в течение всего прогнозного периода будут значительными и положительными.
5. Прогнозируемые темпы роста дохода незначительные и предсказуемые.	5. Доход последнего года прогнозного периода будет значительным и положительным. Потоки доходов и расходов носят сезонный характер.
6. Способность предприятия зарабатывать доход существенно повышает его стоимость.	6. Предприятие имеет определенную историю.
7. Стоимость предприятия существенно увеличивается за счет наличия квалифицированного труда и нематериальных активов.	7. Предприятие является крупным многофункциональным коммерческим объектом.
8. Предприятие недавно образовано, его бизнес только начинается.	8. Предприятие является объектом для приобретения.
	9. Оценка производится для целей управления предприятием через стоимость.

4.2. МЕТОД ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

К основным факторам, влияющим на стоимость предприятия (бизнеса) относятся: перспективы деятельности предприятия; часть капитала, способного приносить доход в будущем; уровень доходов; время получения доходов; уровень риска. Все эти факторы в наибольшей степени позволяет учесть метод дисконтирования денежных потоков. Этот метод основан на предположении, что денежная сумма (стоимость), которую потенциальный инвестор (владелец) готов заплатить за предприятие, определяется на основе прогноза будущих доходов (денежных потоков), которые он может получить в будущем от оцениваемого предприятия. Причем будущие доходы прогнозируются за ряд лет (обычно 5-10 лет) и определяется их так назы-

ваемая текущая стоимость.

МЕТОД ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ (метод ДДП) – это метод определения рыночной стоимости предприятия как суммы текущей стоимости будущих выгод от владения предприятием. При этом будущие преимущества от владения предприятием представляют собой периодические (ежегодные, ежеквартальные, ежемесячные) поступления в течение периода владения и выручку от продажи предприятия по истечении периода владения (реверсию).

Теоретические основы метода дисконтирования денежных потоков.

1. Метод ДДП основывается на базовой экономической концепции, сущность которой заключается в следующем: поскольку количество денежных средств ограничено, поэтому они являются экономическим ресурсом, т.е. их использование характеризуется стоимостью (ценностью). При этом стоимость денежных средств изменяется с течением времени, т.е. 1 руб. сегодня стоит больше 1 руб. в будущем.

☑ *Это значит, что отдача от вложения денежных средств должна превышать их текущую стоимость. Нет смысла инвестировать 100 руб. сегодня на обещание той же суммы в будущем. Если сегодня вы вкладываете в предприятие 100 руб., то впоследствии вы должны получить больше 100 руб.*

Причины изменения стоимости денежных средств с течением времени:

– действие инфляции, снижающей покупательную способность денежных средств и, как следствие, их реальную стоимость. Поэтому рост будущей величины денежных средств необходим для сохранения их реальной величины (покупательной способности);

☑ *Например, если вы вложили 100 руб. на 1 год при инфляции 6 %, то через год вы должны получить 106 руб., чтобы сохранить реальную стоимость 100 руб., вложенных год назад.*

– влияние уровня риска, величина которого зависит от степени неопределенности получения денежных сумм в будущем. При этом, чем выше уровень риска, тем больше должна быть величина отдачи;

☑ *Например, тридцатилетние облигации Казначейства США, являющиеся правительственными ценными бумагами, характеризуются практически отсутствием кредитного риска, поэтому инвесторы удовлетворяются невысокой отдачей – на уровне 3-4 %. Вложения инвестиций в реальное предприятие характеризуется значительно более высоким уровнем риска, поэтому отдача от таких вложений должна быть больше (например, 20-30 %).*

– «компенсация» за ожидание, т.е. так называемая «цена возможности». Вкладывая инвестиции в предприятие, инвестор лишает себя возможности их использования по другим направлениям (текущее потребление, вложение в другие активы и т.д.), поэтому он должен получить плату за отказ от текущего использования денежной суммы, вложенной в предприятие.

2. Оценка стоимости денежных средств основывается на их способности приносить доход за счет помещения в доходные активы. При этом количественно стоимость денежных средств является величиной переменной и определяется величиной чистого дохода, который может принести каждая единица денежных средств (каждый рубль).

☑ Например, если мы положили некоторую сумму денег на банковский депозит под 8 % годовых, то стоимость денег составляет 8 коп. на каждый вложенный рубль, а если эту же сумму мы поместили на депозит под 10 % годовых, то стоимость денег уже составит 10 коп.

3. Поскольку денежные суммы, возникающие в разные периоды времени, характеризуются неодинаковой ценностью, в экономических расчетах их нельзя складывать, вычитать, делить, умножать и т.п. непосредственно, не приведя к одинаковой ценности.

4. Вычисление денежных сумм, возникающих в разные периоды времени, в единицах одинаковой ценности осуществляется путем приведения их к одному периоду по шкале времени (рис.4.2). Процесс приведения денежных сумм к ценности будущих периодов называется наращением (компаундингом), к ценности начальных периодов – дисконтированием.

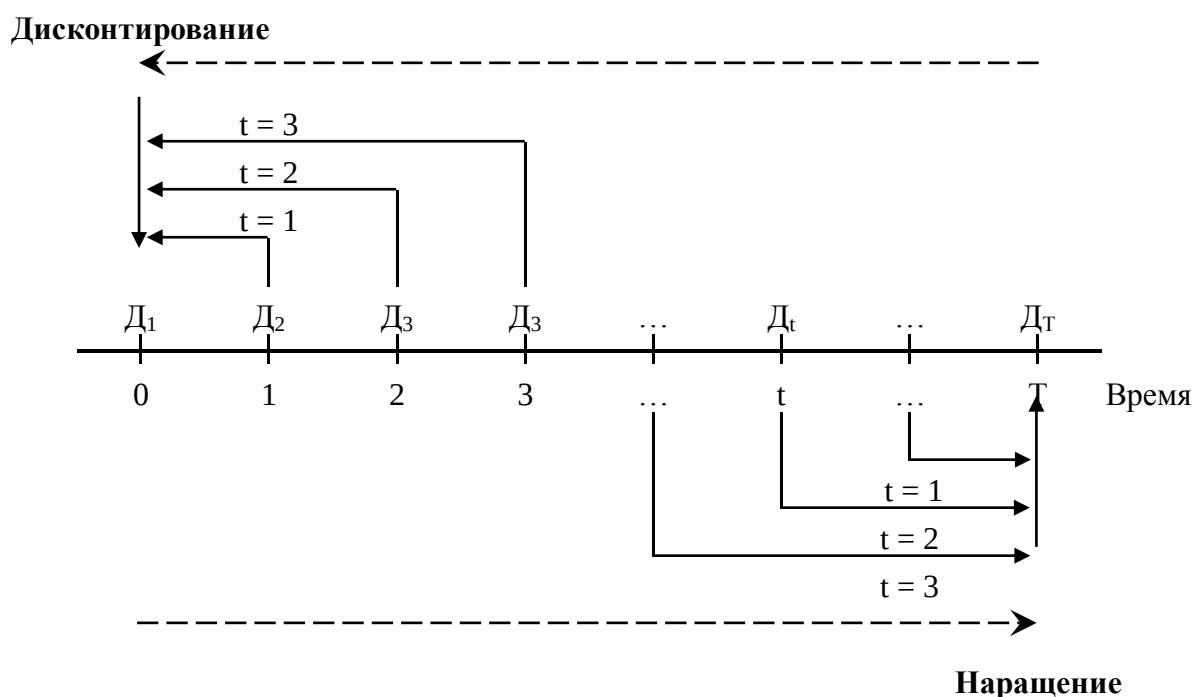


Рис. 4.2. Схема приведения разновременных денежных сумм по шкале времени

Существует два инструмента приведения денежных сумм к одному периоду времени: будущая стоимость и текущая стоимость.

5. Будущая стоимость денег представляет собой ту сумму, в которую пре-

вратятся инвестированные в настоящий момент денежные средства **PV** через определенный период времени **T** с учетом определенной ставки процента **E** (рис.4.3, а).

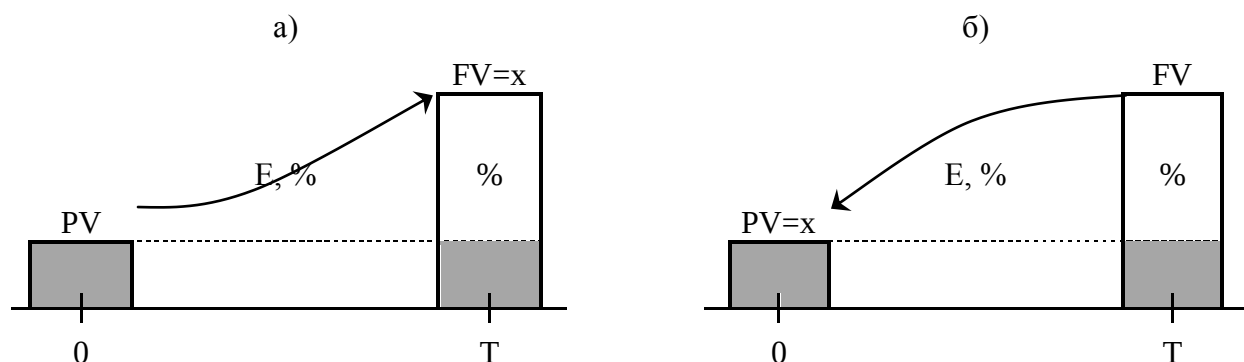


Рис. 4.3. Нарращение (а) и дисконтирование (б) по сложному проценту

Определение будущей стоимости связано с процессом наращения (компаундинга), которое представляет собой поэтапное увеличение текущей стоимости денежной суммы путем присоединения к ее первоначальному размеру суммы процентов (процентных платежей). Величина будущей стоимости денежных средств определяется по формуле:

$$FV = PV(1 + E)^T, \quad (4.1)$$

где **FV** – будущая стоимость денежных средств;

PV – текущая стоимость денежных средств;

E – ставка процента (дисконтная ставка, ставка доходности инвестиций);

T – период, отделяющий время возникновения денежной суммы от точки приведения.

6. Текущая (настоящая, современная) стоимость денег представляет собой сумму, в которую превратятся будущие денежные суммы, приведенные с учетом определенной ставки процента (дисконтной ставки) к начальному периоду (рис.4.3, б). Определение текущей стоимости денег связано с процессом дисконтирования, который представляет собой операцию, обратную наращению. В этом случае сумма процента (дисконта) вычитается из будущей стоимости денежных средств. Величина текущей стоимости денежных средств определяется по формуле:

$$PV = FV \frac{1}{(1 + E)^T}, \quad (4.2)$$

где $\frac{1}{(1 + E)^T}$ – коэффициент дисконтирования (дисконтный множитель), показывающий, во сколько раз текущая стоимость денег меньше их будущей стоимости.

7. Поскольку рыночная стоимость предприятия рассчитывается сегодня на основе прогноза будущих доходов, то в оценке применяется процесс дисконти-

рования, т.е. приведение будущих денежных потоков к единому моменту времени в настоящем (дате оценки) с учетом изменения ценности денег с течением времени. Приведение разновременных денежных сумм к одинаковой ценности с помощью дисконтирования выполняется путем умножения будущих денежных потоков на коэффициент дисконтирования $K_d = \frac{1}{(1+E)^T}$.

Метод ДДП предполагает финансовое моделирование, основанное на анализе информации за прошлые периоды и на допущениях, позволяющих прогнозировать доходы и расходы, создаваемые оцениваемым предприятием. Эти допущения касаются количества, качества, характера изменения, временного профиля и длительности притоков и оттоков, на основе которых определяется стоимость предприятия. При этом факторы неопределенности и риска, как правило, учитываются либо премиями в составе ставки дисконта, либо снижением прогнозируемых доходов.

ПРЕИМУЩЕСТВА метода дисконтированных будущих доходов:

- возможность выполнения анализа денежных потоков во времени;
- единственный метод, который позволяет исследовать будущие ожидания относительно цен, затрат, инвестиций и др. показателей деятельности предприятия;
- учитывает рыночный аспект, так как требуемая ставка доходности (дисконта) рассчитывается по данным рынка.

НЕДОСТАТКИ метода дисконтированных будущих доходов:

- трудности получения прогнозных данных для расчета денежных потоков вследствие отсутствия адекватных методов прогнозирования и необходимости учета не только внутренней информации по предприятию, но и значительного объема внешних данных;
- трудоемкость расчетов;
- с увеличением прогнозного периода существенно снижается достоверность данных для расчета будущих денежных потоков и, как следствие, корректность расчета стоимости предприятия;
- вероятностный характер расчетов и получаемых результатов;
- умозрительность.

Ситуации возможной неточной оценки:

- оценка убыточных предприятий (терпящих систематические убытки);
- оценка новых предприятий, так как отсутствие ретроспективы прибылей затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков бизнеса.

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ МЕТОДОМ ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Оценка стоимости предприятия (бизнеса) методом ДДП предполагает выполнение нескольких этапов.

1. Выбор модели денежного потока. При оценке предприятия можно применять две модели денежного потока:

– денежный поток для собственного капитала, на основе которого рассчитывается рыночная стоимость собственного (акционерного) капитала предприятия;

– денежный поток для всего инвестированного капитала. В этом случае условно не различается собственный и заемный капитал предприятия и считается совокупный денежный поток. Исходя из этого, к денежному потоку для собственного капитала прибавляются выплаты процентов по кредиту, уменьшенные на величину налога на прибыль. По этой модели оценивается рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия.

Чистая прибыль

- + Амортизационные отчисления
 - ± Уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала
 - ± Уменьшение (прирост) инвестиций в основной капитал
 - ± Прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности
-
- = Денежный поток для собственного капитала
-

Чистая прибыль

- + Амортизационные отчисления
 - ± Уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала
 - ± Уменьшение (прирост) инвестиций в основной капитал
 - ± Прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности
-
- = Денежный поток для собственного капитала
- + Выплаты процентов по кредитам (1 – ставка налога на прибыль)
-
- = Денежный поток для всего инвестированного капитала
-

2. Определение длительности прогнозного периода. В методе ДДП период, в течение которого прогнозируются денежные потоки, делится на прогнозный и постпрогнозный (рис.4.4). Единица измерения прогнозного периода зависит от ритмичности и сезонности производства и принимается, как правило, равной году. В течение прогнозного периода составляется детальный прогноз денежных потоков для каждого года, в постпрогнозный период оценка денежного потока выполняется только для первого года.



Рис. 4.4. Элементы прогнозного периода

В качестве прогнозного берется период, пока темпы роста предприятия не стабилизируются (предполагается, что в постпрогнозный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечный поток доходов). Начальной границей прогноза обычно принимается год оценки.

Определение адекватной продолжительности прогнозного периода влияет на оценку стоимости предприятия следующим образом:

- с одной стороны, чем длиннее прогнозный период, тем больше число наблюдений и тем более обоснованной (с математической точки зрения) выглядит итоговая величина рыночной стоимости;
- с другой стороны, чем длиннее прогнозный период, тем сложнее прогнозировать выручку от реализации, расходы, темпы инфляции, денежные потоки и др. показатели.

В странах с развитой экономикой прогнозный период (в зависимости от целей оценки и конкретной ситуации) составляет 5-10 лет.

Отечественные оценщики считают, что в странах с переходной экономикой (в условиях нестабильности, при которых достоверные долгосрочные прогнозы сделать невозможно) допустимо сокращение прогнозного периода до 3-5 лет с разбивкой на полугодия или кварталы. Однако следует иметь в виду, что при любой длительности прогнозного периода возможность существенных отклонений от спрогнозированных денежных потоков велика. Определенным средством нейтрализации этого может стать выполнение трех видов прогнозов: оптимистического, наиболее вероятного и пессимистического.

3. Ретроспективный анализ и прогноз выручки от реализации. Анализ выручки от реализации и ее прогноз предполагают рассмотрение и учет множества факторов, влияющих на величину этого показателя, в числе которых можно выделить следующие:

- номенклатура выпускаемой продукции;
- спрос на продукцию;
- объемы производства и цены на продукцию;
- ретроспективные темпы роста предприятия;
- темпы инфляции;

- имеющиеся производственные мощности и перспективы их расширения;
- перспективы и возможные результаты капитальных вложений;
- общая ситуация в экономике, определяющая перспективы платежеспособного спроса;
- ситуация в конкретной отрасли, с учетом существующего уровня конкуренции;
- доля оцениваемого предприятия на рынке;
- долгосрочные темпы роста в постпрогнозный период;
- планы менеджеров оцениваемого предприятия и др.

ОБЩИЕ ПРАВИЛА ПРОГНОЗИРОВАНИЯ ВЫРУЧКИ ОТ РЕАЛИЗАЦИИ.

1. Прогноз выручки от реализации должен быть логически совместим с ретроспективными показателями деятельности предприятия и отрасли в целом. Оценка рыночной стоимости, основанная на прогнозах, которые расходятся с историческими тенденциями, будет неточной.

2. Не следует прогнозировать увеличение объемов производства в размерах, не соответствующих ограничениям, установленным внешней средой (платежеспособный спрос на продукцию, цены, доступность входящих ресурсов, конкуренция и др.).

3. Прогноз выручки от реализации должен учитывать производственные возможности предприятия: величину производственной мощности и перспективы ее увеличения, обеспеченность кадрами, доступными источниками финансирования и др.

Технология выполнения прогнозов зависит от обеспеченности ретроспективной информацией. Наиболее целесообразно формирование математических моделей, на основе которых можно вывести формулу тенденций (трендов). Однако математическое моделирование требует значительного объема ретроспективной информации. Достаточно достоверные прогнозы можно получить, исследуя данные о темпах роста (прироста) параметров в прошлом.

Для повышения точности и достоверности прогнозирования рекомендуется строить прогнозы с использованием пессимистического и оптимистического сценариев.

✓ **ПРИМЕР 4.1.** Оценить динамику выручки от реализации предприятия промышленности строительных материалов (ПСМ) и выполнить ее прогноз (табл.4.2).

Таблица 4.2

Динамика выручки от реализации

Показатели	Годы					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Выручка от реализации в текущих ценах, млн. руб.	41,1	75,8	95,0	110,9	122,1	138,5
Темп роста цен в ПСМ, в % к пред. году	x	119,4	124,2	113,6	127,9	128,2
Индекс роста цен к 2008 г., доли един.	x	1,194	1,483	1,685	2,155	2,763
Выручка от реализации в ценах 2008 г., млн. руб.	41,1	63,5	64,0	65,8	56,6	50,1
То же, в % к пред. году	x	154,5	100,8	102,8	86,0	88,6
Прирост, в % к пред. году	X	+54,5	+0,8	+2,8	-14,0	-11,6
То же, в % к 2008 г.	100,0	154,5	154,6	160,1	137,7	121,9

Таблица 4.3

Прогноз изменения выручки от реализации, %

Показатели	Годы					Прогноз ный период
	2014	2015	2016	2017	2018	
Пессимистический вариант	-9,2	- 6,8	-4,4	-2,0	+0,4	+1,5
Оптимистический вариант	-9,2	-4,6	+2,8	5,6	8,4	3,0

4. Анализ и прогноз затрат. Анализ затрат проводят на основе формы №2 и №5 бухгалтерской отчетности, формы №5-з статистической отчетности, данных управленческого, аналитического и синтетического учета предприятия. Анализ затрат предприятия рекомендуется проводить в следующей **последовательности:**

а) изучение структуры затрат по элементам и соотношения постоянных и переменных затрат (табл.4.4);



Таблица 4.4

Анализ затрат предприятия по элементам

Виды затрат	Величина по годам, млн. руб.			Структура по годам, %		
	20__	20__	20__	20__	20__	20__
Материальные затраты	48,4	64,9	103,0	60,0	61,2	69,6
Затраты на оплату труда	22,2	29,9	31,9	27,5	28,2	21,6
Амортизация	6,8	8,6	9,0	8,4	8,1	6,1
Прочие затраты	3,2	2,6	4,0	4,1	2,5	2,4
ИТОГО	80,6	106,0	147,9	100	100	100
Переменные затраты	66,4	91,8	131,8	82,4	86,6	89,1
Постоянные затраты	14,2	14,2	16,1	17,6	13,4	10,9

б) анализ затрат на 1 руб. товарной продукции (табл.4.5);



Таблица 4.5

Расчет затрат на 1 руб. реализованной продукции

Виды затрат	Величина по годам, млн. руб.			Затраты на 1 руб. реализованной продукции		
	200__	200__	200__	200__	200__	200__
Выручка от реализации	95,0	126,0	160,0	x	x	x
Общие затраты	80,9	112,7	147,1	0,851	0,894	0,919
в том числе						
себестоимость реализованной продукции	80,7	112,2	146,6	0,849	0,890	0,916
управленческие расходы	-	-	-	-	-	-
коммерческие расходы	0,2	0,5	0,5	0,002	0,004	0,003

с) оценка инфляционных ожиданий для каждой категории издержек;

д) изучение единовременных и чрезвычайных статей расходов, которые были в прошлом, но в будущем не встретятся;

е) определение амортизационных отчислений на основе текущего наличия активов и их будущего прироста и выбытия;

ф) расчет затрат на выплату процентов на основе прогнозируемых объемов кредитов;

г) сравнение прогнозируемых расходов с соответствующими показателями для предприятий конкурентов или с аналогичными среднеотраслевыми показателями.

5. Анализ и прогноз инвестиций. Анализ инвестиций предприятия (исходя из их видов, направлений использования и источников финансирования) включает три части.

а. Анализ собственных оборотных средств:

– определение суммы начального собственного оборотного капитала для

- формирования производственных запасов;
- определение прироста собственного оборотного капитала для финансирования будущего увеличения объемов продаж предприятия (или снижения в случае сокращения объемов продаж и выручки от реализации).
- в. Анализ капитальных вложений, которые включают средства, необходимые предприятию:
- для простой замены существующих внеоборотных активов по мере их износа;
 - для увеличения производственной мощности в будущем (исходя из увеличения спроса на продукцию предприятия) путем строительства, реконструкции, технического перевооружения или покупки внеоборотных активов.
- с. Анализ потребности в источниках финансирования, который включает:
- получение и погашение долгосрочных кредитов;
 - эмиссию (выпуск) акций;
 - привлечение других источников.

Прогнозирование инвестиций также осуществляется по их видам, направлениям использования и источникам финансирования. Способы прогнозирования инвестиций:

- а. Собственные оборотные средства предприятия могут прогнозироваться двумя методами:
- на основе прогноза составляющих оборотных средств (II раздел баланса);
 - в процентах от изменения объема продаж (выручки от реализации) с помощью коэффициента закрепления;
- б. Величина капитальных вложений, которые необходимы в будущем для воспроизводства активов, определяется:
- на основе остающегося срока службы существующих активов и прогноза их стоимости на момент замены;
 - на основе величины новых инвестиций, необходимых для строительства, реконструкции, технического перевооружения или покупки оборудования, отраженных в бизнес-планах предприятия.
- с. Потребность в финансировании прогнозируется:
- на основе существующих задолженностей предприятия и графиков их погашения;
 - на основе потребности в объемах и источниках финансирования в будущем, заложенных в бизнес-планах предприятия.

6. Расчет величины денежного потока предприятия для каждого года прогнозного периода. Существует два метода расчета величины потока денежных средств:

- косвенный метод, в котором анализируется движение денежных средств предприятия по направлениям деятельности (инвестиционная, операционная,

финансовая);

– прямой метод, основанный на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, т.е. по бухгалтерским счетам.

В оценке предприятия денежные потоки принято рассчитывать косвенным методом, в основе которого лежит учет факторов, увеличивающих или уменьшающих денежную наличность предприятия.

МЕТОДИКА РАСЧЕТА ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА

1. Денежный поток от операционной деятельности

1.1. Выручка-нетто от реализации продукции

– 1.2. Полная себестоимость реализованной продукции

= 1.3. Прибыль от реализации продукции

± 1.4. Результат от прочей реализации и внереализационные результаты

+ 1.5. Износ основных средств и нематериальных активов

– 1.6. Выплата налогов и текущих доходов за счет прибыли

+ 1.7. Целевые поступления средств, авансы и пр.

± 1.8. Увеличение (-), уменьшение (+) дебиторской задолженности

± 1.9. Увеличение (-), уменьшение (+) производственных запасов

± 1.10. Увеличение (+), уменьшение (-) кредиторской задолженности

= 1.11. **Денежный поток от операционной деятельности**

2. Денежный поток от инвестиционной деятельности

– 2.1. Прирост основных средств (покупка) за вычетом безвозмездных поступлений

– 2.2. Прирост капитального строительства

+ 2.3. Прибыль от продажи (сдачи в аренду) основных средств и капитальных вложений

= 2.4. **Чистый денежный поток от инвестиционной деятельности**

3. Денежный поток от финансовых операций

± 3.1. Увеличение (-), уменьшение (+) долгосрочных финансовых вложений в денежной форме

± 3.2. Увеличение (-), уменьшение (+) краткосрочных финансовых вложений в денежной форме

± 3.3. Изменение величины собственного капитала [(+) – продажа акций, (-) – выкуп акций и выплаты дивидендов]

= 3.4. **Денежный поток от финансовых операций**

4. Общее изменение в денежных потоках за анализируемый период (стр.1+стр.2+стр.3)

5. Остаток денежных средств на начало периода

6. Остаток денежных средств на конец периода (стр.4+стр.5)

7. Определение ставки дисконта (п.4.3).

8. Расчет величины стоимости предприятия в постпрогнозный период (остаточной стоимости). Остаточная стоимость предприятия должна оцениваться особо тщательно, поскольку, как правило, именно на нее приходится большая часть итоговой стоимости предприятия.

Определение стоимости в постпрогнозный период основано на

предположении о том, что предприятие способно приносить доход и по окончании прогнозного периода. Полагается, что по окончании прогнозного периода доходы предприятия стабилизируются, и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста доходов или бесконечные равномерные доходы.

Способы расчета стоимости в постпрогнозный период зависят от перспектив развития предприятия. При этом могут использоваться следующие методы:

– метод ликвидационной стоимости предполагает, что остаточная стоимость предприятия равна сумме доходов от продажи активов предприятия за вычетом всех обязательств, которые возникнут у предприятия на конец прогнозного периода. На величину ликвидационной стоимости влияют следующие факторы, не отражаемые в балансе: место расположения предприятия, положение дел в отрасли, внешний вид активов и др.

Расчет ликвидационной стоимости рекомендуется вести по следующему алгоритму:

- а) разработка графика ликвидации активов предприятия, который составляется с учетом максимизации выручки от продажи активов;
- б) расчет текущей стоимости активов с учетом затрат на их ликвидацию, к которым относятся затраты по налогообложению, страхованию, охране активов, оплате услуг оценщиков, юристов и др., управленческие расходы, выплаты работникам предприятия и др.;
- с) определение величины обязательств предприятия;
- д) определение ликвидационной стоимости предприятия в постпрогнозный период по формуле:

$$C_{\text{пр}} = (\sum A - \sum O) \cdot (1 - L_{\text{сроч}}) - Z_{\text{ликв}}, \quad (4.4)$$

где $\sum A$ – сумма переоцененных активов предприятия, д.е.;

$\sum O$ – величина обязательств предприятия, д.е.;

$L_{\text{сроч}}$ – скидка на срочность продажи активов при ликвидации;

$Z_{\text{ликв}}$ – затраты, связанные с ликвидацией предприятия.

Этот метод применяется, если в постпрогнозный период ожидается ликвидация (банкротство) предприятия с последующей продажей его активов. Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль, этот подход неприменим;

– метод стоимости чистых активов. Расчет остаточной стоимости предприятия аналогичен ликвидационной стоимости, но активы оцениваются по рыночной стоимости и не учитываются затраты по ликвидации и скидки на срочную продажу активов предприятия. Метод может быть использован для оценки стабильного бизнеса со значительными материальными активами;

– метод предполагаемой продажи. Денежный поток пересчитывается в

показатель стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективной информации по продажам сопоставимых предприятий. Метод используется, если аналогичные предприятия регулярно покупаются-продаются и можно обосновать тенденцию изменения их стоимости. На российском рынке вследствие малого количества рыночных данных применение метода пока проблематично;

– по модели Гордона²⁴ годовой доход постпрогнозного периода капитализируется в показатель стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста чистой прибыли. При отсутствии темпов роста $KK = E$. Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в постпрогнозный период и предполагает, что величины износа и капитальных вложений равны. Стоимость предприятия на конец прогнозного периода по модели Гордона определяется по формуле:

$$C_{\text{пр}} = \frac{ДП_{\text{пост}}}{E-g}, \quad (4.5)$$

где $ДП_{\text{пост}}$ – денежный поток в первый год постпрогнозного периода, д.е.;

g – долгосрочные темпы роста чистой прибыли в постпрогнозный период.

Модель Гордона рекомендуется применять при выполнении следующих условий:

- а) теоретически срок жизни оцениваемого предприятия является неопределенно долгим, т.е. продолжительность постпрогнозного периода стремится к бесконечности;
- б) темпы прироста денежного потока в постпрогнозный период стабильны и не превышают нормы дисконта (в реальности ожидаемые доходы в постпрогнозный период, как правило, переменны, но их динамика такова, что на практике можно предположить их постоянный темп прироста: $g = \frac{ДП_{\text{пост}}}{ДП_{\text{т}}} - 1 = \text{const}$);
- с) капитальные вложения в постпрогнозный период примерно равны амортизационным отчислениям;
- д) темпы прироста дохода умеренные (например, не более 3-5%), поскольку большие темпы прироста невозможны без дополнительных капитальных вложений, которые данная модель не учитывает.

²⁴ Модель названа по имени Майрона Дж. Гордона, много сделавшего для развития и популяризации этого метода. Майрон Дж. Гордона (1920-2010) – американский экономист, наиболее известный своими работами в области корпоративных финансов, в частности, в области теорий цены капитала

- е) большая емкость рынка сбыта продукции, производимой предприятием;
- ф) стабильность поставки сырья и материалов, необходимых для производства продукции;
- г) значительная моральная долговечность применяемых технологий и оборудования;
- h) доступность финансовых ресурсов, необходимых для развития предприятия;
- и) стабильность макроэкономической ситуации.

9. Определение предварительной величины рыночной стоимости предприятия. Рыночная стоимость бизнеса определяется сложением суммы текущих стоимостей денежных потоков за прогнозный период и текущей стоимости продажи предприятия в последний прогнозный год (рис.4.5). Это стоимость 100-процентной доли в капитале предприятия.

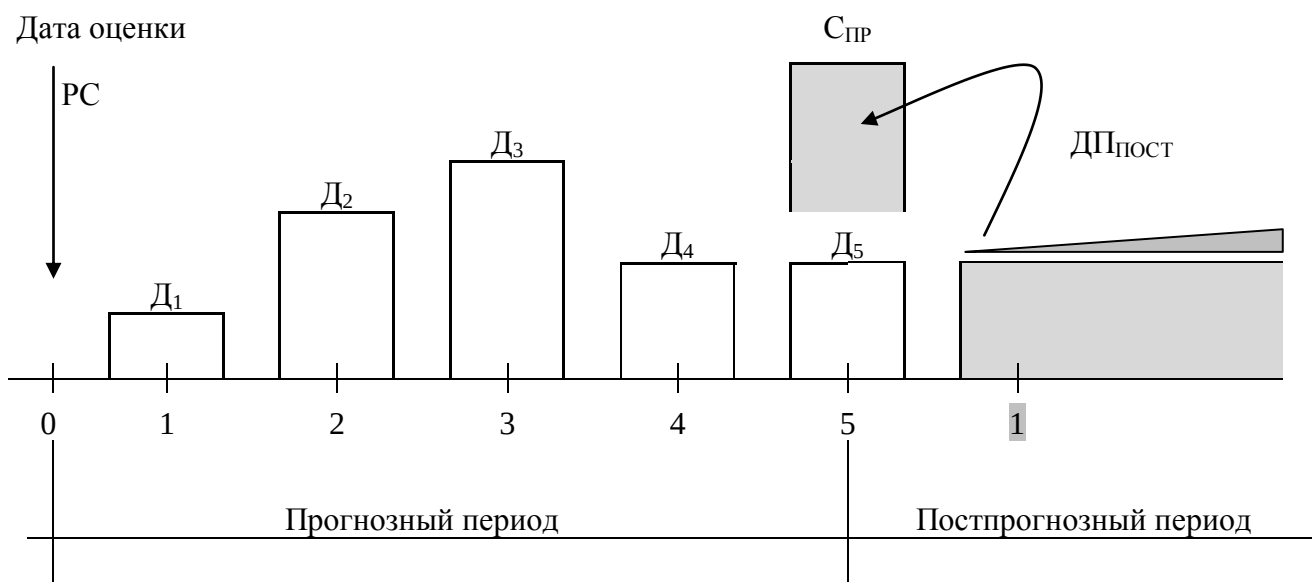


Рис.4.5. Схема для расчета стоимости бизнеса методом ДДП

Рыночная стоимость предприятия методом дисконтированных денежных потоков рассчитывается по формуле:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{C_{пр}}{(1+r)^T}, \quad (4.6)$$

где T – последний год постпрогнозного периода, д.е.

10. Внесение итоговых поправок. В предварительную величину рыночной стоимости предприятия для ее окончательной оценки необходимо внести следующие итоговые поправки:

а) поправка на величину стоимости нефункционирующих активов. При расчете предварительной рыночной стоимости учитываются активы предприятия, которые участвуют в производстве, т.е. в формировании денежного потока. Но у предприятия бывают активы, не занятые в производстве на момент

оценки. Их стоимость в денежном потоке не учитывается (но это не значит, что они не имеют стоимости). Многие российские предприятия используют свои производственные мощности менее чем на 50% и имеют в наличии нефункционирующие активы (оборудование, машины, недвижимость), так как уровень утилизации таких мощностей низок. Если такие активы могут быть реализованы (проданы, сданы в аренду и т.п.), они имеют рыночную стоимость, которую необходимо оценить и прибавить к стоимости, полученной методом ДДП;

б) корректировка величины собственного оборотного капитала. В модель ДДП включается требуемая (нормированная) величина собственного оборотного капитала, привязанная к прогнозному уровню реализации. Фактическая величина собственного оборотного капитала предприятия может не совпадать с требуемой. Поэтому необходима корректировка: избыток СОК должен быть прибавлен, а дефицит – вычтен из величины предварительной рыночной стоимости;

с) скидка на неконтрольный пакет акций. Оценка предприятия методом ДДП дает рыночную стоимость контрольного ликвидного пакета акций. При оценке неконтрольного пакета необходимо сделать скидку;

д) корректировка на стоимость активов непроизводственного характера. Если предприятие владеет непроизводственными активами (столовая, дом культуры, спортклуб и т.п.), то величина их стоимости должна быть рассчитана и добавлена к предварительной рыночной стоимости предприятия;

е) корректировка на обязательства, не отраженные в финансовой отчетности. Если такие обязательства имеются (например, по охране окружающей среды, противопожарные мероприятия и т.п.), их величина вычитается из предварительной рыночной стоимости предприятия;

ф) корректировка на экстренную потребность в капитальных вложениях. Если у предприятия в будущем могут возникнуть экстренные капиталовложения (например, на реализацию мероприятий, связанных с обеспечением охраны труда, безопасности труда и др.), то их величина вычитается из предварительной рыночной стоимости предприятия;

г) портфельная скидка (при наличии непривлекательного для инвестора (покупателя) характера диверсификации производства);

h) скидка на недостаточную ликвидность. Эта скидка учитывает степень открытости организационно-правовой формы предприятия. Открытой считается форма открытого акционерного общества. При оценке предприятий всех других организационно-правовых форм необходимо применять скидку на недостаточную ликвидность.

4.3. СУЩНОСТЬ СТАВКИ ДИСКОНТА И МЕТОДЫ ЕЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ

Метод дисконтирования денежных потоков предполагает трансформацию будущих денежных потоков за ряд лет в рыночную стоимость предприятия с помощью процедуры дисконтирования по сложному проценту с применением так называемой ставки дисконта. Как следствие, стоимость предприятия зависит не только от корректности прогноза денежных потоков, но и от величины нормы дисконта, которая является экзогенно задаваемым параметром. Поэтому достоверное определение величины ставки (нормы) дисконта имеет важное значение при определении стоимости предприятия доходным подходом.

Рассмотрим сущность ставки дисконта и способы ее определения.

С технической (математической) точки зрения, СТАВКА ДИСКОНТА Е – это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости предприятия.

С экономической точки зрения, СТАВКА ДИСКОНТА Е – требуемая инвестором ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования (т.е. это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки). Она отражает *минимальную норму прибыли* предпринимателя (инвестора), при которой он согласен инвестировать капитал в предприятие.

Если рассматривать предприятия как самостоятельное юридическое лицо (обособленное и от собственников-акционеров, и от кредиторов), то СТАВКУ ДИСКОНТА Е можно определить как *стоимость привлечения предприятием капитала из различных источников*. Под *стоимостью капитала* понимается доход, который должны принести инвестиции в предприятие для того, чтобы они себя оправдали. Т.е. стоимость капитала предприятия – это минимальная норма прибыльности вложенных в него финансовых средств. Стоимость капитала выражается в виде процентной ставки от суммы капитала, вложенного в какое-либо предприятие, которую следует заплатить инвестору в течение года за использование его капитала. Инвестором может быть кредитор, акционер, само предприятие и т.п. В любом случае за использование капитала надо платить, и мерой этого платежа выступает стоимость капитала. Стоимость капитала служит ставкой дисконта при оценке предприятия доходным подходом.

Аспекты ставок дисконта и показатели их практического проявления приведены на рисунке 4.6.

СТАВКА (норма) ДИСКОНТА		
Стоимость денег	Норма доходности	Стоимость капитала
– ставка рефинансирования ЦБ – ставка по депозитам банков – ставка кредитования – ставка финансового рынка	– доходность альтернативных вложений с сопоставимым уровнем риска – доходность (стоимость) собственного капитала – норма доходности, требуемая инвестором	– доходность (стоимость) собственного капитала – стоимость заемного капитала – средневзвешенная стоимость капитала – доходность активов

Рис.4.6. Аспекты и разновидности ставки (нормы) дисконта

Факторы, учитываемые при расчете ставки дисконта (стоимости привлечения капитала):

- наличие у предприятия различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации;
- стоимость денег во времени;
- фактор риска;
- тип денежного потока, на основании которого оценивается стоимость предприятия (денежный поток для собственного капитала, денежный поток для всего инвестированного капитала);
- доходность альтернативных вариантов вложения капитала.

Ставка дисконта как норма доходности (или стоимости) капитала теоретически должна отражать альтернативные издержки привлечения капитала, т.е. норму доходности капитала, вложенного в другие варианты использования с сопоставимым уровнем риска.

☑ Установление ставки дисконта является достаточно сложной процедурой, некоторые авторы считают ее скорее искусством, чем наукой. Как следствие, если разные оценщики будут определять норму дисконта для одного предприятия, они, скорее всего, придут к разным результатам, причем каждый из них докажет свою правоту.

МОДЕЛИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА (используются исходя из имеющейся информации).

1. **Модель прогнозируемого роста дивидендов** используется для тех предприятий, величина прироста дивидендов которых постоянна. Если этого не наблюдается, модель не может быть использована.

$$C_{ск} = \frac{D_1}{PЦ_a} + g, \quad (4.7)$$

где D_1 – дивиденд для первого года прогнозного периода;

$PЦ_a$ – рыночная цена 1 акции;

g – прогнозируемый ежегодный рост дивидендов.

✓ **ПРИМЕР 4.2.** Текущая рыночная цена 1 акции предприятия 50 д.е. Ожидаемый размер дивиденда в следующем году – 5 д.е. Ежегодный прирост дивидендов планируется в размере 6%. Рассчитать стоимость собственного капитала.

$$C_{CK} = \frac{5}{0,06} = 83,33, \text{ или } 16\%.$$

2. **Модель оценки капитальных активов** разработана американским экономистом Уильямом Шарпом²⁵ для расчета нормы доходности «портфельных» инвестиций и известна в мире в английском варианте сокращения как CAPM (Capital Asset Pricing Model). Модель CAPM основана на представлении, что инвестор стремится к получению дополнительных доходов (по сравнению с гарантированными доходами). Дополнительный доход представляет собой вознаграждение инвестора за то, что он вкладывает средства в активы с более высоким уровнем риска. При этом активы с одинаковым уровнем систематического риска должны иметь одинаковую ожидаемую доходность.

В этой модели стоимость собственного капитала рассчитывается по следующей формуле:

$$C_{CK} = E_0 + \beta \cdot (E_{CP} - E_0), \quad (4.8)$$

где E_0 – номинальная безрисковая норма (ставка) дисконта,²⁶

E_{CP} – среднерыночная доходность инвестиций. Определяется, исходя из величины доходов на рынке ценных бумаг за достаточно длительный период в ретроспективе;

$(E_{CP} - E_0)$ – рыночная премия за вложения в рискованный инвестиционный актив;

β – коэффициент, указывающий на меру относительного систематического риска инвестирования в оцениваемое предприятие по сравнению с риском вложений в любой

²⁵ Шарп Уильям (Sharpe William) (р. 1934), американский экономист, удостоенный в 1990 г. (совместно с М. Миллером и Г. Марковицем) Нобелевской премии по экономике. Окончил Калифорнийский университет в Лос-Анджелесе в 1955. Получил степень доктора наук в 1961 в Калифорнийском университете. Преподавал в Вашингтонском, Калифорнийском, Станфордском университетах. Работы У. Шарпа посвящены инвестициям, ценным бумагам, ценообразованию на финансовых рынках.

²⁶ В странах Западной Европы и США безрисковая ставка доходности, как правило, определяется на основе ставки доходности долгосрочных государственных облигаций, которые характеризуются низким уровнем риска вследствие неплатежеспособности и высокой степенью ликвидности; учитывают долговременное воздействие инфляции; сопоставимы по длительности с инвестициями в собственный капитал предприятия. В России аналогичная база для установления безрисковой нормы дисконта отсутствует.

среднерисковый бизнес.

Определение безрисковой нормы дисконта. Безрисковое вложение средств предполагает, что инвестор независимо от экономических, политических, социальных и иных изменений в стране и мире получит тот доход на вложенный капитал, на какой он рассчитывал в момент инвестирования средств. При выборе безрисковой нормы дисконта рекомендуется учитывать следующее:

- безрисковым считается вложение средств, доходность по которому достоверно определена;
- для безрискового вложения средств характерно отсутствие финансовых потерь и затрат в результате их вложения в активы;
- продолжительность периода обращения финансового инструмента, применяемого в качестве безрискового вложения средств, должна соответствовать сроку жизни оцениваемого предприятия.

Перечень финансовых инструментов без риска и с низким уровнем риска приведен в п.2.4 и 2.5 Положения ЦБ РФ.²⁷ Рассмотрим возможность использования в качестве безрисковых ставок некоторых инструментов.

а. Депозиты Сбербанка РФ и др. банков высшей категории надежности (например, ВТБ-24, Газпромбанк и др.). Применение ставок по депозитам для оценки предприятий ограничено вследствие небольшого срока, на который они принимаются (1-2 года), что не соответствует сроку жизни предприятия. Кроме того, риск вложения средств в этот финансовый инструмент больше риска государственных ценных бумаг.

б. Ставка рефинансирования ЦБ РФ. Ставка рефинансирования – это процентная ставка, используемая ЦБ при предоставлении кредитов коммерческим банкам (ориентир стоимости привлечения и размещения средств). В соответствии с действующим законодательством срок предоставления кредитов ЦБ не может превышать 180 дн. (0,5 года), т.е. эта ставка является краткосрочной и для оценки предприятия ориентиром быть не может. Кроме того, ее величина зависит не только от рыночных условий, но и от политики государственных институтов (в первую очередь ЦБ РФ).

с. Государственные облигации РФ представлены рублевыми и валютными финансовыми инструментами. Для использования в качестве условно безрисковых активов наиболее разумными являются валютные облигации РФ. Сроки их размещения более длительны, а объем рынка этих ценных бумаг значительно выше, чем соответствующего рынка рублевых облигаций, при этом их уровень риска ниже. На рынке представлено два вида валютных облигаций РФ: внутренние (облигации внутреннего валютного займа – ОВВЗ) и внешними (еврооблигации). Международные рейтинговые агентства

²⁷ О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска: Положение ЦБ РФ № 387-П от 28 сентября 2012 г.

оценивают риск вложений в ОВВЗ выше, чем по еврооблигациям, поэтому в качестве безрискового актива целесообразно применять именно еврооблигации.

d. **Государственные облигации развитых стран** (западные финансовые инструменты). Среди государственных облигаций в оценочной практике наиболее целесообразно использовать 10-летние государственные облигации США. Но при использовании этих инструментов надо дополнительно учитывать страновой риск.

Модель САРМ при оценке предприятия отражает его **систематические риски и премии за них**.

☑ *Риски бизнеса можно рассматривать как меру нестабильности ожидаемых от бизнеса доходов. Они измеряются колеблемостью доходов от средней ожидаемой величины.*

Риски бизнеса могут быть разделены на две группы:

- *систематические – это внешние риски предприятия, которые определяются средой его функционирования (общая экономическая ситуация, политическая стабильность, инфляция, система налогообложения и т.п.). Они воздействуют на все предприятия, поэтому эти риски нельзя устранить, их можно только учесть;*
- *несистематические – это внутренние риски конкретного предприятия, они специфичны для каждого бизнеса, поэтому их можно устранить путем диверсификации (риск непоставки – новый поставщик, нерациональная организационная структура – реструктуризация, низкая квалификация кадров – программа обучения и т.п.).*

Коэффициент β – показатель систематического риска, отражающий амплитуду колебаний общей доходности акций конкретного предприятия по сравнению с общей доходностью фондового рынка в целом. Он отражает изменчивость цен акций отдельного предприятия по сравнению с изменениями котировок всех акций, обращающихся на данном рынке.

Существуют два метода расчета коэффициента β :

1. Статистический, опирающийся на информацию о динамике стоимости акций на фондовом рынке;
2. Фундаментальный, основанный на мнении оценщика о состоянии отрасли и экономики в целом, об особенностях оцениваемого предприятия. Этот метод базируется на анализе факторов, имеющих тесную корреляцию с коэффициентом β (характерные для данного предприятия финансовые, отраслевые, общеэкономические и т.п. риски).

☑ *Коэффициент β для рынка в целом равен 1. Если β для предприятия меньше 1, то риск вложения в этот бизнес ниже среднерыночного; если β для предприятия больше 1, то риск вложения в этот бизнес выше среднерыночного. Например, если $\beta=1,5$, это значит, что доходность предприятия будет изменяться на 50% быстрее колебаний доходности рынка, т.е. вложения в эту компанию более*

рискованные и стоимость ее капитала принимается выше.

ПРИМЕР 4.3. Коэффициент β компании равен 1,5, доходность безрисковых активов 6%, рыночная доходность 15%. Тогда

$$C_{СК} = 6 + 1,5 (15 - 6) = 19,5\%.$$

Модель САРМ предпочтительнее метода кумулятивного построения, так как статистически рассчитываемый коэффициент β позволяет избегать субъективности в оценке уровня риска. Однако на данном этапе развития российского фондового рынка история котировок акций довольно короткая, что затрудняет анализ доходности за ряд лет. Кроме того, на рынке обращаются акции сравнительно небольшого количества предприятий. И, наконец, модель не учитывает несистематические риски предприятия.

Для оценки стоимости предприятия (бизнеса) базовая формула модели оценки капитальных активов дополняется еще тремя элементами:

$$C_{СК} = E_0 + \beta \cdot (E_{ср} - E_0) + S_1 + S_2 + C, \quad (4.9)$$

где S_1 – дополнительная премия за риск инвестирования в малый бизнес;²⁸

S_2 – премия за риск, характерный для отдельного предприятия. Иногда при оценке предприятия выявляется риск, связанный с характером его деятельности (например, сезонный характер производства, особенности потребителей и т.п.). Это служит основанием для установления дополнительной премии за риск;

C – риск инвестирования в данную страну (страновой риск), связанный с ненадежностью прав собственности, нестабильным законодательством, экономическим спадом, политической нестабильностью и т.п.

Модель САРМ получила распространение в условиях стабильной экономики, которая характеризуется достаточностью необходимых статистических данных, оценивающих доходность работы различных предприятий. Эта модель используется, когда акции предприятия котируются на фондовом рынке. Модель характеризуется сильным влиянием рыночных факторов, поэтому ее эффективно использовать при высокой рыночной активности предприятия.

4. Модель кумулятивного построения основана на предпосылке, по которой ставка дисконта определяется путем суммирования составляющих ее элементов. Математически метод кумулятивного построения можно предста-

²⁸ В модели САРМ используются данные, полученные при изучении риска инвестирования в крупные компании, акции которых котируются на фондовых биржах и доступны всем покупателям. Однако чаще приходится оценивать небольшие предприятия. Эта премия компенсирует дополнительную нестабильность доходов малого бизнеса, который при прочих равных условиях более рискован вследствие небольшого числа клиентов, поставщиков, слабой имущественной базы как обеспечения кредитов и т.п.

вить в виде формулы:

$$C_{ск} = E\beta + \sum_{i=1}^n \Pi_i + S_1 + S_2 + C, \quad (4.10)$$

где Π_i – премии за риск инвестирования в данное предприятие.

В этой модели к величине безрисковой ставки дисконта добавляются премии за различные виды риска, связанные с инвестированием в конкретное предприятие. Количественная оценка величины риска (за исключением странового) выполняется на основе экспертных оценок. Размер премий за риски колеблется от 0 до 5%. В отдельных случаях оценщик может присвоить фактору и более высокий уровень риска.

Модель кумулятивного построения используется, когда риски предприятия вызываются, прежде всего, несистематическими рисками оцениваемого бизнеса. Признаком этого является то, что доходы бизнеса сильно колеблются (20-30%), а коэффициент β для отрасли, к которой принадлежит предприятие, незначительно больше или даже меньше 1.

Как правило, в числе факторов несистематического риска инвестирования выделяют риски, представленные в таблице 4.6.

Таблица 4.6

Характеристика основных несистематических рисков инвестирования в предприятие

Вид риска	Пояснения
Наличие «ключевой фигуры»	«Ключевой фигурой» может быть руководитель предприятия или любой работник, чей вклад в его развитие является значительным и с уходом которого деятельность предприятия ухудшится. Чем больше деятельность предприятия зависит от какого-либо работника, тем выше уровень риска.
Товарная и территориальная диверсификация	Чем шире у предприятия номенклатура продукции и чем больше рынков, на которых она реализуется, тем ниже уровень риска. Если продукция или вид продукции предприятия является монопольным, то уровень риска снижается. Успешная реализация продукции на внутреннем и внешнем рынках также снижает риск.
Диверсифицированность потребителей (клиентуры)	Чем больше сеть потребителей (клиентов) и вариантов распространения товаров, тем ниже уровень риска. Если на одного потребителя приходится более 50-ти % объемов реализации продукции, это увеличивает степень риска.
Качество управления финансами	Повышенная доля долгосрочной задолженности в структуре капитала, высокий удельный вес постоянных расходов в структуре себестоимости продукции, узость набора источников финансирования (отсутствие амортизационного фонда или малый объем, неиспользование лизинга, кредитов и т.п.), недостаточная финансовая устойчивость предприятия и т.п. увеличивают уровень риска

Вид риска	Пояснения
Уровень капиталовложений	Чем крупнее сумма капиталовложений предприятия, тем выше уровень риска.
Конкурентная среда	Чем выше уровень конкуренции в отрасли оцениваемого предприятия и на рынке реализуемой продукции, тем выше вероятность снижения прибыли в будущем, тем выше уровень риска.
Инновационность продукции	Чем выше степень новизны продукции и неопределеннее спрос на нее, тем выше фактор риска.
Вход на рынок	Чем выше уровень барьеров входа на рынок, на котором действует оцениваемое предприятие, тем выше уровень риска.

Рассмотрим основные виды несистематических рисков [35].

Качество управления напрямую отражается на состоянии бизнеса: развивается он или находится в кризисном состоянии. При анализе риска рекомендуется учитывать следующие факторы: наличие (отсутствие) квалифицированного управленческого резерва; независимость (зависимость) от одной ключевой фигуры; характеристики ключевой фигуры (квалифицированность, возраст, компетентность, предсказуемость, стиль руководства и т.п.).

☒ *Возможные выводы оценщика.*

«Предприятие не зависит от одной ключевой фигуры, но управленческий резерв отсутствует, поэтому премия за риск, связанный с качеством управления, принимается 2 %».

«Качество управления хорошее, однако предприятие зависит от одной ключевой фигуры – директора, а управленческий резерв практически отсутствует. Премия за риск – 3 %».

Размер предприятия. Анализируется размер предприятия: крупное, среднее, малое или мелкое. Чем меньше размер предприятия, тем выше поправка на риск. С размером предприятия связан тип рынка, на котором действует предприятие, с позиции предложения: монопольный или конкурентный.

☒ *Возможный вывод оценщика.*

«Предприятие является малым и не является монополистом на рынке, поэтому величина премии за риск составляет 5 %».

Финансовая структура (источники финансирования предприятия). Финансовая структура определяется соотношением собственных и заемных средств к величине капитала предприятия. Основные финансовые коэффициенты, учитываемые при оценке премии за риск, связанный с финансовой структурой: соотношение собственных и заемных средств,

кредиторской и дебиторской задолженности, коэффициенты текущей и абсолютной ликвидности. При этом анализируются следующие факторы:

- соответствие (несоответствие) среднеотраслевым нормам;
- широта (узость) источников финансирования капитала предприятия: отсутствие амортизационного фонда или малый объем, использование привлеченных источников, прогрессивных схем инвестирования и т.п.;
- качество управления финансами (повышенная доля долгосрочной задолженности в структуре капитала, повышенная доля постоянных расходов в структуре предприятия);
- финансовая устойчивость (неустойчивость) предприятия (недостаточное обеспечение СОС или их отсутствие, недостаточное покрытие краткосрочной задолженности текущими обязательствами и т.п.) и др.

☒ *Возможный вывод оценщика.*

«Предприятие имеет среднеотраслевую структуру капитала, долгосрочная задолженность отсутствует, вследствие этого премия за финансовую структуру принята в 1 %».

Товарная и территориальная диверсификация. Предприятие считается товарно-диверсифицированным, если доходы, получаемые от различных товаров (сфер деятельности), сопоставимы по величине. В этом случае предприятие меньше зависит от успеха или неудачи в определенной сфере бизнеса. Предприятие с широким ассортиментом продукции еще более устойчиво при наличии территориальной диверсификации, т.е. реализации продукции на различных географических рынках (внешних, региональных, местных). При определении величины премии за риск также рекомендуется учитывать диверсификацию источников приобретения сырья и других факторов производства (включая трудовые ресурсы).

☒ *Возможный вывод оценщика.*

«Предприятие имеет ограниченный ассортимент продукции, но она реализуется на внутреннем и внешнем рынках, поэтому премия за риск товарно-территориальной диверсификации принят 2 %».

Диверсифицированность потребителей (клиентуры). Анализируется тип рынка, на котором действует предприятие, с позиции спроса: количество потребителей, доля объема продаж, приходящаяся на одного или несколько потребителей. Чем больше у предприятия потребителей и постоянных клиентов, тем меньше риск инвестиций в данное предприятие.

Уровень диверсификации определяется не только количеством потребителей, но и долей объемов продаж, приходящейся на каждого из них. Чем меньше доли продаж, приходящиеся на конкретных потребителей, тем меньше от них зависимость бизнеса.

☒ *Возможный вывод оценщика.*

«Диверсифицированность клиентуры средняя, количество

постоянных клиентов растет. Премия за риск составляет 2 %».

Уровень и прогнозируемость доходов. Для определения величины премии за риск анализируются следующие факторы:

- стабильность (нестабильность) уровня дохода за 3-5 лет: чем стабильнее доход, тем ниже поправка на риск;
- уровень рентабельности: для низкорентабельных предприятий прогнозировать прибыль сложнее из-за высокой вероятности возникновения убытков;
- наличие (отсутствие) необходимой для прогнозирования информации о деятельности предприятия за 3-5 лет (чем меньше анализируемый ретроспективный период, тем выше премия за риск);
- источники прибыли: от основной деятельности или нет, перспективы источников получения прибыли.

При оценке конкретных предприятий могут учитываться и другие виды рисков.

Преимущества метода: детальный учет рисков инвестирования в конкретное предприятие, возможность применения для определения ставки дисконта в странах со слабо развитым фондовым рынком (например, в России).

Недостатки метода: сложность выявления «прочих» рисков, что приводит к их неучету; установление величины премии на основе субъективного мнения оценщика.

МОДЕЛИ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ СОВОКУПНОГО КАПИТАЛА

Метод средневзвешенной стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital – WACC) используется, если необходимо определить стоимость всего инвестированного капитала предприятия, который состоит из собственных и заемных средств, стоимость которых различается. Заемный капитал обычно является менее дорогим, чем собственный, поскольку он является менее рискованным, а затраты на выплату процентов по обязательствам, как правило, вычитаются из налогов. Собственный капитал более рискован, чем заемный, а его стоимость сложно оценить, поскольку, например, обыкновенные акции не имеют фиксированного дохода, а их рыночная стоимость может существенно колебаться на фондовом рынке. Сравнительная характеристика заемного и собственного капитала по ряду параметров приведена в таблице 4.7.

Представленные в таблице 4.7 различия в правах и рисках владельцев этих видов капитала позволяют оценить в затраты (и доходность) каждого из этих источников. Поскольку доходность использования этих видов капитала не совпадает, необходимо получение средневзвешенной оценки всего инвестированного в предприятие капитала.

Таблица 4.7

**Сравнительная характеристика заемного и собственного
капитала предприятия**

Параметры сравнения	Заемный капитал (корпоративные облигации, кредиты и т.п.)	Собственный капитал (обыкновенные акции)
Риск первоначальных вложений	Гарантированная защита основного капитала	Защита первоначальных вложений отсутствует
Доход	Гарантированный фиксированный ежегодный процентный доход	Выплата дивидендов зависит от финансового состояния и решения общего собрания акционеров
Преимущества при ликвидации предприятия	При ликвидации часто существует приоритет над общими кредиторами и всеми держателями акций	Наименьший приоритет при ликвидации (после всех кредиторов и держателей других акций)
Обеспечение залогом	Как правило, в зависимости от характера и условий ссуды	Не требуется
Участие в управлении	Отсутствует (для некоторых операций может требоваться одобрение кредиторов)	Степень участия в управлении зависит от размера пакета акций, которым владеет собственник
Повышение стоимости	Отсутствует	Стоимость определяется эффективностью деятельности предприятия, но зависит и от ряда других факторов

Стоимость всего инвестированного капитала в этой модели определяется по формуле:

$$WACC = \sum_{i=1}^n C_{ki} \cdot \frac{K_i}{K}, \quad (4.11)$$

где C_K – стоимость привлечения капитала из i -го источника;

K_i – величина капитала из i -го источника, д.е.;

K – величина всего инвестированного капитала предприятия;

i – источник привлечения капитала;

n – количество источников привлечения капитала.

В работе [31] приводятся развернутые варианты формулы (4.11), один из которых представлен ниже:

$$WACC = (C_{пр} \cdot d_{пр} + C_{об} \cdot d_{об}) + i \cdot (1 - H) \cdot d_{зк} + C_0 \cdot d_0, \quad (4.12)$$

где $C_{пр}$, $C_{об}$ – стоимость привлечения акционерного капитала

(привилегированные и обыкновенные акции соответственно);

$d_{пр}$, $d_{об}$ – доля привилегированных и обыкновенных акций в структуре капитала предприятия;

- i – стоимость привлечения заемного капитала (проценты по банковскому кредиту);
 H – ставка налога на прибыль;
 $d_{зк}$ – доля кредитов в структуре капитала предприятия;
 C_0 – стоимость привлечения капитала за счет эмиссии облигаций;
 d_0 – доля облигаций в структуре капитала предприятия.



ПРИМЕР 4.4. Рыночная стоимость обыкновенных акций предприятия составляет 450 д.е., привилегированные акции – 120 д.е., общий заемный капитал – 200 д.е. Стоимость (доходность) обыкновенных акций – 14%, привилегированных – 10%, заемного капитала – 9%.

Оценить взвешенную среднюю стоимость капитала предприятия при ставке налога на прибыль 20% (табл.4.8).

Таблица 4.8

Расчет средневзвешенной стоимости капитала

Источник капитала	Стоимость, %	Доля в структуре капитала, %	Взвешенная стоимость, %
Заемный капитал	9	$\frac{200}{450 + 120 + 200} = 25,97$	$9 \cdot (1 - 0,20) \cdot 0,2597 = 1,87$
Привилегированные акции	10	$\frac{120}{450 + 120 + 200} = 15,58$	$10 \cdot 0,1558 = 1,56$
Обыкновенные акции	14	$\frac{450}{450 + 120 + 200} = 58,45$	$14 \cdot 0,5845 = 8,18$
ИТОГО		100	11,61

К недостаткам модели следует отнести возможность изменения состава и структуры источников финансирования, а также стоимости привлеченного капитала в течение прогнозного и постпрогнозного периодов. Это приводит к необходимости определения стоимости капитала для каждого года и повышает трудоемкость расчетов.

В литературе [31, 34] встречаются и другие методы расчета стоимости капитала: метод рыночных мультипликаторов, метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала, метод процентных ставок, теория арбитражного ценообразования.

4.4. МЕТОД КАПИТАЛИЗАЦИИ

Метод капитализации основан на базовой посылке, в соответствии с которой стоимость доли в собственности предприятия равна текущей стоимости будущих доходов, которые принесет эта собственность.

КАПИТАЛИЗАЦИЯ ДОХОДА – процесс пересчета потока будущих доходов (прибыли) с помощью соответствующего этим доходам коэффициента капитализации в единую сумму текущей стоимости, которая и определяет стоимость предприятия.

Сущность метода выражается формулой:

$$PC = \frac{\text{Годовой доход}}{\text{Коэффициент капитализации}} \pm K_i, \quad (4.13)$$

где K_i – итоговые корректировки.

В отличие от оценки недвижимости в оценке предприятия данный метод применяется редко из-за значительных колебаний величины прибыли и денежного потока по годам, характерных для большинства оцениваемых предприятий.

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ МЕТОДА КАПИТАЛИЗАЦИИ.

1. **Анализ финансовой отчетности**, ее нормализация и трансформация (при необходимости).
2. **Выбор величины годового дохода предприятия**, который будет капитализирован. При этом возникают следующие проблемы:
 - а) выбор периода производственной деятельности, результаты которого будут капитализироваться. Правильный выбор такого периода влияет на величину капитализируемого дохода и, как следствие, на результат оценки. Основным критерием установления временных границ является сопоставимость используемых показателей: величина оцениваемых доходов предприятия, условия их получения и условия работы предприятия в принятом периоде и в будущем должны быть максимально похожими. В зависимости от особенностей развития предприятия расчетным периодом может быть:
 - несколько периодов в прошлом (как правило, 5 лет);
 - несколько периодов в прошлом, текущий год, прогнозы на ближайшее будущее (2 года в прошлом, текущий год, 2 года в будущем);
 - последний отчетный год;
 - первый прогнозный год;

б) выбор вида годового дохода, который будет капитализироваться, в качестве которого может приниматься:

- прибыль до уплаты налогов;
- чистая прибыль;
- денежный поток (п.4.2).

Показатель чистой прибыли обычно используется для оценки предприятий, в активах которых преобладает быстроизнашивающееся оборудование. Для предприятий, обладающих значительной недвижимостью, балансовая стоимость которой уменьшается, а фактическая остается почти неизменной, предпочтительнее использовать денежный поток;

с) выбор способа расчета годового дохода. При этом могут использоваться следующие методы:

- расчет по формуле средней арифметической (простейший способ). Если в динамике показателя годового дохода за выбранный ретроспективный период не прослеживается четкой тенденции, то базовый показатель годового дохода может быть рассчитан как среднеарифметическая величина за этот период;

✓ **ПРИМЕР 4.5.** Предприятие следующие чистые доходы: 1-й год – 30 д.е.; 2-й – 34 д.е.; 3-й – 37 д.е.; 4-й – 41 д.е.; 5-й – 44 д.е.

Тогда средний доход предприятия составит:

$$\frac{\cancel{30} + \cancel{34} + \cancel{37} + \cancel{41} + \cancel{44}}{5} = 37,2 \text{ д.е.}$$

- расчет по формуле средневзвешенной (более точная оценка базового показателя, а значит и стоимости предприятия). Если оценщик считает, что для прогноза будущих годовых доходов наиболее важными являются доходы за последние периоды, он использует весовые коэффициенты для доходов разных лет;

✓ **ПРИМЕР 4.6.** Рассчитаем средневзвешенный чистый доход по предыдущему примеру.

Чистый доход		Весовой коэффициент		Результат	
30	×	1	=	30	
34	×	2	=	68	
37	×	3	=	111	
41	×	4	=	164	
44	×	5	=	220	
СУММА		15		593	

Средневзвешенный чистый доход: $\frac{593}{15} = 39,5 \text{ д.е.}$

- расчет годового дохода по тренду. Если предполагается, что тенденция динамики годового дохода сохранится на перспективу, то его величина определяется на основе уравнения тренда. Для этого используется уравнение трендовой прямой (кривой), которое можно построить с помощью Excel (рис.4.7).

ПРИМЕР 4.7. Рассчитаем чистый доход на основе уравнения тренда по предыдущему примеру.

Используя программу Excel, строим уравнение тренда (рис.4.7), на основе которого можно сделать прогноз чистого дохода на первый прогнозный год

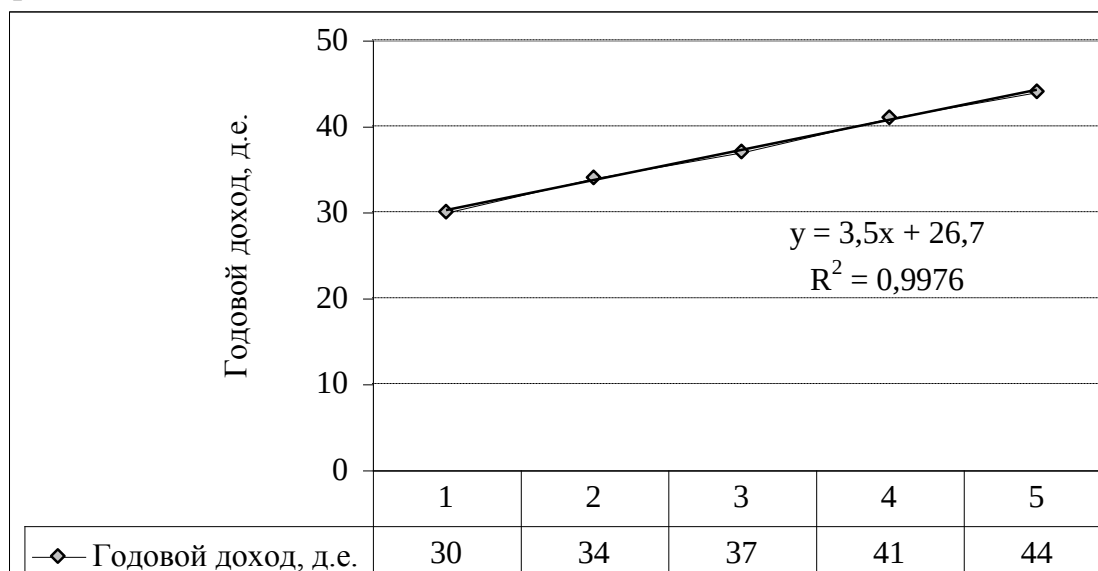


Рис. 4.7. Построение трендовой прямой

X – номер года (1, 2, ... и т.д.)

Y – чистый доход в i -м году, д.е.

$$Y_5 = 3,5 \cdot 5 + 26,7 = 44,2 \text{ д.е.}$$

$$Y_6 = 3,5 \cdot 6 + 26,7 = 47,7 \text{ д.е.}$$

На практике, как правило, в качестве капитализируемой величины принимается прибыль последнего отчетного года.

- Расчет коэффициента капитализации, соответствующего виду капитализируемого дохода.** Коэффициентом капитализации называется параметр, который позволяет трансформировать годовой доход предприятия в его рыночную стоимость. Коэффициент капитализации для оценки предприятия обычно выводится из нормы дисконта E (g – темпы роста прибыли или денежного потока, H_B – норма возврата капитала):

- для прибыли $K = (E - g) + H_B$;
- для денежного потока $K = E - g$.

С экономической точки зрения, коэффициент капитализации отражает норму доходности инвестора (или стоимость привлеченного капитала предприятия), т.е. она также должна учитывать риски инвестирования в оцениваемое предприятие. Для определения величины коэффициента капитализации используются методики, рассмотренные в п.4.3.

4. **Определение предварительной величины стоимости предприятия** (по формуле 4.13).
5. **Внесение итоговых поправок в предварительную величину стоимости предприятия** (аналогично методу ДДП – п.4.2).

К достоинствам метода капитализации можно отнести следующее:

- достаточная простота расчетов;
- позволяет корректировать исходные данные и результаты расчетов, исходя из конкретной ситуации и особенностей оцениваемого предприятия;
- отражает рыночную конъюнктуру через коэффициент капитализации.

В качестве недостатков метода капитализации следует отметить:

- нельзя применять для оценки предприятий с нестабильными доходами по годам;
- не может применяться для оценки предприятий с систематическими убытками;
- сложно корректно прогнозировать годовые доходы в условиях высокой инфляции и нестабильности макроэкономической ситуации.

Метод капитализации дохода основан на суждении, что рыночная стоимость предприятия равна текущей стоимости будущих доходов. Целесообразнее всего применять его к тем компаниям, которые уже накопили активы, имеют стабильную и предсказуемую величину текущего дохода, а темпы его роста умеренны и относительно постоянны, при этом текущее состояние дает известное представление о долгосрочных тенденциях дальнейшей деятельности. И, наоборот: на этапе активного роста компании, в процессе реструктуризации или в другие моменты, когда наблюдаются значительные колебания прибыли или денежных потоков (что характерно для многих предприятий), данный метод нежелателен к применению, так как велика вероятность получить некорректный результат оценки стоимости.

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

1. Назовите методы доходного подхода и особенности их применения на практике.
2. Каковы основные этапы оценки бизнеса методом дисконтирования денежных потоков?
3. Каковы основные этапы оценки бизнеса методом капитализации?

4. Назовите основные модели денежных потоков.
5. Как определить длительность прогнозного периода?
6. С какой целью анализируют доходы и расходы предприятия?
7. Модели определения ставки дисконтирования.
8. Методы определения остаточной стоимости предприятия.
9. Предпосылки и условия применения модели Гордона.
10. Что такое «ставка дисконта»?
11. Сущность метода оценки капитальных активов?
12. Что такое биржевая ставка? Область ее применения?
13. Что такое страновой риск? Методы оценки странового риска.
14. Метод кумулятивного построения ставки дисконтирования.
15. Что такое коэффициент бета?
16. Перечислите несистематические риски инвестирования в предприятие?
17. Что определяет метод средневзвешенной стоимости капитала?
18. Что такое «метод капитализации»?
19. Достоинства и недостатки метода капитализации.
20. Область использования метода капитализации в оценке предприятия.

5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

5.1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА И МЕТОДЫ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА

В соответствии с ФСО №1,²⁹ **СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД** представляет собой совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах. Сравнительный подход основан на принципе эффективно функционирующего рынка, на котором инвесторы покупают и продают аналогичного типа предприятия, принимая при этом независимые индивидуальные решения.

Сравнительный подход к оценке предприятия предполагает, что ценность его активов определяется тем, за какую денежную сумму они могут быть проданы при наличии достаточно сформированного финансового рынка, т.е. наиболее вероятной величиной рыночной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичного предприятия, зафиксированная рынком.

Сравнительный подход моделирует поведение участников гипотетической сделки (покупателя и продавца), которые, располагая всей необходимой

²⁹ ФСО № 1. Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки / Приказ Минэкономразвития России № 256 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4457 (04 сентября).

информацией о рыночных сделках с сопоставимыми предприятиями, будут добиваться близости цены сделки к равновесной цене сделок с объектами-аналогами, обращающимися на рынке. Этот подход основан на принципе замещения, в соответствии с которым покупатель не купит предприятие, если его стоимость превышает затраты на приобретение на рынке схожего предприятия, обладающего такой же полезностью. Кроме того, в сравнительном подходе используются принципы спроса и предложения, сбалансированности.

Особенностью сравнительного подхода к оценке бизнеса является ориентация итоговой величины рыночной стоимости предприятия, с одной стороны, на рыночные цены купли-продажи акций сходных (сопоставимых) предприятий, с другой – на фактически достигнутые финансовые результаты оцениваемого предприятия.

Базовые положения объективности сравнительного подхода к оценке предприятия.

1. Оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на аналогичные предприятия (акции). При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом (или одной акции) наиболее интегрально учитывает факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия (соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности предприятия и т.п.).

2. Сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, приобретая акции, покупает, в первую очередь, будущий доход. Все остальные особенности конкретного бизнеса (технологические, производственные и пр.) интересуют инвестора только с позиции получения этого дохода. Как следствие, стремление получить максимальный доход на инвестиции (при сопоставимом риске и свободном размещении капитала) обеспечивает сбалансированность (выравнивание) рыночных цен.

3. Цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, для аналогичных предприятий должно совпадать соотношение между ценой и основными финансовыми показателями (прибыль, выплаты дивидендов, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала), которые играют определяющую роль в формировании дохода инвестора.

Условия возможности применения сравнительного подхода.

1. Наличие активного фондового рынка, так как подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках купли-продажи акций или предприятий.

2. Открытость рынка и доступность финансовой информации, необходимой оценщику.

3. Наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию.

4. Сопоставимость факторов, оказывающих влияние на стоимость сопоставимых предприятий.

Определение стоимости предприятия сравнительным подходом характеризуется тремя ключевыми аспектами. Во-первых, необходимо выбрать предприятия, максимально схожие с объектом оценки, и определить их рыночные цены. Во-вторых, надо привести цены выбранных сопоставимых предприятий к единому знаменателю через расчет одного или нескольких мультипликаторов, поскольку использование абсолютных цен очень редко дает требуемый результат. В-третьих, необходимо учесть влияние различий между объектом оценки и выбранными сопоставимыми предприятиями, способных повлиять на величины мультипликаторов.

Корректная реализация этих аспектов очень важна для получения адекватной стоимости предприятий, поскольку как неправильный выбор сопоставимых предприятий, так и неверный расчет мультипликаторов могут привести к очень сильному смещению полученных результатов в ту или иную сторону.

Использование сравнительного подхода для оценки рыночной стоимости предприятия получило большое распространение в практической деятельности. Почти все оценщики и аналитики активно используют его в своей работе, и не раз серьезные инвестиционные решения о покупке или продаже активов принимались после их оценки при помощи методов сравнительного подхода. Это объясняется наличием сильных сторон этого подхода, которые, к сожалению, могут быть и его слабыми сторонами.

Достоинства и недостатки методов сравнительного подхода для определения стоимости предприятия приведены в таблице 5.1.

Сравнительный подход практически полностью игнорирует такие важнейшие характеристики предприятия, как уровень риска, потенциал роста и денежные потоки. Оценка сравнительным подходом периодически приводит к завышенным или заниженным оценкам стоимости предприятия – в зависимости от того, переоценивает или недооценивает рынок предприятия, выбранные в качестве сопоставимых. Сравнительный подход через взвешивание оценок, полученных при помощи разных мультипликаторов, и использование самых разнообразных корректировок дает огромный простор для искажения оценок стоимости. Это делает результаты оценки очень уязвимыми для манипуляций.

В принципе, используя сравнительный подход, оценщик может получить почти любую оценку стоимости предприятия в очень широком диапазоне. Кроме того, даже в случае грамотного использования сравнительного подхода далеко не всегда удастся корректно подобрать сопоставимые предприятия и

сделать корректировки, полностью учитывающие разницу между ними и объектом оценки, что также может приводить к искажению полученных оценок.

Таблица 5.1

Достоинства и недостатки сравнительного подхода

Достоинства подхода	Недостатки подхода
– основывается на <u>реальных рыночных данных о фактических ценах купли-продажи</u> аналогичных предприятий, т.е. цена определяется рынком, а оценщик ограничивается корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оцениваемым бизнесом (в других подходах рыночная стоимость определяется на основе расчетов); – требуется вводить <u>значительно меньше предположений</u>, чем при оценке доходным подходом; – базируется на <u>ретроинформации</u> и, следовательно, отражает фактически достигнутые результаты производственно-хозяйственной деятельности предприятия (а не гипотетические прогнозы будущих доходов); – отражает <u>существующую практику продаж и покупок</u>; – реально отражает соотношение спроса и предложения на данный бизнес, так как <u>цена фактически совершенной сделки</u> максимально учитывает ситуацию на рынке; – характеризуется <u>меньшими сроками</u> проведения оценки; – учитывает <u>влияние отраслевых (региональных) факторов</u> на цену акций предприятия; – является <u>понятным</u> даже людям без специального образования.	– базой для расчета является ретроспективная информация, т.е. подход игнорирует перспективы развития предприятия; – возможен только при <u>наличии доступной информации</u> по оцениваемому и сопоставимым предприятиям; – <u>сложность получения информации</u> по предприятиям-аналогам; – требует внесения <u>множества корректировок</u> в промежуточные расчеты и итоговую величину; – не учитывает <u>будущие ожидания инвестора</u>; – сложность определения уровня риска, характерного для сопоставимых предприятий; – возможность получения противоречивых и некорректных результатов; – невозможность корректного учета конкретных условий сделок купли-продажи сопоставимых предприятий

Сравнительный подход к оценке предприятия использует два типа информации:

- рыночная (ценовая) информация – данные о фактических ценах купли-продажи акций предприятий, аналогичных оцениваемому. Качество и доступность информации зависят от уровня развития фондового рынка;
- финансовая информация – бухгалтерская и финансовая отчетность за 3-5 лет по оцениваемому и аналогичным предприятиям. При этом вся отчетность должна быть скорректирована и проанализирована.

Поэтому сравнительный подход является очень трудоемким и дорогостоящим. Кроме того, оценщик в ходе анализа может прийти к заключению о

невозможности применения данного подхода вследствие отсутствия сходства между оцениваемым и аналогичными предприятиями (хотя время и деньги уже потрачены). Однако при возможности его применения сравнительный подход наиболее достоверно отражает ту цену, которая может сформироваться на рынке в процессе купли-продажи, поскольку в расчетах используются сложившиеся на рынке цены на сопоставимые с объектом оценки предприятия.

В рамках сравнительного подхода применяются методы, обеспечивающие

- либо построение модели универсальной зависимости рыночной стоимости от набора ценообразующих факторов с использованием процедуры корреляционно-регрессионного анализа (метод массовой оценки);
- либо сравнительный анализ цен продаж объектов, максимально близких к объекту оценки по основным экономическим, физическим, техническим и др. характеристикам, влияющим на величину стоимости (метод индивидуальной оценки).

Для определения стоимости предприятия сравнительным подходом используются методы индивидуальной оценки, требующие меньшего количества предприятий, сопоставимых по характеристикам с объектом оценки. В зависимости от наличия и доступности информации, характеристик объекта оценки, предмета и условий предполагаемой сделки с объектом оценки для определения стоимости предприятия сравнительным подходом применяются три метода: метод компании-аналога, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов. Методически методы аналогичны, поскольку предполагают применение мультипликаторов в качестве основного инструмента оценки. Отличаются они друг от друга видами мультипликаторов и способами их расчета, показателями, необходимыми для расчета мультипликаторов, и источниками информации.

В зависимости от наличия и доступности информации, характеристик оцениваемого предприятия, предмета и условий предполагаемой сделки с объектом оценки в рамках сравнительного подхода оценщиком применяются следующие методы:

1. МЕТОД ПРЕДПРИЯТИЯ-АНАЛОГА (метод рынка капитала) основан на использовании цен за единичную акцию открытых акционерных обществ, сформированных открытым фондовым рынком.
2. МЕТОД СДЕЛОК (метод продаж) ориентируется на цены приобретения предприятий в целом либо контрольного пакета акций (КПА).
3. МЕТОД ОТРАСЛЕВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ (метод отраслевых соотношений) основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами предприятий.

5.2. ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ ОТБОРА ПРЕДПРИЯТИЙ-АНАЛОГОВ

При использовании сравнительного подхода к оценке предприятия его стоимость определяется на основе цен продаж предприятий-аналогов. Поэтому достоверность оценки стоимости предприятия сравнительным подходом зависит от правильного подбора предприятий, сопоставимых с оцениваемым (предприятий-аналогов). В соответствии с ФСО №1,³⁰ **ОБЪЕКТОМ-АНАЛОГОМ** объекта оценки признается объект, сходный с объектом оценки по основным экономическим, материальным, техническим и др. характеристикам, определяющим его стоимость.

Основные критерии отбора предприятий-аналогов

- ☒ В ряде вердиктов американских судов, рассматривавших дела, связанные с оценкой, определяется, какие факторы должен рассматривать оценщик для определения сравнимости компаний:
- в одном решении – это структура капитала, репутация заемщика, квалификация руководства, опыт персонала, природа конкуренции, зрелость бизнеса;
 - в другом – продукты, рынки, менеджмент, прибыль, способность платить дивиденды, балансовая стоимость активов, позиция компании в отрасли.
- Таким образом, в настоящее время не существует общепринятого подхода к установлению единых параметров сопоставимости предприятий, но можно выделить некоторые очевидные критерии.

1. Отраслевое сходство. Оцениваемое и сопоставимые предприятия должны относиться к одной отрасли. Однако не все предприятия одной отрасли сопоставимы. Следует учитывать дополнительные факторы:

- уровень диверсификации производства (например, если оцениваемое предприятие производит 2 вида продукции, обеспечивающих примерно по 50% прибыли, а сравниваемое – 10 видов, или 2 вида продукции, но обеспечивающих 20 и 80% прибыли, то такое предприятие не может быть аналогом);
- характер взаимозаменяемости производимой продукции или ее идентичность;
- рынки сбыта готовой продукции (если у оцениваемого предприятия это мировые рынки, а у сравниваемого – рынок городской, то предприятия не являются сопоставимыми);
- вид доставки продукции потребителю (вывоз с предприятия, оптовые базы, дилерская сеть, оптовая продажа);

³⁰ ФСО № 1. Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки / Приказ Минэкономразвития России № 256 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4457 (04 сентября).

– уровень специализации оборудования (если у оцениваемого предприятия специализированное оборудование, а у сравниваемого – универсальное, они неодинаково отреагируют на изменение ситуации на рынке);

– различие условий экономической деятельности (развитость инфраструктуры, доступ к ресурсам и потребителям, уровень конкуренции и др.);

☑ *Например, стоимость капитала строительных организаций в районах массового строительства и в отдаленных экономических районах существенно отличается, хотя другие критерии – численность работающих, состав парка строительных машин – могут быть сходными.*

– стадия экономического развития («опытное» предприятие имеет преимущества и дополнительную прибыль за счет стабильного функционирования, хорошей клиентуры и поставщиков и т.п.).

2. Размер. Необходимость учета этого фактора объясняется тем, что бизнес небольших предприятий является более рискованным по сравнению с аналогичными, но крупными предприятиями (В США премия за риск вложения в мелкий бизнес по сравнению с крупным составила в среднем за 1926-1994 гг. почти 11%). Сравнительные оценки размера предприятия включают следующие параметры: объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и др. Оценщик должен проанализировать при этом факторы, обеспечивающие величину прибыли:

– географическая (территориальная) диверсификация – крупные предприятия обычно имеют более разветвленную сеть потребителей продукции, минимизируя риск нестабильности объемов продаж;

– количественные скидки – крупные предприятия закупают сырье в большем объеме, чем небольшие, и получают скидки. Коэффициент использования оборудования в крупных предприятиях выше. Поэтому мультипликатор, рассчитанный по крупному предприятию, должен быть скорректирован и понижен для небольшого;

– ценовые различия по сходным товарам – крупные предприятия могут либо устанавливать более высокие цены (за счет марки, товарного знака), либо снижать их за счет экономии на масштабах производства. Это, в конечном счете, влияет на величину мультипликатора.

3. Перспективы роста. Для определения перспектив развития предприятия оценщик должен:

– определить фазу жизненного цикла предприятия, так как она определяет распределение чистой прибыли на дивиденды и затраты на развитие предприятия (инвестиции);

– исследовать перспективы экономического развития предприятия (экстенсивное, интенсивное, новые производства и т.п.);

– проанализировать динамику выручки от реализации, издержек, прибы-

ли за ряд предыдущих лет;

- изучить и оценить дивидендную политику (соотношение дивидендных выплат и части чистой прибыли, направляемой на развитие предприятия);
- проанализировать состояние рынка, положение предприятия на рынке (доля рынка) и возможности их изменения.

Оценивая перспективы роста предприятия, оценщик анализирует следующие факторы: общий уровень и динамика инфляции; перспективы роста отрасли; величина и динамика процентных ставок, включая ставку рефинансирования ЦБ; индивидуальные возможности развития предприятия в рамках отрасли.

4. Финансовый риск. Способы оценки финансового риска:

- сравнение структуры капитала (соотношение заемного и собственного капитала);
- оценка ликвидности (возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами);
- анализ кредитоспособности (способность привлекать заемные средства на выгодных условиях).

5. Качество менеджмента. Этот фактор наиболее сложно оценить, так как анализ проводится по косвенным данным: качество отчетной документации, возрастной состав персонала, уровень образования, опыт, место предприятия на рынке и др.

6. Организационно-правовая форма собственности (ООО, ОАО, ЗАО, производственный кооператив, ГУП и т.п.).

7. Дата продажи сопоставимых предприятий и оценки. Из-за колебаний фондовых рынков в целом и отдельных отраслей некорректно сравнивать мультипликаторы, рассчитанные на разные даты.

Рассмотренные критерии являются основными, но не исчерпывают всех факторов. Оценщик может выполнить сравнение и по другим параметрам.

Этапы отбора сопоставимых предприятий.

1. Определение всех похожих («подозреваемых») предприятий-аналогов.

На данном этапе следует найти максимально возможное число предприятий, сходных с оцениваемым. Критерии сопоставимости при этом достаточно условны: сходство отрасли, производимой продукции, ее ассортимента, объемов производства, количество работающих.

2. Составление списка «кандидатов». На данном этапе оценщик получает информацию непосредственно на предприятии, поэтому первоначальный список сократится из-за отказа предоставить информацию, из-за ее низкого качества, недостоверности и др. На втором этапе критерии оценки должны соответствовать важнейшим характеристикам предприятия. Если аналог отвечает всем критериям, то он может использоваться на последующих этапах оценки.

3. Составление окончательного списка сопоставимых предприятий. На

этом этапе проводится тщательный анализ предприятий-аналогов по таким факторам, как уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции и т.п. После отбора предприятий-аналогов проводится анализ финансовой отчетности оцениваемого и сравниваемых предприятий. Финансовый анализ в процессе оценки решает следующие задачи:

- результаты финансового анализа являются основанием для принятия оценщиком решения о сопоставимости предприятий с объектом оценки или их исключения из списка предприятий-аналогов;
- финансовый анализ позволяет определить место или ранг оцениваемого предприятия среди сопоставимых предприятий;
- финансовый анализ является основой для внесения корректировок, обеспечивающих необходимое сходство оцениваемого предприятия с сопоставимыми;
- финансовый анализ позволяет обосновать степень доверия оценщика к определенному мультипликатору и установить коэффициент значимости каждого варианта стоимости при выведении итоговой величины.

Практически невозможно найти абсолютно идентичные предприятия, поэтому на основе анализа делают следующие выводы:

- предприятие сопоставимо с оцениваемым по ряду характеристик и может быть использовано для расчета мультипликаторов;
- предприятие недостаточно сопоставимо с оцениваемым и не может быть использовано в процессе оценки (оценщик письменно объясняет, почему он делает такое заключение).

Окончательный список должен включать **не менее трех предприятий**, сопоставимых с оцениваемым предприятием, при этом в него могут быть включены и зарубежные предприятия-аналоги.

5.3. ХАРАКТЕРИСТИКА И СФЕРА ПРИМЕНЕНИЯ ЦЕНОВЫХ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ

Определение рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным подходом основано на использовании ценовых мультипликаторов. Это обусловлено трудностью установления прямого соотношения цен на акции разных предприятий.

✓ **ПРИМЕР 5.1.** Предположим, что предприятия А и Б абсолютно идентичны, за исключением количества акций (у предприятия А в обращении находится 15 акций, у предприятия Б – 30). Пусть выручка каждого предприятия составляет 150 д.е., а чистая прибыль – 15 д.е. Теоретически рыночная стоимость 100% акций предприятий должна быть одинакова, поскольку она зависит от показателей деятельности предприятия, а не от количества акций. Допустим, рыночная

стоимость обоих предприятий равна 150 д.е. Тогда 1 акция предприятия А стоит 10 д.е., а предприятия Б – 5 д.е. При этом разница в цене акции зависит только от количества акций.

ПРИМЕР 5.2. Предположим, что предприятие А подобно предприятию Б (как в математике подобны треугольники), но крупнее его в 2 раза, т.е. выручка предприятия А составляет 300 д.е., а чистая прибыль – 30 д.е. Количество акций у предприятий одинаковое – по 15 шт. При этом рыночная стоимость предприятия А теоретически должна быть в 2 раза выше, чем Б. Если рыночная стоимость предприятия Б равна 150 д.е., то одна акция стоит 10 д.е., тогда рыночная стоимость предприятия А составит 300 д.е., а стоимость 1 акции будет равняться 20 д.е. Таким образом, разница в цене акции зависит от размеров предприятия.

Из примеров видно, что, при прочих равных условиях, цена 1 акции зависит от двух основных факторов: количество акций и размер предприятия. Поэтому, чтобы определить стоимость предприятий на основе цены 1 акции, надо учитывать размер предприятия и количество акций. Это является довольно сложной задачей. Кроме того, на практике оцениваемое предприятие и его аналоги, как правило, не являются абсолютно подобными: например, выручка может отличаться в 2 раза, а прибыль на 35 % и т.д.

Для упрощения стоимостного анализа и разработан метод мультипликаторов, который позволяет устранить влияние на цену акции размера предприятия и количества акций, на которое поделен его акционерный капитал. В этом методе сравнение цен акций производится не по отношению к выручке или прибыли всего предприятия, а к выручке или прибыли на 1 акцию: цена 1 акции / выручка (P / S) или цена 1 акции / чистая прибыль (P / E).

Мультипликаторы позволяют судить о стоимости акций не как о котировках ценных бумаг, а как о котировках финансовых или натуральных показателей предприятия (выручка, прибыль и т.д.). Они показывают «стоимость или цену» 1 д.е. выручки, прибыли и т.п. предприятия и позволяют установить, насколько 1 д.е. некоторого показателя одного предприятия оценивается выше или ниже другого и т.п. Таким образом, мультипликаторы являются относительными, или сравнительными, показателями оценки предприятий.

В основе идеи мультипликаторов лежит экономический закон одной цены, в соответствии с которым два одинаковых актива должны иметь одинаковые рыночные цены. Этому закону соответствуют следующие правила:

- если предприятия отличаются друг от друга только количеством акций, то величины их мультипликаторов совпадают;
- если предприятия подобны и у них одинаковое количество акций, то их мультипликаторы совпадают;
- когда предприятия подобны, но у них разное количество акций, их

мультипликаторы все равно совпадают (пример 5.3).

☑ **ПРИМЕР 5.3.** Рассмотрим расчет мультипликаторов P / S и P / E для сравнимых предприятий А и Б (примеры 5.1 и 5.2).

Таблица 5.2

Расчет мультипликаторов сравниваемых предприятий, д.е.

Показатели	Вариант 1		Вариант 2		Вариант 3	
	А	Б	А	Б	А	Б
Выручка (S)	150	150	300	150	300	150
Чистая прибыль (E)	15	15	30	15	30	15
Рыночная стоимость (P)	150	150	300	150	300	150
Кол-во акций	15	30	15	15	15	30
Цена 1 акции	10	5	20	10	20	5
P / S	1	1	1	1	1	1
P / E	10	10	10	10	10	10

Таким образом, при разной цене 1 акции сравниваемых предприятий величина мультипликаторов одинаковая.

В переводе с английского термин «мультипликатор» (multiplier) означает множитель, или коэффициент.

ЦЕНОВОЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР – коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и некоторой базой:

$$M = \frac{\text{Рыночная цена предприятия (акции)}}{\text{База}}. \quad (5.1)$$

На практике оценщики и аналитики используют достаточно большое число разных мультипликаторов. Их можно классифицировать по разным признакам.

I. По типу базы, лежащей в знаменателе мультипликатора, мультипликаторы можно разделить на две группы.

1. Финансовые. К финансовым мультипликаторам относятся такие, в знаменателе которых стоит один из показателей, отражающих финансовые результаты деятельности предприятия (прибыль, денежный поток, дивидендные выплаты, выручка от реализации и др.). Показатель финансовой базы берется: либо за последний отчетный год; либо за последние 12 мес.; либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки; либо прогнозное значение на 1-3 будущих года.

Принципиальным отличием **финансовых мультипликаторов** является их универсальный характер и применимость для всех отраслей.

2. Натуральные. К натуральным мультипликаторам относятся такие, в знаменателе которых стоит натуральный показатель (объем продаж, производственная мощность и др.).

Натуральные мультипликаторы являются специфичными для отрасли или группы отраслей. Вследствие этого следует учитывать некоторые правила:

- для оценки многопрофильных предприятий натуральные мультипликаторы не применимы;
- при оценке по натуральным мультипликаторам существенно снижается круг применимых аналогов, поскольку следует использовать предприятия, производящие точно такую же продукцию. Предприятия, выпускающие аналогичную продукцию, использовать нельзя, так как цены на продукцию могут существенно различаться.

II. По показателю стоимости предприятия мультипликаторы бывают двух видов.

1. Мультипликаторы, показывающие отношение полной стоимости предприятия (стоимости инвестированного капитала) к какому-либо показателю.

2. Мультипликаторы, показывающие отношение стоимости собственного (акционерного) капитала к какому-либо показателю.

☒ *Мультипликаторы второго вида используются чаще, поскольку расчет мультипликаторов первого вида требует дополнительных усилий по сбору и обработке информации о долговой нагрузке и свободных денежных средствах оцениваемого и сопоставимых предприятий, необходимых для расчета полной стоимости. Для расчета мультипликаторов второго типа достаточно только сведений о рыночной цене и количестве акций оцениваемого предприятия и его аналогов.*

Однако более простой способ расчета мультипликаторов первого типа во многих случаях негативно отражается на их качестве. Адекватная оценка при помощи мультипликаторов такого вида будет иметь место только в том случае, если предприятия, используемые для расчета среднего значения мультипликатора, имеют приблизительно одинаковое соотношение собственных и заемных средств в структуре инвестированного капитала, либо различия в структуре инвестированного капитала учитываются в показателе, лежащем в основе мультипликатора. В противном случае существует высокая вероятность получения оценок, смещенных в ту или иную сторону. Использование мультипликаторов второго типа в значительной степени позволяет устранить этот недостаток, что компенсирует бóльшие трудозатраты на расчет мультипликаторов этого вида.

III. По показателю финансовой базы, лежащей в основе мультипликатора, финансовые мультипликаторы делятся на две группы.

1. **Балансовые** (моментные) базируются на показателях баланса (стоимость активов, стоимость чистых активов):

$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Балансовая стоимость активов}};$$

$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Стоимость внеоборотных активов}};$$

$$M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Стоимость чистых активов}};$$

$$M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Балансовая стоимость акционерного капитала}}.$$

2. **Доходные** (интервальные), в основе которых лежат показатели отчета о прибылях и убытках (выручка, прибыль, денежный поток и т.п.):

$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Прибыль}}; M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Денежный поток}};$$

$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Выручка от реализации}}; M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Дивидендные выплаты}};$$

$$M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Чистая прибыль}}; M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Денежный поток}} \text{ и др.}$$

IV. По временному критерию. Классификация по временному критерию не имеет четкой структуры. С одной стороны, мультипликаторы, основанные на потоковых показателях, могут быть рассчитаны на основе годовых, полугодовых и квартальных показателей. В большинстве случаев при оценке рыночной стоимости предприятия сравнительным подходом используются мультипликаторы на основе годовых показателей, которые являются стандартными. Однако в ряде случаев имеет смысл применять мультипликаторы, базирующиеся на показателях за более короткие периоды – полугодовых и квартальных. В частности, они могут дать лучшие результаты в случае резкого изменения конъюнктуры на отраслевом рынке в течение полугодия или квартала.

Рассмотрим основные мультипликаторы, используемые при оценке бизнеса сравнительным подходом.

«ДОХОДНЫЕ» ФИНАНСОВЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ

При выборе этих мультипликаторов следует иметь в виду, что при сравнении финансовых результатов различных предприятий, чем к более низкой строке отчета о прибылях и убытках мы обращаемся, тем более искаженным будет такое сравнение. В связи с этим самой неискаженной считается оценка по выручке, далее оценка по денежным потокам, а затем по прибыли.

Мультипликатор	М	Цена предприятия
		Выручка от реализации

Этот мультипликатор является одним из самых распространенных в оценке предприятия сравнительным подходом. Причины широкого распространения этого мультипликатора.

1. Мультипликатор можно рассчитать практически для всех предприятий (кроме предприятий на начальной стадии развития, которые еще не освоили производство продукции). Предприятие может быть убыточным, и мультипликаторы по прибыли в этом случае не имеют смысла. Выручка не может быть отрицательной, поэтому мультипликатор определен почти всегда.

2. Выручка является финансовым показателем, по которому легче всего найти информацию: она раскрывается чаще, чем прибыль. В случае отсутствия достоверных данных этот показатель легче всего поддается косвенной оценке.

3. Волатильность выручки гораздо ниже, чем прибыли, и она меньше подвержена влиянию внешних и случайных факторов.

4. Показатель выручки не зависит от применяемых предприятием методов бухгалтерского учета, потому что достоинством этого мультипликатора является его универсальность (т.е. оценщику не надо делать корректировок, как при расчете мультипликатора по прибыли).

5. На показатель выручки не влияют различия в налоговом учете.

Однако следует иметь в виду, что стоимость бизнеса определяется той прибылью, которую он приносит владельцу, выручка от реализации (объем продаж) – это лишь один из факторов, влияющих на прибыль. Предприятия с одинаковыми объемами продаж (одинаковой выручкой от реализации) могут иметь разную прибыльность, следовательно, их стоимость будет разная. Таким образом, мультипликатор не учитывает разницы в эффективности сравниваемых предприятий. В том случае, если рентабельность оцениваемого предприятия существенно отличается от средней по сопоставимым предприятиям, применение мультипликаторов на основе выручки, скорее всего, даст смещенную оценку рыночной стоимости.

Особенность применения мультипликатора – обязательный учет структуры капитала оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов. Если она существенно отличается, то мультипликатор лучше определять на инвестированный капитал.

Область использования мультипликатора:

- оценка предприятий сферы услуг (реклама, страхование, ритуальные услуги и т.п.);
- убыточные предприятия;
- предварительная оценка предприятия, если в качестве аналогов используются предприятия из разных стран;

– оценка в целях поглощения предприятия, так как он исключает возможность повышения цены за счет кратковременного роста прибыли, обеспечиваемого усилиями управленческого персонала. Но в этом случае следует изучить стабильность объема выручки в будущем, так как поглощение может сопровождаться сменой управленческого аппарата, заменой производственного персонала и снижением выручки.

Мультипликаторы
$$M = \frac{\text{Цена}}{\text{Прибыль}}.$$

Мультипликаторы, относящиеся к этой группе, получили наибольшее распространение в практической деятельности, поскольку даже на интуитивном уровне понятно, что существует прямая связь между стоимостью предприятия и той прибылью, которую оно приносит. В качестве прибыли может быть принята чистая прибыль, балансовая прибыль, прибыль от реализации, прибыль до уплаты процентов и налогов и др. Основное требование: идентичность финансовой базы для сопоставимого и оцениваемого предприятия (мультипликатор на основе чистой прибыли нельзя применять к балансовой прибыли).

Значение этого мультипликатора существенно зависит от методов бухучета. Поэтому порядок распределения прибыли по предприятиям (особенно если в качестве аналога берется зарубежное предприятие) следует привести к единым стандартам.

Мультипликатор
$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Прибыль от реализации}}.$$

Этот мультипликатор оценивает предприятие по доходности его основной деятельности. Применяется он сравнительно редко и с определенной целью: с его помощью выделяется доходность основного бизнеса предприятия (без учета внеоперационных и чрезвычайных доходов и расходов).

Мультипликатор
$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Прибыль до выплаты процентов и налогов}}.$$

Прибыль до выплаты процентов и налогов определяется сложением чистой прибыли с суммой выплаченных процентов и налогов.

Этот мультипликатор используется для оценки предприятий с различными уровнями задолженности и, соответственно, разными процентными выплатами. Его применение позволяет учесть разницу налогообложения оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов, различия в их политике заимствования капитала, но не учитывает различия в амортизационной политике. Это особенно важно при использовании сопоставимых предприятий, работающих в разных налоговых юрисдикциях либо прибегающих к схемам оптимизации

налоговых платежей, а также обусловленных разной стоимостью заемных средств.

$$\text{Мультипликатор } M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации}}.$$

Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации определяется сложением чистой прибыли с суммой выплаченных процентов, налогов и начисленной амортизации.

Применение этого мультипликатора позволяет, дополнительно к предыдущему мультипликатору, учесть различия в способе начисления амортизационных отчислений, которые хотя и входят в состав производственных расходов предприятия, но не являются его денежными расходами.

$$\text{Мультипликатор } M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Чистая прибыль}}.$$

Это наиболее распространенный и используемый мультипликатор, но и один из самых проблемных. Он устанавливает связь между рыночной ценой акционерного капитала и чистой прибылью предприятия и позволяет напрямую определить стоимость собственного капитала.

✓ Этот мультипликатор показывает, сколько средств готов заплатить инвестор за получаемую предприятием прибыль. Например, если мультипликатор Ц/ЧП = 10, то это значит, что предприятие продается по цене, в 10 раз превышающую ее прибыль, т.е. инвестор готов платить 10 руб. за каждый рубль чистой прибыли.

Недостатки мультипликатора.

1. Этот мультипликатор гораздо чаще, чем другие мультипликаторы, не определен, так как чистая прибыль чаще бывает отрицательной.

2. Сложность интерпретации значения мультипликатора, поскольку его величина может быть высокой как вследствие прекрасных перспектив предприятия (учет высоких ожидаемых темпов роста), так и в случае низких значений чистой прибыли.

3. Чистая прибыль подвержена бóльшим колебаниям, чем другие финансовые показатели.

4. Мультипликатор зависит от доли долга в структуре капитала предприятия, поскольку проценты за кредит учитываются в себестоимости продукции.

5. Не учитывает различий в осуществляемых капиталовложениях между оцениваемым предприятием и предприятием-аналогом.

Область использования мультипликатора: оценка прибыльных предприятий со стабильной структурой капитала; оценка крупных предприятий; при осуществлении слияний и поглощений закрытых компаний; в ходе первичного

размещения акций; в ходе размещения акций в залоговое обеспечение при получении кредита; при выкупе доли одного акционера другими акционерами.

$$\text{Мультипликаторы } M = \frac{\text{Цена}}{\text{Денежный поток}}.$$

Для инвестора важны не бухгалтерские доходы предприятия, а реальные денежные потоки, которые могут существенно отличаться от «бумажной» прибыли. Чтобы учесть эти отклонения, вводятся мультипликаторы, основанные на денежных потоках. При этом в знаменателе приводится, как правило, валовой денежный поток, т.е. базой расчета этого мультипликатора может служить любой показатель прибыли, увеличенный на сумму начисленной амортизации. Чистый денежный поток не применяется вследствие сложности его расчета.

Эти мультипликаторы устраняют одно из главных искажений прибыли, вызванное влиянием метода начисления амортизации на ее величину.

Область использования:

- предприятия, в активах которых преобладает недвижимость;
- убыточные предприятия (или с небольшой прибылью);
- оценка управляющих компаний (в расходах значительна доля АО обслуживаемых зданий), строительных организаций;
- предприятия, экономический срок жизни основных средств которых существенно превышает период начисления амортизационных отчислений (при использовании метода ускоренной амортизации).

$$\text{Мультипликатор } M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Денежный поток до уплаты \% и налогов}}.$$

Показатель знаменателя этого мультипликатора определяется сложением чистой прибыли с суммой выплаченных процентов, налогов и начисленной амортизации. Он показывает, какие ресурсы остаются у предприятия для погашения кредитов и уплаты налогов. Использование этого мультипликатора позволяет дать оценку, очищенную от влияния разницы в бухгалтерской амортизации и процентов по кредиту оцениваемого предприятия и предприятия-аналога.

Область применения мультипликатора:

- оценка предприятий, у которых капиталовложения неэффективны;
- оценка капиталоемких предприятий, у которых амортизация составляет существенную статью (сталелитейные компании, кабельное телевидение и т.п.);
- оценка предприятий с разным уровнем задолженности, поскольку мультипликатор устраняет различия в доходности, вызванные процентным бременем.

$$\text{Мультипликатор } M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Дивидендные выплаты}}.$$

Используется редко, несмотря на доступность информации, поскольку в открытых и закрытых АО выплаты дивидендов существенно различаются.

Мультипликатор может рассчитываться как на базе фактически выплаченных дивидендов, так и на основе потенциальных дивидендных выплат, под которыми понимаются типичные дивидендные выплаты по группе аналогичных предприятий, исчисленные в % к чистой прибыли. Мультипликатор целесообразно использовать, если дивиденды выплачиваются стабильно и в аналогах и в оцениваемом предприятии, либо способность предприятий платить дивиденды может быть обоснованно спрогнозирована.

Особенности использования мультипликатора:

- при оценке в целях поглощения предприятий используют фактические дивиденды, так как способность выплачивать дивиденды здесь не имеет значения;
- при оценке КПА следует ориентироваться на потенциальные дивиденды, так как инвестор получает право решения дивидендной политики;
- при оценке миноритарного пакета акций важны фактические дивидендные выплаты, так как инвестор не может влиять на дивидендную политику.

«БАЛАНСОВЫЕ» ФИНАНСОВЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ

В основе мультипликаторов этой группы лежит бухгалтерская оценка активов и пассивов предприятия, которая может значительно отличаться от их рыночной стоимости. Бухгалтерская оценка активов и пассивов предприятия регулируется стандартами бухгалтерского учета и сильно зависит от цен, по которым эти активы и пассивы в свое время ставились на баланс предприятия. Эти цены могли быть как намного выше, так и намного ниже их рыночной стоимости. Кроме того, на бухгалтерскую оценку существенное влияние оказывает учетная политика предприятия, например, метод учета производственных запасов, методы начисления амортизации и т.п.

К достоинствам этих мультипликаторов можно отнести их бóльшую стабильность и меньшую зависимость от текущих изменений экономической конъюнктуры.

Недостатки балансовых мультипликаторов.

1. Мультипликаторы могут быть искажены, поскольку балансовая стоимость зависит от применяемых способов учета (методы амортизации, учет расходов на НИОКР – списание на себестоимость или капитализация, переоценка активов и т.п.).

2. На балансе не числится «человеческий капитал» (стоимость квалификации и опыта работников), а для ряда предприятий (сервисные, страховые, консалтинговые, проектные и т.п.) это более важный фактор, чем материаль-

ные активы. Отсюда ограниченность применения этих мультипликаторов для оценки таких видов бизнеса.

Мультипликатор	$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Балансовая стоимость активов}}$
-----------------------	---

Мультипликатор	$M = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Стоимость чистых активов}}$
-----------------------	--

В качестве финансовой базы используется балансовая стоимость аналогичных предприятий на дату оценки либо на последнюю отчетную дату.

Область использования мультипликатора:

- оценка холдинговых компаний;
- оцениваемое предприятие имеет значительные вложения в собственность (недвижимость, ценные бумаги, газовое или нефтяное оборудование и др.);
- основной деятельностью предприятия является хранение, покупка и продажа такой собственности, т.е. управленческий и производственный персонал добавляет при оценке незначительную стоимость;
- оценка финансовых институтов (банки, страховые и инвестиционные компании), у которых активы состоят, в основном, из ликвидных ценных бумаг;
- оценка дистрибьюторских компаний, поскольку их стоимость во многом зависит от стоимости запасов;
- оценка ликвидируемых предприятий, у которых прибыль может быть очень низкой или отрицательной;
- оценка предприятий, у которых каждый актив ликвиден, имеет самостоятельную ценность, т.е. может быть продан отдельно от остального имущественного комплекса (например, автотранспортное предприятие, судоходные компании и т.п.).

НАТУРАЛЬНЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ

Для использования этих мультипликаторов необходимо, чтобы оцениваемое предприятие и сопоставимый аналог были сравнимы по каким-либо натуральным показателям (единицам измерения). Такая ситуация в большей степени характерна для монопродуктовых предприятий, производящих однородную продукцию:

- сырьевые предприятия (добыча угля, нефти, газа, золота и т.п.);
- предприятия, производящие продукцию низкого передела (металлы в слитках, лес, целлюлоза, цемент и т.п.);
- сельскохозяйственные предприятия (птицефабрики, свинофермы, элеваторы, сахарные заводы и т.п.);
- предприятия по производству и передаче электроэнергии;
- некоторые предприятия, производящие продукцию более глубокой переработки (фанерные комбинаты, трубные заводы, заводы ДВП, ДСП и т.п.).

Проблемы использования натуральных мультипликаторов.

1. Приведение разнородной продукции к единым натуральным единицам измерения (например, труб разной толщины и разного диаметра) может привести к значительной погрешности из-за разницы цен на разные виды продукции.

2. Оцениваемое предприятие и предприятие-аналог могут иметь разную структуру продукции, производимую из одного материала, выпуская продукцию с большей или меньшей добавленной стоимостью (например, можно производить сталь в слитках, можно катать стальной лист разной толщины, можно делать профнастил и т.д. Стоимость при этом за 1 т будет разная).

3. Необходимость учета степени вертикальной интеграции оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов (например, оцениваемое предприятие имеет собственную сырьевую базу, а предприятие-аналог – нет. В этом случае, используя натуральный показатель, мы предприятие недооценим).

Мультипликатор

$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Физический объем производства}}$$

является

разновидностью мультипликатора $M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Выручка от реализации}}$. В нем цена сопоставляется не со стоимостным, а с натуральным показателем (физический объем производства).

Мультипликатор

$$M = \frac{\text{Цена предприятия}}{\text{Производственная мощность}}.$$

С помощью этого мультипликатора можно учесть разницу в потенциалах предприятий, которая не может быть учтена при использовании «доходных» мультипликаторов.



ПРИМЕР 5.4. Предположим, что предприятие А работает при полной загрузке мощности. При росте спроса на его продукцию, чтобы увеличить объемы производства, придется создавать дополнительные мощности, осуществляя капитальные вложения (это приводит к снижению рыночной стоимости). А предприятие Б имеет в запасе простаивающие мощности. За счет этого она может увеличить производство без осуществления капитальных вложений.

Однако следует учесть, что если роста не предвидится, то оценка по этому мультипликатору завысит стоимость предприятия с избыточными мощностями.

Существует ряд специфических натуральных показателей, на основе которых могут быть построены оценочные мультипликаторы:

- добывающие предприятия могут оцениваться по запасам (нефти, газа, угля и т.п.). Для этих компаний запасы являются аналогом мощности;
- агентства недвижимости – 1 кв. м продаваемой площади;

- транспортный бизнес – 1 тонно-км перевозимых грузов;
- автозаправочная станция – продажа бензина в литрах за месяц;
- телекоммуникационные и подобные им компании – количество абонентов (подписчиков, клиентов, численность населения на той территории, где действует лицензия, тираж);
- машиностроительное производство – количество установленного оборудования и др.

ПРАВИЛА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ В МЕТОДАХ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА.

1. В числителе мультипликатора могут использоваться следующие показатели:
 - цена одной акции (price – P) – финансовые активы акционеров предприятия;
 - цена всех акций (100%) предприятия (market capitalization – MC) – финансовые активы акционеров предприятия;
 - стоимость бизнеса, стоимость предприятия (enterhrise value – EV), рыночная стоимость инвестированного капитала (market value of invested capital – MVIC) – все активы предприятия.
2. Числитель мультипликатора должен соответствовать его знаменателю. Для этого следует придерживаться некоторых правил:
 - натуральные мультипликаторы могут служить для расчета стоимости и акций и предприятия;
 - применяя балансовые мультипликаторы, необходимо учитывать, что балансовая стоимость активов соотносится со стоимостью предприятия, а стоимость чистых активов или стоимость акционерного капитала – со стоимостью акций;
 - «доходные» показатели условно делятся на два типа: одни включают доходы, из которых осуществляются выплаты и акционерам и кредиторам (прибыль и денежный поток до уплаты процентов и налогов, операционная прибыль после уплаты налогов и т.п.), другие учитывают только выплаты акционерам (чистая прибыль, чистый денежный поток). Показатели первой группы соотносятся со стоимостью предприятия, второй – с ценой акций.
3. Все мультипликаторы должны быть рассчитаны единым образом (особенно это важно знать, если используются значения мультипликаторов схожих компаний из внешнего источника), что предполагает
 - нормализацию и стандартизацию используемых для расчета мультипликаторов данных;
 - пересчет финансовых показателей компаний в единую валюту;
 - перевод всех необходимых данных в единый временной стандарт (годовые, полугодовые или квартальные данные) или их корректировка на нестандартный финансовый год.

4. Мультипликаторы по всем сопоставимым предприятиям должны быть рассчитаны на один и тот же момент. Даже небольшие расхождения во времени могут привести к смещению полученных оценок, поскольку даже за один день цены акций на фондовом рынке могут существенно меняться.
5. Значения мультипликаторов по сопоставимым предприятиям должны иметь минимальный разброс.
6. База мультипликатора по сопоставимым и оцениваемому предприятиям должна быть одинаковой, т.е.
 - мультипликатор «Цена / Чистая прибыль» не должен применяться к выручке от реализации, балансовой прибыли и т.п.;
 - если мультипликатор рассчитывается по среднему значению показателя, то и при оценке должен браться средний показатель (а не за год).

5.4. МЕТОДЫ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ДЛЯ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ

МЕТОД ПРЕДПРИЯТИЯ-АНАЛОГА (метод рынка капитала) основан на использовании цен за единичную акцию открытых акционерных обществ, сформированных открытым фондовым рынком. При использовании метода предприятия-аналога оценка стоимости бизнеса проводится на основании информации о стоимости предприятий-аналогов, акции которых котируются на открытом фондовом рынке. Базой для сравнения служит цена на единичную акцию открытых акционерных обществ. Таким образом, данный метод используется для оценки миноритарного пакета акций.

Сущность метода: выбирается предприятие, аналогичное оцениваемому, которое было недавно продано; по нему рассчитывается соотношение между ценой продажи и каким-либо показателем, которое называется мультипликатором. Умножив мультипликатор, рассчитанный по аналогичному предприятию, на тот же базовый финансовый показатель оцениваемого предприятия, получим рыночную стоимость оцениваемого предприятия. Применение метода рынка капитала допускается в случае использования как минимум трех аналогов объекта оценки по каждому используемому ценовому мультипликатору.

Этапы метода рынка капитала.

1. **Анализ состояния и тенденций рынка**, к которому относится оцениваемый объект, и составление списка аналогичных предприятий (п.5.2).
2. **Сбор необходимой информации** по объектам-аналогам и проверка ее достоверности.
3. **Составление списка «кандидатов»** (п. 5.2).
4. **Финансовый анализ** оцениваемого и аналогичных предприятий.
5. **Выбор параметров сравнения** оцениваемого предприятия с предпри-

ятиями-аналогами, проведение процедуры сравнения и **установление сопоставимых предприятий**.

6. **Выбор мультипликатора** (или группы мультипликаторов), которые будут применяться для оценки стоимости предприятия. Для получения объективных данных рекомендуется применять для оценки несколько мультипликаторов одновременно.

7. **Расчет величины выбранных оценочных мультипликаторов** по сопоставимым предприятиям.

8. **Установление величины мультипликатора (мультипликаторов) для оцениваемого предприятия.**

Так как абсолютно одинаковых предприятий не существует, диапазон значений мультипликатора для предприятий-аналогов может быть значительным. Оценщик исключает экстремальные (максимальную и минимальную) величины (если позволяет количество подобранных сопоставимых предприятий), а оставшиеся анализирует. Анализ зависит от количества найденных аналогов:

- если количество аналогов достаточно для статистической обработки, устанавливается корреляционно-регрессионная зависимость между величиной мультипликатора и каким-то финансовым показателем или коэффициентом (например, мультипликатор «Цена / Выручка» и коэффициент «Выручка / Прибыль»). Определяется уравнение зависимости (трендовая кривая), по которой, исходя из значения финансового показателя оцениваемого предприятия, устанавливается значение мультипликатора для объекта оценки. Преимуществом этого метода является возможность выведения формулы зависимости величины определенного мультипликатора от какого-то параметра. При этом предприятия в выборке аналогов не обязательно должны быть полностью похожи друг на друга (как оловянные солдатики). Поэтому регрессия применима и там, где недостаточно прямых аналогов для расчета мультипликаторов;
- если количество аналогов незначительное, то по анализу финансовых показателей оцениваемого и аналогичных предприятий устанавливается ранг (рейтинг) объекта оценки, и величина мультипликатора определяется анализом соотношения трех величин:
 - а) средневзвешенной величины мультипликатора. При расчете наибольший удельный вес придается мультипликаторам тех предприятий, финансовое положение которых наиболее близко к положению объекта оценки;
 - б) фактической величины финансовых коэффициентов аналогов;
 - с) фактической величины финансового коэффициента оцениваемого предприятия.

9. **Определение предварительной величины стоимости оцениваемого**

предприятия на основе i -того мультипликатора по формуле:

$$PC_{пр\ oцi} = M_{oцi} \cdot Поцi, \text{ д.е.}, \quad (5.2)$$

где $M_{oцi}$ – один из возможных мультипликаторов оцениваемого предприятия;

$Поцi$ – показатель функционирования оцениваемого предприятия, соответствующий знаменателю принятого мультипликатора.

10. Определение коэффициентов значимости мультипликаторов, использованных в оценке предприятия.

Сравнительный подход позволяет использовать оценщику несколько мультипликаторов для оценки рыночной стоимости, т.е. в процессе расчетов будет получено несколько значений рыночной стоимости. Для выведения одного значения рыночной стоимости рекомендуется определять средневзвешенную стоимость (а не среднюю), придавая каждому мультипликатору свой вес в зависимости от целей оценки, конкретных условий, степени доверия к той или иной финансовой информации.

Для установления коэффициентов значимости рекомендуется использовать метод парных сравнений (табл.5.3).

Значимость мультипликатора устанавливается, руководствуясь следующим правилом:

- «2» ставится, если мультипликатор по строке более значим, чем мультипликатор по столбцу;
- «1» ставится, если мультипликаторы равнозначны или независимы;
- «0» ставится, если мультипликатор по столбцу более значим, чем мультипликатор по строке.

Таблица 5.3

**Определение коэффициентов значимости мультипликаторов
на основе метода парных сравнений**

		Мультипликаторы				Сумма	Уд. вес
		$\frac{\text{Цена}}{\text{ЧП}}$	$\frac{\text{Цена}}{\text{ПР до н.}}$	...	...		
А		1	2	3	...	Б	В
Мультипли- каторы	1	 	 	 	 		
	2	 	 	 	 		
	3	 	 	...	 		
	...	 	 	 	 		
	...	 	 	 	 		
СУММА						Σ	1,0

Удельный вес мультипликатора определяется делением суммы по строке на сумму баллов по всем мультипликаторам.

11. Определение предварительной величины стоимости оцениваемого предприятия.

Предварительная величина рыночной стоимости предприятия методом рынка капитала определяется по формуле:

$$PC = \sum_{i=1}^n PC_i \cdot y_i, \quad (5.3)$$

где PC_i – рыночная стоимость предприятия на основе i -го мультипликатора;

y_i – коэффициент значимости i -го мультипликатора.

12. Внесение итоговых корректировок в предварительную величину стоимости оцениваемого предприятия (выполняется аналогично методу дисконтирования денежных потоков).

Сфера применения метода. Метод рынка капитала целесообразно использовать в следующих ситуациях.

1. Оценка предприятий (акций).
2. «Мгновенная» (упрощенная) оценка в условиях дефицита времени (при торговле ценными бумагами, когда требуется быстро принять решение об их покупке или продаже).
3. В случае недостатка информации для оценки методом дисконтирования денежных потоков:
 - при купле-продаже акций портфельным акционером, не имеющем достаточной информации о предприятии;
 - при проведении оценки для целей недружественного поглощения, при котором отсутствует полная информация о поглощаемом предприятии;
 - при оценке «молодых» предприятий.
4. Оценка стоимости бизнеса в постпрогнозный период (остаточной, конечной стоимости) при использовании метода дисконтирования денежных потоков.
5. Когда требуется оценке придать объективность.³¹ С юридической точки зрения достаточно трудно доказать объективность оценки на основе будущих денежных потоков, поскольку речь идет о прогнозах, которые могут быть достаточно субъективными. В этом смысле рыночная оценка считается более объективной и поэтому принимается во внимание при рассмотрении судебных дел. Аналогичная практика начинает постепенно приживаться и в России.
6. Проверка оценки стоимости предприятия, проведенной другими методами и подходами.

«Ограничения» метода рынка капитала.

Англоязычные финансисты называют оценку на основе мультипликаторов «быстрой и грязной оценкой» (quick and dirty valuation). В этом методе можно

³¹ Например, в США оценка на основе мультипликаторов широко используется судебными органами.

выделить два основных вида погрешностей:

1. Погрешность, возникающая вследствие невозможности (или крайней сложности) подобрать группу предприятий-аналогов, максимально похожих на оцениваемое предприятие. Существуют ситуации, когда близких предприятий-аналогов объективно не существует. Это погрешность субъективная (погрешность оценщика).

2. Погрешность второго рода возникает независимо от воли и квалификации оценщика. Оценка на основе мультипликаторов – это рыночная оценка, для которой используются соответствующие рыночные показатели, рассчитанные либо на основе котировок акций открытых предприятий, либо по ценам сделок приобретения аналогичных предприятий. Если предположить, что рынок рационален и всегда оценивает предприятия справедливо (исходя из будущих денежных потоков), то разница величины мультипликаторов для двух предприятий отражает только степень их различия. Если предположить, что рынок может ошибаться, то мультипликаторы могут отражать и ошибки рынка – переоценку или недооценку акций одного предприятия относительно другого. Это можно выявить только в ходе фундаментального анализа на финансовом рынке.

Таким образом, при использовании рыночной информации очень трудно грамотно учесть настроения рынка. Рынок может быть «перегрет», подвержен паническим настроениям инвесторов, может переоценивать или недооценивать предприятия какой-то отрасли, которая на данный момент в «моде» или «не в моде» и т.д. В этом случае значения мультипликаторов предприятий являются искаженными по сравнению со значениями, рассчитанными на основе их справедливых цен.

МЕТОД СДЕЛОК (метод продаж) ориентируется на цены приобретения предприятий в целом либо контрольного пакета акций (КПА).

Этот метод является частным случаем применения метода рынка капитала (предприятия-аналога) и основан на анализе цен приобретения КПА (цен продаж), которые принимаются по результатам сделок на мировых фондовых рынках. Главное отличие от метода рынка капитала: определяется рыночная стоимость КПА. Несмотря на аналогичность алгоритмов метода рынка капитала и метода сделок, между ними есть некоторые существенные различия (табл.5.4).

Применение метода сделок допускается в случае использования как минимум двух аналогов объекта оценки по каждому используемому ценовому мультипликатору.

Сравнительная характеристика метода рынка капитала и метода сделок

Параметры сравнения	Метод рынка капитала	Метод сделок
Вид базовой ценовой информации	Рыночная цена единичной акции открытого акционерного общества, сопоставимого с оцениваемым предприятием	Цены продаж КПА предприятий или предприятий в целом, сопоставимых с оцениваемым предприятием
Время сделок с объектами-аналогами	Текущие цены акций сопоставимых предприятий	Данные о ранее состоявшихся сделках
Учет в цене элементов контроля	Цена единичной акции не учитывает никаких элементов контроля	Цена КПА или предприятия в целом включает премию за элементы контроля
Результат оценки	Стоимость одной акции или неконтрольного (миноритарного) пакета акций	Стоимость контрольного пакета акций или предприятия в целом

МЕТОД ОТРАСЛЕВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ (метод отраслевых соотношений) основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами предприятий. Этот метод применяют для ориентировочных определений стоимости предприятий при проведении экспресс-оценок.

Использование метода отраслевых коэффициентов ограничено, как правило, отраслями, для которых прослеживается высокая корреляция между стоимостью предприятия и рыночными ценами котируемых акций и объемами их продаж. Это предприятия топливного, сырьевого, энергетического комплексов, выпускающие стандартизированную продукцию.

Метод отраслевых коэффициентов может использоваться для оценки не только крупных открытых акционерных обществ, но сравнительно небольших (малых) предприятий. Источником информации при этом служат данные специализированных отраслевых обзоров, составленных на основе анализа не менее половины предприятий данной отрасли, сопоставимых по размеру с оцениваемым предприятием.

Отраслевые коэффициенты представляют собой некие относительные оценки, которые рассчитаны специальными исследовательскими агентствами на основе длительных статистических наблюдений за ценой продажи предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. Необходимо, чтобы исследование было проведено не менее чем для половины всех предприятий отрасли, сопоставимых по размеру с оцениваемым предприятием. Полученный статистическим путем мультипликатор носит отраслевой характер и применим только в конкретной

отрасли и стране при сложившейся на определенный день «среднестатистической» ситуации на рынке продаж акций предприятий. В результате обобщения накопленной статистической информации были разработаны достаточно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия (таблица 5.5).

Достаточно часто метод отраслевых коэффициентов используется как вспомогательный при оценке предприятий, позволяющий оценить достоверность результатов расчетов, полученных другими методами.

Метод не получил широкого распространения в практике оценки в РФ, так как отсутствует необходимая репрезентативная статистическая информация, требующая длительного периода наблюдения.

Таблица 5.5

Отраслевые соотношения для определения стоимости бизнеса

Вид бизнеса	Соотношение между ценой и финансовыми показателями, позволяющее оценить бизнес
Страховые компании	Цена в интервале 120–150 % от годовых комиссионных
Бензозаправочные станции	Цена бензозаправочной станции колеблется в диапазоне 1,2–2,0 месячной выручки
Машиностроительные предприятия	Цена составляет 150–250 % от суммы (чистый доход + запасы)
Предприятия розничной торговли	Цена составляет 0,75–1,5 величины чистого годового дохода + стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие
Бары и кафе	Цена = Объем продаж за полгода + Стоимость лицензии
Пиццерии, кофейни	Цена = Месячная прибыль x 4 + Стоимость запасов
Рекламные агентства	Цена составляет 75 % годовой выручки
Хлебопекарни	Цена = 15 % годового объема продаж + Стоимость оборудования + Стоимость запасов
Продажа новых автомобилей	Цена = 50 % годовой выручки + Товарные запасы и оборудование
Аптеки	Цена = 75 % годовой прибыли + Стоимость оборудования + Стоимость товарных запасов
Автомастерские	Цена = Месячная прибыль x 2 + Рыночная стоимость оборудования

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

1. Назовите базовые теоретические положения сравнительного подхода.
2. Назовите особенности сравнительного подхода.
3. Каковы основные этапы метода рынка капиталов?
4. Что общего и различного в методе сделок и рынка капиталов?
5. Какие виды информации используют в сравнительном подходе?
6. Этапы отбора компаний аналогов.
7. Критерии отбора компаний аналогов: теория и практика.
8. Что такое ценовой мультипликатор?
9. Какие типы мультипликаторов вызываете? Приведите примеры.

6. ИМУЩЕСТВЕННЫЙ (ЗАТРАТНЫЙ) ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

6.1. Сущность имущественного подхода, его достоинства и недостатки, область применения

В соответствии со ст. 15 ФСО № 1,³² **ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД** – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний. В основу затратного подхода положен принцип замещения, в соответствии с которым максимальная стоимость объекта собственности не должна превышать наименьшей цены, по которой может быть приобретен (построен, создан) другой объект с эквивалентной полезностью.

Концепция затратного подхода построена на предположении о том, что владелец предприятия при его реализации на свободном рынке должен полностью компенсировать собственные затраты, связанные с созданием предприятия, с учетом фактора времени и изменения экономических условий. Подход основывается на изучении возможности инвестора приобретения объекта собственности, исходя из того, что инвестор не заплатит за объект большую сумму, чем та, в которую обойдется получение соответствующего участка под застройку и возведение аналогичного по назначению и качеству объекта собственности в обозримый период.

Имущественный (затратный) подход к оценке предприятия рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек, т.е. рыночная стоимость предприятия определяется совокупностью затрат, необходимых для формирования его имущественного комплекса. При этом в составе затрат учитываются и вмененные издержки (предпринимательская прибыль). Затратный подход к определению стоимости предприятия моделирует позицию продавца (создателя предприятия), в соответствии с которой рыночная стоимость не должна быть меньше совокупности явных и вмененных издержек на организацию предприятия.

В состав затрат, связанных с созданием или приобретением предприятия и вводом его в действие, включаются:

- стоимость обоснования, организационных, разрешительных, плановых и других работ, связанных с вводом предприятия как организационно-штатной единицы в действие,
- стоимость разработки проекта создания основных средств предпри-

³² ФСО № 1. Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки / Приказ Минэкономразвития России № 256 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4457 (04 сентября).

ятия, а также программного обеспечения и других видов интеллектуальной собственности, создаваемой по заказам предприятия или сотрудниками предприятия,

- стоимость приобретения (строительства, аренды) основных производственных фондов,
- стоимость земли (или ее аренды) под капитальное строительство объектов предприятия,
- стоимость оборотных активов предприятия;
- стоимость неосязаемых активов, отраженных и неотраженных в бухгалтерском балансе;
- предпринимательская прибыль как вид вмененных затрат.

Главный признак затратного подхода – поэлементная оценка, т.е. имущественный комплекс предприятия расчленяется на составные части, делается оценка каждой части, а затем стоимость предприятия как имущественного комплекса получают путем суммирования стоимостей его частей. Поэтому основным понятием имущественного подхода является понятие «имущественный комплекс предприятия» (п.1.3), правильное определение которого позволяет корректно рассчитать рыночную стоимость предприятия.

Имущественный подход основан на анализе активов предприятия. Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменения конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. Поэтому оценщику необходимо скорректировать баланс предприятия. Для этого проводится оценка **обоснованной рыночной стоимости** каждого актива в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и находится их разность, которая и показывает рыночную стоимость собственного капитала предприятия:

$$PC_{CK}^3 = PC_A - TC_{OB}, \quad (6.1)$$

где PC_A – рыночная стоимость активов;

TC_{OB} – текущая стоимость обязательств.

Информация, необходимая для оценки стоимости предприятия имущественным подходом, включает совокупность сведений о прошлом и настоящем финансово-экономическом состоянии предприятия и условиях его развития, а также данные об имуществе предприятия и правах на это имущество. Используемая информация должна достоверно отражать ситуацию на предприятии, точно соответствовать целям оценки и комплексно учитывать внешние условия функционирования оцениваемого предприятия.

В зависимости от источников оценочную информацию можно подразделить на внешнюю и внутреннюю.

К внешней информации можно отнести данные о стадии экономического цикла, на которой находится страна, о занятости, уровне жизни, состоянии инвестиционного климата, рынка предприятий, ставках дохода на собственный капитал, процентной ставке и ее динамике, об уровне инфляции, ставках налогообложения, состоянии отраслевой и региональной экономики. При этом важна также информация о конкуренции на рынке, где приходится действовать оцениваемому предприятию.

Для оценки предприятия важно получить информацию о государственном регулировании деятельности предприятия: об ограничении цен на продукцию, о ставках налогообложения прибыли, имущества, других платежах, о льготах по налогообложению или бюджетных дотациях, если таковые имеются.

К внутренней информации относятся данные об оцениваемом предприятии. Они содержатся в основном в бухгалтерских документах: балансе предприятия, отчете о финансовых результатах, отчете о движении денежных средств, а также в других отчетно-аналитических документах. Потребуется информация о нематериальных активах предприятия, о том, что оно выиграет от своего имени, марки, патентов, лицензий и насколько надежно они защищены. К источникам информации, используемой в рамках имущественного подхода, относятся:

- бухгалтерская отчетность предприятия на последнюю перед моментом оценки дату;
- данные синтетического и аналитического учета предприятия;
- имеющиеся отчеты по оценке отдельных видов имущества предприятия (если оценка выполнялась в недавнем прошлом);
- данные о рыночной стоимости материальных активов предприятия на момент оценки;
- данные о рыночной стоимости финансовых вложений предприятия на момент оценки;
- данные о рыночной стоимости (доходности) нематериальных активов предприятия на момент оценки;
- данные о текущей величине обязательств предприятия;
- прочая информация о рыночной стоимости активов, обязательств, вещных и иных прав и обязательств предприятия.

Преимущества имущественного (затратного) подхода:

- основывается на достоверной фактической информации о состоянии имущественного комплекса предприятия и поэтому результаты оценки более обоснованы;
- учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов;
- опирается на финансовые и учетные документы
- дает оценку уровня развития технологии с учетом степени износа активов;

– может использоваться для определения стоимости убыточных предприятий.

Недостатки имущественного (затратного) подхода:

- «статичность»;
- затраты не являются эквивалентом рыночной стоимости;
- не учитывает перспективы развития предприятия, его будущую доходность;
- не учитывает риски бизнеса;
- отражает «прошлую» стоимость;
- необходимость формирования нормативной базы;
- сложность и трудоемкость практических расчетов.

Применение затратного подхода обоснованно в случае оценки компании в целом, оценки контрольного пакета акций компании, обладающей значительными материальными активами, а также в случаях, когда имеется возможность выявления и оценки нематериальных активов предприятия.

Затратный подход может быть использован и при оценке новых или вновь образованных предприятий, когда отсутствуют ретроспективные данные о финансовой деятельности компании или существуют проблемы с обоснованным прогнозированием будущих финансовых результатов деятельности.

В условиях РФ, где фондовый рынок только формируется, имущественный (затратный) подход к оценке бизнеса часто бывает единственно возможным.

В затратном подходе можно использовать два метода, которые позволяют определить рыночную стоимость объекта оценки как денежную сумму, обеспечивающую возврат капитала, вложенного в создание этого объекта, и получение дохода на капитал:

– метод капитализации издержек, определяющий стоимость относительно нового объекта оценки путем капитализации (наращения) прошлых затрат по созданию объекта (в соответствии с графиком его создания от начала проекта до даты оценки) в его текущую стоимость на момент оценки с использованием нормы отдачи на капитал, учитывающей изменение стоимости денег во времени, потери стоимости вследствие устаревания, уровень риска и др. факторы;

– метод компенсации издержек, определяющий стоимость объекта оценки путем суммирования издержек по рыночным ценам на момент оценки с учетом прибыли объекта, обеспечивающей компенсацию вмененных издержек за вычетом потерь стоимости вследствие старения активов и появления обязательств предприятия.

Все методы имущественного (затратного) подхода используются для расчета стоимости контрольного пакета акций предприятия.

На практике в имущественном подходе наиболее широко применяется

метод компенсации издержек, при использовании которого придерживаются следующего **алгоритма**:

- определяется стоимость всех природных элементов, входящих в состав активов предприятия на дату оценки (земельные участки, недра, водные объекты, лес и т.п.). Оценка выполняется в предположении варианта НЭИ;
- рассчитываются затраты воспроизводства или замещения на создание всех материальных и нематериальных объектов искусственного происхождения, находящихся в составе предприятия на дату оценки;
- для каждого объекта, входящего в состав активов предприятия на момент оценки определяется возможная предпринимательская прибыль (на основе информации по инвестиционным проектам, связанным с созданием активов, аналогичным оцениваемым);
- определяются потери стоимости каждого элемента в составе предприятия, обусловленные физическим, функциональным и экономическим устареванием и возникновением различного рода обязательств (финансовые, юридические и др.);
- определяется стоимость предприятия суммой стоимостей объектов природного происхождения, затрат на создание всех искусственных объектов с учетом предпринимательской прибыли за минусом потерь стоимости, связанных с устареванием и обязательствами.

6.2. ХАРАКТЕРИСТИКА ОСНОВНЫХ МЕТОДОВ ИМУЩЕСТВЕННОГО (ЗАТРАТНОГО) ПОДХОДА

В отечественной литературе [2, 20, 26, 31 и др.] встречаются разные точки зрения на виды методов, используемых в имущественном подходе. Большинство авторов [1, 17, 20, 31, 34 и др.] выделяют два метода: метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости; ряд авторов [2, 4] дополнительно к первым двум указывают метод замещения; отдельные авторы [26] предлагают некоторые оригинальные методы, в частности, метод балансового собственного материального капитала и метод рыночного собственного материального капитала.

Исследование сущности предлагаемых методов имущественного подхода позволило сделать вывод о существовании двух методов, принципиально отличающихся своей сущностью: метод накопления активов и метод ликвидационной стоимости, которые и рассмотрим далее.

МЕТОД НАКОПЛЕНИЯ АКТИВОВ

Одной из методик в рамках имущественного подхода, применяемой для расчета стоимости действующих предприятий, обладающих значительными активами, является метод накопления активов. Этот метод заключается в **определении рыночной стоимости** отдельных элементов собственных активов

предприятия с последующим их суммированием и вычитанием из полученной суммы скорректированных обязательств предприятия по формуле (6.1). При этом исходят из того, что рыночная стоимость предприятия (и соответственно его акций) предопределяется в первую очередь тем, насколько велика имущественная ценность его активов.

В рамках бухгалтерской терминологии понятие «имущество» можно определить как совокупность оборотных и внеоборотных активов организации. К внеоборотным относятся активы, полезные свойства которых предполагается использовать свыше года или обычного операционного цикла, если он превышает год, например, основные средства, земельные участки, объекты природопользования (вода, недра и другие природные ресурсы), капитальные и иные долгосрочные (финансовые) вложения, нематериальные активы, деловая репутация организации (гудвил) и др. Под оборотными активами понимаются денежные средства в кассе организации и банках, легко реализуемые ценные бумаги, не рассматриваемые в качестве долгосрочных финансовых вложений, дебиторская задолженность, запасы товаров, материалов, сырья, готовой продукции, незавершенное производство, расходы будущих периодов.

При этом в расчет следует принимать не только активы, отраженные в балансе предприятия, но и те, которые могут быть не отражены в балансе, но находятся в собственности или распоряжении предприятия, например:

- нематериальные активы, которые создаются собственными силами предприятия и затраты на которые могут быть списаны (ноу-хау, клиентура, обученный персонал и пр.);
- оборудование, приобретенное по лизингу и др.

Этапы метода накопления активов.

I. Анализ отчетного баланса и др. документации оцениваемого предприятия, необходимой для имущественного подхода.

1. Оценивается правильность составления баланса (особенно, если он не прошел аудиторскую проверку) и при необходимости составляется уточненный баланс.

2. Анализируются активы предприятия, числящиеся на его балансе на последнюю отчетную дату. На этом этапе оценщик анализирует структуру имущественного комплекса предприятия и выделяет его составные части, оценка стоимости которых производится различными методами. Например, объекты недвижимого имущества, объекты движимого имущества, нематериальные активы и т.п.

3. Выявляется наличие имущества предприятия, не числящегося на балансе на момент оценки стоимости, и определяется возможность и целесообразность его учета в дальнейшей оценке.

II. Составление так называемого «экономического баланса», в котором элементы активов и пассивов пересчитаны по рыночным или текущим ценам.

4. Определение стоимости земельного участка. Этап начинается с выбора метода оценки. Для определения стоимости земельного участка используются следующие методы: метод прямого сравнения продаж, метод соотношения, метод предполагаемого использования, метод остаточной стоимости и др. При выборе метода оценки учитывается цель оценки предприятия, доступная оценщику информация, местоположение и др. факторы.

5. Определение стоимости нематериальных активов. **НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ** – это определенная группа активов либо не имеющих материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не имеет существенного значения для их использования в хозяйственной деятельности; обладающих способностью приносить чистый доход; используемых в течение длительного периода (свыше 1 года).

При оценке нематериальных активов необходимо иметь в виду, что они должны непосредственно использоваться в основной деятельности предприятия, приносить доход; иметь документальное подтверждение затрат, связанных с их приобретением (созданием); права на них должны быть подтверждены документами, выданными в соответствии с законодательством РФ.

Нематериальные активы отражаются в бухгалтерском балансе по цене приобретения за вычетом износа.

При оценке рыночной стоимости необходимо учитывать следующее:

- при составлении экономического баланса некоторая часть нематериальных активов может быть признана утратившими стоимость;
- рыночная стоимость не учитывает некоторых формальностей определения стоимости, которые допускаются в практике приобретения нематериальных активов предприятиями;
- рыночная стоимость учитывает реальное экономическое устаревание актива.

6. Определение рыночной стоимости материальных внеоборотных активов, к которым относятся здания и сооружения, машины и оборудование, транспортные средства и т.п.

Оценка рыночной стоимости материальных активов, принадлежащих предприятию, производится в соответствии с общепринятыми специальными методами оценки этих объектов с использованием трех основных оценочных подходов: затратного, доходного и рыночного. Величина рассчитанной стоимости должна учитывать физическое, функциональное и экономическое устаревание активов.

7. Анализируются статьи раздела «Оборотные активы», которые корректируются и переоцениваются:

- *оцениваются производственные запасы*, при этом непригодные и устаревшие запасы списывают, а пригодные – переоценивают по современным ценам.

Оценка товарно-материальных запасов производится после внесения поправок к балансовой стоимости, учитывающих рыночные цены на эти активы и инфляционные процессы. Необходимо также добавить затраты на транспортировку и складирование запасов, если они не были учтены при постановке на баланс. Затраты в незавершенном производстве оцениваются по фактической себестоимости производства, товары отгруженные – по рыночной стоимости;

– *оценивается дебиторская задолженность*, при этом исключается безнадежная дебиторская задолженность.

Оценка дебиторской задолженности начинается с ее анализа. Составляется список дебиторов, определяется срок возврата долга, анализируются возможности возврата долга в сроки, предусмотренные соответствующими договорами. Если делается вывод о невозможности возврата долга, долг списывается с баланса как безнадежный и не подлежит оценке. Не подлежат оценке также долги учредителей по их взносам в уставный капитал. Во всех других случаях дебиторская задолженность оценивается по текущей стоимости на основе дисконтирования, исходя из сроков возврата долга. Ставка дисконтирования при этом должна учитывать риск, связанный с вероятностью возврата долга;

– *оцениваются расходы будущих периодов*, к которым относятся затраты, произведенные организацией в отчетном периоде, но относящиеся к следующим расчетным периодам (арендная плата, расходы в рекламу, подготовку кадров, стоимость лицензий на право осуществления определенного вида деятельности и др.).

Эти расходы анализируются, и выявляется их реальность (существует связанная с ними выгода, есть возможность получить доход). В случае подтверждения их реальности они оцениваются по номинальной стоимости, в противном случае – списываются.

8. Оценка рыночной стоимости финансовых активов, которые характеризуют имущественные ценности предприятия в форме наличных денежных средств, денежных и финансовых инструментов, принадлежащих предприятию, которые предусматривают последующее получение предприятием других финансовых активов на потенциально выгодных для него условиях. К основным финансовым активам предприятия относятся: денежные активы в национальной валюте, денежные активы в иностранной валюте, краткосрочные финансовые вложения, долгосрочные финансовые вложения. Методы оценки финансовых активов зависят от их вида:

– *оценка финансовых вложений в ценные бумаги* осуществляется на основе их рыночной стоимости на дату оценки:

если определяется рыночная стоимость вложений в ценные бумаги, котируемые на рынке (на бирже, специальных аукционах), то информация

берется из специальных сборников: «Финмаркет», АК&М и др.;

если ценные бумаги не котируются, оценщик должен самостоятельно определить их рыночную стоимость;

стоимость собственных акций предприятия, выкупленных у акционеров, вычитается из общих вложений;

– *оценка денежных активов в национальной валюте* осуществляется по номинальной величине, отраженной в бухгалтерском балансе;

– *оценка денежных активов в иностранной валюте* осуществляется по курсу валюты на момент оценки

9. Оцениваются активы предприятия, не отраженные в балансе. К таким относятся активы, которые на момент оценки не поставлены на бухгалтерский учет.

III. Определение рыночной стоимости активов предприятия на основе данных экономического баланса.

10. Устанавливается наличие гудвилл и оценивается его рыночная стоимость (п.6.3).

IV. Определяется стоимость активов с учетом гудвилл.

11. Анализируются и суммируются обязательства предприятия, к которым относятся:

- целевое финансирование и поступления;
- арендные обязательства;
- долгосрочные и краткосрочные кредиты банков;
- долгосрочные и краткосрочные займы;
- кредиты банков для работников;
- расчеты с кредиторами;
- авансы, полученные от покупателей и заказчиков;
- расчеты с учредителями;
- резервы предстоящих расходов и платежей;
- прочие краткосрочные пассивы.

Оценка обязательств предприятия в зависимости от их вида осуществляется по текущей (в частности, кредиторская задолженность) или номинальной стоимости на дату оценки. При этом текущая стоимость определяется с учетом наращения за период обязательства.

V. Определяется рыночная стоимость собственного капитала предприятия по формуле 6.1.

Обобщение порядка определения стоимости предприятия методом накопления активов приводится в таблице 6.2.

Порядок оценки предприятия методом накопления активов

Вид актива	Рекомендации по оценке стоимости
Нематериальные активы	Определяется рыночная стоимость по видам нематериальных активов на основе определения притока экономических выгод в течение оставшегося срока их полезного использования
Земельный участок	Определяется рыночная стоимость, как правило, методом сравнительного анализа продаж. Допускается оценивать по кадастровой стоимости.
Здания и сооружения	Определяется рыночная стоимость на основе согласования результатов расчетов, полученных методами сравнительного, доходного и затратного подходов с учетом физического, функционального и экономического устаревания.
Машины и оборудование	Определяется рыночная стоимость каждого вида машин и оборудования, являющегося собственностью предприятия (включая изношенное), на основе согласования результатов расчетов, полученных методами сравнительного, доходного и затратного подходов с учетом физического, функционального и экономического устаревания.
Финансовые вложения	Оценка финансовых вложений осуществляется на основе их рыночной стоимости на дату оценки: – если определяется рыночная стоимость вложений в ценные бумаги, котируемые на рынке, то информация берется из специальных сборников: «Финмаркет», АК&М и др.; – если ценные бумаги не котируются, оценщик должен самостоятельно определить их рыночную стоимость.
Оборотные активы	
а) производственные запасы	Оцениваются по текущим ценам на дату оценки с учетом затрат на складирование и транспортировку. Устаревшие (неликвидные) запасы списываются.
б) затраты в незавершенном производстве	Оцениваются по фактической себестоимости производства.
в) готовая продукция, товары отгруженные	Оцениваются по рыночной стоимости на дату оценки.
г) расходы будущих периодов	Эти расходы анализируются, и выявляется их реальность (существует связанная с ними выгода, есть возможность получить доход). В случае подтверждения их реальности они оцениваются по номинальной стоимости, в противном случае – списываются.
д) дебиторская задолженность	Выявляются безнадежные долги, которые не подлежат оценке (они списываются). Не подлежат оценке долги учредителей по их взносам в уставный капитал. Во всех других случаях дебиторская задолженность оценивается по текущей стоимости. Период дисконтирования определяется исходя из сроков возврата долга по договору. Ставка дисконтирования при этом учитывает риск, связанный с возвратом долга.
е) денежные средства	Берутся по балансу без корректировок
ж) валютные средства	Оценка осуществляется по курсу валюты на дату оценки.

К **преимуществам** метода накопления активов при определении стоимости предприятия относятся следующие:

- а) учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов;
- б) дает возможность проводить экономический анализ эффективности использования имущества, что позволяет оценить финансовые возможности предприятия;
- с) определяет уровень развития технологии с учетом степени износа основных фондов;
- д) учитывает конкретные активы предприятия на основе первичных бухгалтерских данных.

Однако применение метода накопления активов для оценки предприятия характеризуется существенными **недостатками**:

- а) оценка активов не является, строго говоря, оценкой предприятия как хозяйствующего субъекта, поскольку не учитывает его доходы;
- б) не учитывает эффективность работы предприятия и перспективы его развития;
- с) не учитывает рыночную ситуацию соотношения спроса и предложения на аналогичные предприятия;
- д) сложность выделения в бухгалтерском балансе фактических затрат по конкретным объектам оценки (например, в консолидированной отчетности).

Область применения метода накопления активов:

- расчет стоимости действующих предприятий, обладающих значительными материальными активами (с высоким уровнем фондоемкости);
- необходимость оценки нематериальных активов предприятия;
- оценка стоимости холдинговых или инвестиционных компаний (когда предприятие не получает прибыли за счет собственного производства);
- оценка предприятий, не имеющих ретроспективных данных о производственно-хозяйственной деятельности (новое предприятие);
- оценка предприятий, сильно зависящих от контрактов (строительные организации) или не имеющих постоянной клиентуры;
- оценка предприятий, значительную часть активов которых составляют финансовые активы (денежные средства, дебиторская задолженность, ликвидные ценные бумаги и пр.);
- в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий;
- при нормативной оценке стоимости чистых активов акционерных обществ.

Для предприятий некоторых видов деятельности применение метода накопления активов нерационально: консалтинговые фирмы; фирмы, занимающиеся созданием программного обеспечения; розничные и дистрибьюторские компании; туристические агентства; научно-исследовательские, внедренческие фирмы; посреднические фирмы (если

отсутствуют активы).

МЕТОД РАСЧЕТА ЛИКВИДАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ.

Метод ликвидационной стоимости при оценке предприятия применяется, когда предприятие находится в ситуации банкротства или ликвидации, либо есть серьезные сомнения в способности предприятия оставаться действующим и продолжать свой бизнес.

Ликвидационная стоимость представляет собой чистую денежную сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и закрытии его бизнеса, раздельной распродаже активов и после расчетов со всеми кредиторами.

Различают три вида ликвидационной стоимости.

1. Упорядоченная ликвидационная стоимость – соответствует понятию «упорядоченная ликвидация», при которой распродажа активов осуществляется в течение разумного периода времени, чтобы можно было получить высокие цены продажи активов. Для наименее ликвидной недвижимости этот период составляет около 2-х лет.

2. Принудительная ликвидационная стоимость – соответствует понятию «принудительная ликвидация», при которой активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.

3. Ликвидационная стоимость прекращения существования активов предприятия. В этом случае активы предприятия не продаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое предприятие. В этом случае ликвидационная стоимость представляет собой отрицательную величину, так как требует затрат на ликвидацию активов.

ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ РАБОТ ПО РАСЧЕТУ УПОРЯДОЧЕННОЙ ЛИКВИДАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.

1. **Разработка календарного графика ликвидации активов предприятия.** Разработка календарного графика ликвидации активов предприятия осуществляется с целью максимизировать, насколько это возможно, выручку от продажи активов для погашения имеющейся у предприятия задолженности. Как правило, предполагается, что бизнес предприятия прекращается и осуществляется лишь процесс ликвидации предприятия. Ликвидация крупного предприятия занимает около двух лет.

2. **Расчет текущей стоимости активов с учетом затрат на их ликвидацию.** Расчет осуществляется методом накопления активов с использованием данных баланса предприятия на дату оценки (либо на последнюю отчетную дату). Проверка и корректировка счетов баланса производятся одновременно с проведением инвентаризации имущества предприятия на дату оценки. Инвентаризация имущества предприятия осуществляется в соответствии с методическими указаниями по инвентаризации имущества и финансовых обязательств.

Одновременно с инвентаризацией имущества предприятия рассчитываются рыночная стоимость земельного участка, на котором оно расположено, и текущая стоимость остальных активов.

3. Корректировка текущей стоимости активов. При расчете ликвидационной стоимости предприятия необходимо учесть и вычесть из стоимости активов затраты, связанные с их ликвидацией. Это административные издержки по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации, комиссионные выплаты, необходимые налоги и сборы, выходные пособия и выплаты, расходы на перевозку проданных активов и пр. Вырученная от продажи активов денежная сумма, очищенная от сопутствующих затрат, дисконтируется на дату оценки по повышенной ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск и срок поступления денег.

4. Определение величины обязательств предприятия. Особое внимание при этом необходимо уделить расчетам по привилегированным акциям, налоговым платежам, а также по так называемым условным обязательствам, которые часто возникают в результате текущих или потенциально возможных судебных разбирательств. Возможно, что в ходе анализа кредиторской задолженности нужно будет провести переговоры по изменению условий возврата долгов предприятия.

5. Вычитание из текущей (скорректированной) стоимости активов величины обязательств предприятия. После определения всех затрат, связанных с ликвидацией предприятия, скорректированная стоимость всех активов баланса уменьшается на сумму затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также на величину всех обязательств предприятия. Таким образом, получается величина ликвидационной стоимости предприятия.

Методика ликвидационной стоимости для оценки предприятия используется при следующих ситуациях:

- предприятие находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно его способности оставаться действующим предприятием;
- санация предприятия, осуществляемая без судебных разбирательств;
- выработка плана погашения долгов предприятия, оказавшегося под угрозой банкротства;
- ликвидация предприятий;
- реализация объектов залога;
- выявление возможностей выделения отдельных производственных мощностей предприятия в самостоятельные подразделения;
- когда текущие и прогнозируемые денежные потоки от производственной деятельности предприятия невелики по сравнению со стоимостью его чистых активов (доход на активы низкий или отрицательный);
- когда стоимость предприятия при ликвидации может быть выше, чем

при продолжении его деятельности;

- экспертиза мошеннических сделок по передаче прав собственности третьим лицам;
- экспертиза программ реорганизации предприятий.

6.3. ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ГУДВИЛЛА

Любое предприятие обладает не только материальными ценностями (здания, сооружения, машины, производственные запасы и т.п.), «классическими» нематериальными активами (патенты, лицензии и т.п.), но и деловой репутацией, клиентами, контрагентами, известностью на рынке и др. параметрами, оценить которые очень сложно. Однако при продаже предприятия, его покупке, слияниях и поглощениях воздействие этих факторов на стоимость предприятия может быть существенным. Стоимость этих факторов надо учитывать и при грамотном управлении стоимостью предприятия.

☑ *Одно из наиболее ранних упоминаний о гудвилле как экономической категории датируется 1571 г., когда это понятие впервые появилось в завещании одного британского бизнесмена в отношении принадлежавшей ему каменоломни. В течение последующих лет гудвилл в явной или неявной форме все более активно использовался в юридической практике, а после того как в середине XIX в. английский суд стал квалифицировать гудвилл в качестве объекта имущественного права, возникла и необходимость в его оценке. Одновременно появилось и множество проблем, основными из которых являются две: оценка гудвилла и его отражение в учете и отчетности. В 1891 г. английский бухгалтер Ф. Мор впервые предложил оценивать гудвилл, исходя из генерируемых им дополнительных доходов.*

Слово «гудвилл» стало активно использоваться в русскоязычной экономической лексике с начала 90-х годов XX века. Оно представляет собой прямое заимствование из английского языка. Английское goodwill (равнозначно good will) дословно означает добрая воля и в этом контексте доброжелательность, благосклонность, расположение. Данный спектр значений отражается и в содержании goodwill как финансового понятия, которое появилось в коммерческой практике Англии еще в первой половине 15 века. Однако общепринятого определения понятия гудвилл (goodwill) не существует. Можно выделить разнообразные точки зрения на трактование этого термина.

☑ *Гудвилл (англ. goodwill) активы, капитал фирмы, не поддающийся материальному измерению, например репутация, техническая компетенция, связи, маркетинговые приемы, влияние и др. [Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 479 с.].*

Гудвилл – нематериальный актив, учитываемый только в случае продажи (покупки) компании в целом; превышение рыночной оценки совокупных активов компании над суммой индивидуальных рыночных цен этих же активов, рассматриваемых порознь; цена, уплачиваемая за репутацию приобретаемой компании, ее связи, благоприятное месторасположение; обычно связывается с максимальным потенциалом рентабельности активов; (обычно счет с дебетовым сальдо), показывают в балансе приобретенного предприятия и амортизируют за счет будущих экономических преимуществ; амортизируется за период, не превышающий 40 лет. [Большой бухгалтерский словарь / под редакцией А.Н. Азрилияна. – М.: Институт новой экономики, 1999].

Гудвилл (англ. good will – добрая воля) – престиж, деловая репутация, контакты, клиенты и кадры компании как ее актив, который может быть оценен и занесен на специальный счет; не имеет самостоятельной рыночной стоимости и играет роль главным образом при поглощениях и слияниях. [Юридический словарь. 2000; Большой юридический словарь. Академик.ру. 2010]

Гудвилл [goodwill] – нематериальные активы, возникающие в результате действия факторов, вызывающих экономические выгоды, таких, как популярное название предприятия, постоянство клиентуры, удачное размещение, характер продукции и др. Иными словами, гудвилл представляет собой увеличение оценки бизнеса, его стоимости в той мере, в какой этому способствуют репутация, авторитет фирмы и другие подобные трудно определяемые «неосозаемые» факторы [Яндекс. Словари › Лопатников. – 2003].

Гудвилл – условная стоимость деловых связей фирмы – денежная оценка нематериальных активов компании: фирменный знак, имидж, наличие устойчивой клиентуры и др. Гудвилл – разность между оценкой компании фондовой биржей и суммой ее материальных активов, зарегистрированных в балансе компании. [Финансовый словарь. Финам].

Гудвилл (от англ. goodwill) – капитал и активы компании, фирмы, не поддающиеся материальному измерению, например, репутация, влияние, связи, маркетинговые ходы и пр. В определенном смысле гудвилл можно отнести к нематериальным активам. [Словарь бизнес-терминов. Академик.ру. 2001].

Гудвилл (brit. engl. Good-will) – условная стоимость деловых связей, денежная оценка неосозаемого капитала, например, престижа торговой марки, опыта деловых связей, устойчивости клиентуры [Универсальный русско-немецкий словарь. Академик.ру. 2011].

Гудвилл – это общественное мнение о названии, стиле, товарном знаке, логотипе, проектах, товаре и др. предметах, находящихся во владении или под контролем предприятия, а также отношения с клиентами и заказчиками [<http://delovoyimir.biz/ru/articles/view/?did=1700>].

Обобщим наиболее характерные черты этих определений и выделим четыре главных свойства термина «гудвилл».

Неосязаемый характер репутации и формирующих ее факторов, прежде всего, деловых связей. Это означает, что данные факторы следует рассматривать как неосязаемые, нематериальные, невещественные активы.

Условность стоимости репутации и стоящих за ней факторов. Это означает, что данную стоимость напрямую не измерить. Как правило, в балансе предприятия гудвилл как актив не показывается, но включается в число активов, если предприятие поглощается другим, которое платит за поглощение больше, чем стоят материальные активы компании.

Дисконтированный характер оценки гудвилл. Это означает, что гудвилл представляет собой дисконтированную стоимость ожидаемых будущих сверхприбылей, одну из составляющих текущей стоимости предприятия.

Двойственный характер гудвилл. Он и экономический, он и бухгалтерский. Он и потенциальный, он и приобретенный. В экономическом плане «гудвилл» – это вся дисконтированная стоимость ожидаемых будущих сверхприбылей. В бухгалтерском – только часть, уплаченная покупателем предприятия его продавцу и отражаемая в бухгалтерском учете первого. Почему только часть? Потому что продавец должен поделиться будущими сверхприбылями с покупателем, то есть отказаться от их части для того, чтобы стимулировать покупателя совершить покупку предприятия.

Таким образом, **ГУДВИЛЛ** определяется как деловая репутация предприятия, которая не только приносит ему сверхнормативные прибыли, но и требует постоянных немалых дополнительных расходов для своего поддержания. Гудвилл – это величина, на которую стоимость предприятия превосходит рыночную стоимость его материальных активов и отраженных в бухгалтерской отчетности нематериальных активов. Гудвилл имеет место только при наличии избыточной прибыли, не может быть амортизирован, не может быть отделен от действующего предприятия, т.е. не может быть продан отдельно от него.

Имеются три основных компонента гудвилла, которые могут рассматриваться либо в качестве факторов, создающих гудвилл, либо в качестве причин, по которым гудвилл существует в определенных обстоятельствах.

Первый компонент гудвилла – это совокупность объединенных в систему и готовых для использования операционных активов предприятия. Этот компонент гудвилла иногда называется «стоимостью действующего предприятия». Тот факт, что все элементы рассматриваемого предприятия физически и функционально собраны в систему, создает неосязаемую стоимость. Эти элементы предприятия включают капитал (например, оборудование), рабочую силу (например, работников) и координацию (например, менеджмент).

Второй компонент гудвилла – это наличие избыточной экономической прибыли, к которой относится создаваемая предприятием прибыль сверх той

величины, которая обосновывалась бы справедливой ставкой отдачи на все используемые материальные и обособленные нематериальные активы. Этот компонент гудвилла в виде избыточной экономической прибыли связан с концепцией гудвилла как стоимости предприятия, которая не может быть конкретно отнесена на какие-либо материальные или идентифицированные нематериальные активы рассматриваемого предприятия.

Третий компонент гудвилла – это ожидание будущих событий, не имеющих прямой связи с текущими операциями рассматриваемого предприятия бизнеса. Например, гудвилл может быть создан за счет ожиданий инвесторов в отношении будущих капиталовложений, будущих слияний и поглощений, будущих товаров или услуг и будущих заказчиков или клиентов. Этот компонент гудвилла в виде ожиданий на будущее связан с концепцией гудвилла как текущей стоимости будущих активов (материальных или нематериальных), которые не существуют на дату оценки.

Гудвилл возникает, когда предприятие получает стабильные высокие прибыли, его доход на активы (или собственный капитал) выше среднего по отрасли, вследствие чего стоимость бизнеса превосходит стоимость чистых активов предприятия.

☑ *Гудвилл – разница между рыночной стоимостью (покупной ценой) предприятия (бизнеса) как имущественного комплекса в целом и стоимостью по бухгалтерскому балансу всех активов и обязательств.*

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ГУДВИЛЛА.

МЕТОД ИЗБЫТОЧНЫХ ПРИБЫЛЕЙ основан на предпосылке, что избыточные прибыли приносят предприятию не отраженные в балансе нематериальные активы, которые обеспечивают доходность активов или собственного капитала выше среднеотраслевого уровня.

ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ МЕТОДА.

1. Определяют балансовую стоимость всех активов предприятия.
2. Нормализуют прибыль оцениваемого предприятия.
3. Определяют среднеотраслевую доходность активов или собственного капитала предприятия.
4. Рассчитывают ожидаемую прибыль оцениваемого предприятия исходя из среднеотраслевой доходности активов или собственного капитала:

$$ПР_{ож} = PC_{a(ск)} \cdot D_{сротр}, \quad (6.2)$$

где $PC_{a(ск)}$ – величина активов (собственного капитала) оцениваемого предприятия;

$D_{сротр}$ – средняя по отрасли доходность активов (собственного капитала).

5. Определяют избыточную прибыль:

$$ПР_{изб} = ПР_H - ПР_{ож}, \quad (6.3)$$

где $ПР_H$ – нормализованная прибыль оцениваемого предприятия.

6. Определяют стоимость гудвилла капитализацией избыточной прибыли.

Основной проблемой данного метода является правильность выбора коэффициента капитализации для расчета стоимости гудвилла. Обычно инвесторы оплачивают ожидаемую будущую прибыль, получаемую от гудвилла, в течение периода, не превышающего 5-ти лет. При этом коэффициент капитализации рассчитывается как величина, обратная количеству лет, приносящих избыточную прибыль, за которые инвестор готов заплатить. Например, если инвестор готов заплатить за гудвилл сумму, эквивалентную 5-летнему избыточному доходу, то $K = 100 : 5 = 20 \%$.

☑ **ПРИМЕР 6.1.** Рыночная стоимость активов предприятия оценена в 40 д.е., нормализованная чистая прибыль составляет 8 д.е. Средняя доходность активов по аналогичным предприятиям – 15%. Коэффициент капитализации гудвилла – 20%. Оценить стоимость предприятия с учетом гудвилла.

1. Рыночная стоимость активов $РС_A = 40$ д.е.

2. Нормализованная чистая прибыль $ПР_H = 8$ д.е.

3. Ожидаемую прибыль оцениваемого предприятия исходя из среднеотраслевой доходности:

$$ПР_{ож} = РС_A \cdot 0,15 = 40 \cdot 0,15 = 6 \text{ д.е.}$$

4. Избыточная прибыль:

$$ПР_{изб} = ПР_H - ПР_{ож} = 8 - 6 = 2 \text{ д.е.}$$

5. Стоимость гудвилла (избыточной прибыли):

$$ГВ = \frac{ПР_{изб}}{K} = \frac{2}{0,2} = 10 \text{ д.е.}$$

Рыночная стоимость предприятия с учетом гудвилла:

$$РС_{A(Г)} = 40 + 10 = 50 \text{ д.е.}$$

ОЦЕНКА ГУДВИЛЛА НА ОСНОВЕ ОБЪЕМА РЕАЛИЗАЦИИ ПРОДУКЦИИ. В этом методе основой оценки служит мультипликатор «Чистая прибыль / выручка от реализации (объем продаж)». Этот метод целесообразно использовать для оценки гудвилла предприятий тех сфер бизнеса, в которых уровень рентабельности продаж (коммерческой рентабельности) носит стабильный характер в динамике (торговля, общественное питание, бытовое обслуживание, туризм и др.).

Алгоритм метода.

1. Нормализуют прибыль оцениваемого предприятия.

2. Определяют среднеотраслевой мультипликатор «Чистая прибыль / выручка от реализации» (среднеотраслевую рентабельность реализации продукции) за последние 3-5 лет.

3. Определяют среднегодовой объем реализации продукции оцениваемого

предприятия за последние 3-5 лет.

4. Определяют избыточную прибыль:

$$ПР_{изб} = ПР_H - ОР \cdot М_{П/В}, \quad (6.4)$$

где ОР – среднегодовой объем реализации продукции оцениваемого предприятия;

$М_{П/В}$ – мультипликатор «Чистая прибыль / выручка от реализации» (среднеотраслевая рентабельность реализации продукции).

5. Определяют стоимость гудвилла капитализацией избыточной прибыли.

☑ **ПРИМЕР 6.2.** Рыночная стоимость активов предприятия оценена в 40 д.е., среднегодовой объем реализации продукции 55 д.е., нормализованная чистая прибыль составляет 8 д.е. Среднеотраслевая рентабельность реализации продукции 10 %. Коэффициент капитализации гудвилла – 20 %. Оценить стоимость предприятия с учетом гудвилла.

5. Нормализованная чистая прибыль $ПР_H = 8$ д.е.

6. Среднеотраслевой мультипликатор «Чистая прибыль / выручка от реализации» – 0,1.

7. Среднегодовой объем реализации продукции оцениваемого предприятия – 55 д.е.

8. Избыточная прибыль:

$$ПР_{изб} = ПР_H - ОР \cdot М_{П/В} = 8 - 55 \cdot 0,1 = 2,5 \text{ д.е.}$$

9. Стоимость гудвилла (избыточной прибыли):

$$Р_{Г} = \frac{ПР_{изб}}{К_О} = 12,5 \text{ д.е.}$$

Рыночная стоимость предприятия с учетом гудвилла:

$$Р_{С(Г)} = 40 + 12,5 = 52,5 \text{ д.е.}$$

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

1. В чем состоит сущность имущественного подхода к оценке бизнеса?
2. Дайте понятие предприятия как имущественного комплекса.
3. В чем состоят преимущества имущественного подхода? недостатки?
4. Перечислите основные методы имущественного подхода.
5. В чем состоит сущность метода накопления активов? Область его применения? Перечислите этапы метода накопления активов.
6. Что такое «гудвилл»? Почему его надо учитывать при оценке предприятия?
7. Назовите методы определения стоимости гудвилла.

7. УСТАНОВЛЕНИЕ ИТОГОВОЙ ВЕЛИЧИНЫ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

7.1. ОБОСНОВАНИЕ ВЫБОРА ЦЕЛЕСООБРАЗНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Оценку предприятия, в соответствии с ФСО 1,³³ необходимо осуществлять с использованием трех подходов: доходного, сравнительного и затратного, каждый из которых позволяет учесть определенные характеристики объекта оценки. При этом оценщик вправе самостоятельно определять конкретные методы оценки в рамках каждого из подходов.

Выбор целесообразных методов оценки стоимости конкретного предприятия должен осуществляться на основе наиболее полного учета факторов-условий. Это означает, что существуют определенные условия, при которых обычно используется каждый из методов. Выбирать следует те методы, факторы которых в наибольшей мере соответствуют условиям существования конкретного объекта оценки. Перечень факторов-условий представлен в таблице 7.1.

Таблица 7.1

Факторы-условия, определяющие выбор метода оценки стоимости бизнеса

Метод оценки	Рекомендуется применять при наличии следующих факторов-условий
1. Метод накопления активов	1. Предприятие владеет значительными материальными активами, а нематериальные активы несут незначительную стоимость* 2. Труд создает небольшую добавленную стоимость продуктам или услугам предприятия 3. Предполагается, что предприятие будет оставаться действующим 4. Оцениваемая доля собственности является контролируемой со стороны предприятия 5. Предприятие не имело в прошлом устойчивых доходов или имело неустойчивое соотношение прибыль/поток денежных средств
2. Метод ликвидационной стоимости	1. Ликвидационная стоимость является приемлемым определением стоимости оцениваемого предприятия* 2. Оцениваемая доля собственности является контролируемой 3. Предприятие находится в состоянии банкротства, или имеются обоснованные сомнения в том, что оно сможет продолжить функционировать как действующее предприятие 4. Текущие и прогнозируемые денежные потоки предприятия от продолжающихся операций слишком малы по сравнению с его чистыми активами 5. Предприятие может оказаться более ценным в случае «ликвидации»

³³ ФСО № 1. Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки / Приказ Минэкономразвития России № 256 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4457 (04 сентября).

Метод оценки	Рекомендуется применять при наличии следующих факторов-условий
3. Капитализация доходов	1. Прибыльность предприятия существенно влияет на представление о его стоимости* 2. Имеется достаточная информация для обоснованного суждения об ожидаемых прибылях* 3. Уровень текущих доходов может дать приближенное представление о будущих доходах 4. Показатели прибыли предприятия устойчиво положительны 5. Ожидаемые темпы роста умеренны и предсказуемы 6. При оценке контролируемой доли капитала доходы владельца могут быть оценены с достаточной определенностью 7. Стоимость нематериальных активов предприятия значительна 8. Труд или нематериальные активы дают существенную добавленную стоимость продуктам и услугам предприятия 9. Прибыль признается относительно более удобным индикатором стоимости предприятия, чем поток денежных средств
4. Дисконтированный поток денежных средств	1. Отношение прибыли к потоку денежных средств существенно сказывается на стоимости предприятия * 2. Текущие потоки денежных средств, как ожидается, существенно отличаются от возможного в будущем потока денежных средств 3. Будущий чистый поток денежных средств может быть определен достаточно достоверно 4. Чистый поток средств предприятия в последний год прогнозного периода будет обязательно положительным 5. Чистый поток денежных средств предприятия в течение прогнозируемого периода не будет отрицательным 6. При оценке контролируемой доли капитала доходы владельца могут быть оценены с достаточной определенностью 7. Предприятие только приступает к бизнесу 8. Предприятие является возможным приобретением других собственников
5. Все методы, использующие оценочные мультипликаторы, основанные на данных предприятий-аналогов для сравнения	1. Имеется адекватное число предприятий-аналогов и/или сделок, чтобы определить значение оценочного мультипликатора* 2. Если в качестве аналогов используются публичные предприятия (открытого типа), то оценщик получает адекватные сравнительные данные для выполнения соответствующего анализа и корректировок* 3. Если используются сравнительные транзакции, оценщик получает адекватные данные (объемы продаж, соотношение между продажами активов и продажами ценных бумаг) для выполнения соответствующего анализа и корректировок* 4. Оценка предназначается для целей обложения федеральным налогом 5. Предполагается превращение оцениваемого предприятия в предприятие открытого типа
6. Цена/прибыль Цена/валовой поток денежных средств	(Здесь также следует учесть факторы, рассмотренные в пункте 5) 1. Данные о соотношении прибыль/поток денежных средств по предприятию-объекту исследования и предприятиям-аналогам достаточно надежны* 2. Текущее соотношение прибыль/поток денежных средств может быть использовано для приблизительной оценки будущего соотношения прибыль/поток денежных средств 3. При оценке контролируемой доли капитала доходы владельца могут быть оценены с достаточной определенностью 4. Соотношение прибыль/поток денежных средств, характерное для предприятия-объекта оценки и предприятий-аналогов, для сравнения устойчиво положительно

Метод оценки	Рекомендуется применять при наличии следующих факторов-условий
7. Цена предприятия / валовой поток денежных средств	<i>(Здесь также следует учесть факторы, рассмотренные в пункте 5)</i> 1. Данные о валовых доходах предприятия достаточно надежны 2. Может быть установлено отношение между валовым доходом и прибылью для предприятий-аналогов для сравнения с оцениваемым предприятием* 3. Прибыль предприятия складывалась в прошлом неравномерно 4. Оцениваемое предприятие относится к сфере услуг или другому виду бизнеса с низкими переменными издержками 5. Структура издержек предприятий данной отрасли (к которой относится и оцениваемое предприятие) выравнивается
8. Цена / дивиденды	<i>(Здесь также следует учесть факторы, рассмотренные в пункте 5)</i> 1. Если оцениваемое предприятие выплачивает дивиденды непосредственно и их возможная в перспективе величина может быть оценена достаточно достоверно*
9. Цена/стоимость чистых активов	<i>(Здесь также следует учесть факторы, рассмотренные в пункте 1)</i> 1. Имеется общедоступная информация о стоимости чистых активов предприятий-аналогов* 2. Ожидается, что стоимость чистых активов как оцениваемого предприятия и, так и предприятий-аналогов является положительной величиной* 3. Существенную долю активов предприятия составляют ликвидные активы или другие инвестиции (акции, имеющие хождение на рынке, инвестиции в недвижимость) 4. Оцениваемая доля собственности – миноритарная, но другие условия для применения метода стоимости чистых активов удовлетворяются

* факторы, которые требуется учесть, прежде чем, использовать метод в качестве исходного для оценки стоимости предприятия.

Обоснование выбора наиболее подходящего метода оценки стоимости предприятия рекомендуется осуществлять в два этапа: предварительно и окончательно. На *предварительном этапе* необходимо использовать укрупненный алгоритм выбора метода оценки применительно к некоторым типовым ситуациям (рис.7.1).

Окончательное решение по выбору наиболее приемлемых методов оценки принимает эксперт-оценщик с учетом как внутренних, так и внешних условий функционирования данного объекта оценки.

Более того, каждый объект оценки характеризуется многочисленными организационными, экономическими, инвестиционными и иными особенностями, которые также зачастую невозможно формализовать. По этой причине на *втором этапе* эти неформализуемые факторы (ситуации) и особенности объекта оценки необходимо учесть.



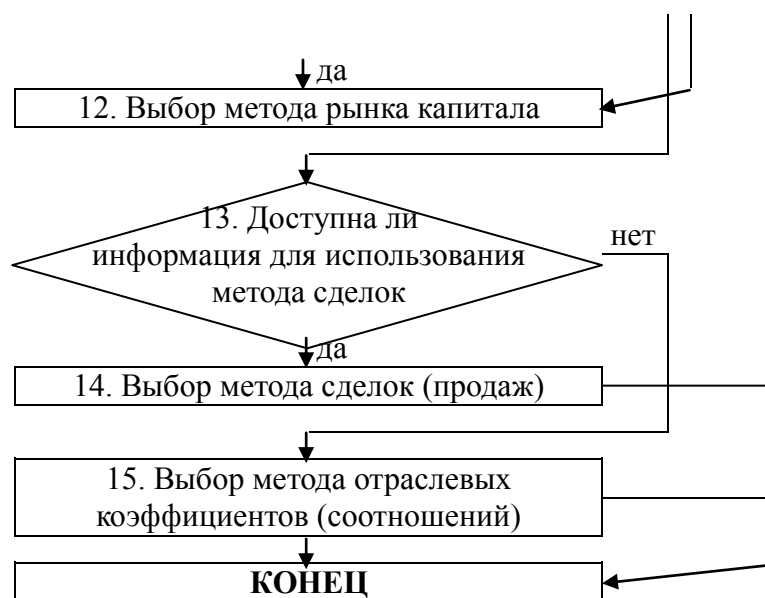


Рис.7.1. Укрупненный алгоритм выбора наиболее целесообразного метода оценки предприятия

После предварительного определения на первом этапе целесообразного метода (или методов) оценки переходят ко второму, заключительному этапу, на котором принимается окончательное решение об использовании метода (или нескольких методов) оценки стоимости предприятия. При этом экспертом-оценщиком выполняется аналитическая работа, связанная с проверкой на соответствие выбранного метода (методов) тем основным параметрам, которые определяют благоприятные условия его применения. Если выбранный на первом этапе метод (методы) оценки предприятия не противоречит основным условиям, которые характерны именно для этого метода (этих методов), то решение, полученное на первом этапе, остается в силе. Если необходимого соответствия не обнаруживается, то посредством анализа других групп факторов экспертом-оценщиком выявляется наиболее целесообразный метод (методы) оценки стоимости предприятия.

ЭТАПЫ ВЫБОРА МЕТОДОВ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

1. Определение требований к заданию по оценке. На этом этапе должны быть определены:

- цель оценки;
- стандарт (вид) стоимости, который определяет методы оценки и их значимость (например, при оценке инвестиционной стоимости следует отдать предпочтение доходному подходу);
- доля оцениваемой собственности (одни методы используются для оценки контрольного пакета акций, другие – при оценке миноритарных пакетов);
- объем доступной информации (при отсутствии данных по сопоставимым предприятиям невозможно использовать сравнительный подход).

2. Анализ отраслевых факторов и факторов на уровне предприятия для выбора целесообразных методов.

3. Выбор методов оценки одной из групп: основанные на анализе активов или на анализе доходов:

– методы, основанные на анализе активов (метод накопления активов, метод ликвидационной стоимости), целесообразно использовать, когда

а) доходы не поддаются точному прогнозу;

б) предприятие обладает значительными материальными и финансовыми активами;

с) предприятие зависит от контрактов или отсутствует постоянная клиентура;

– методы, основанные на анализе доходов (метод ДДП, метод капитализации), целесообразно использовать, когда

i. доходы предприятия можно достоверно спрогнозировать;

ii. активы предприятия преимущественно состоят из машин, оборудования, готовой продукции;

iii. предприятие имеет устойчивый спрос на свою продукцию.

4. Анализ достаточности и качества информации по сопоставимым предприятиям:

– если есть информация, можно использовать метод рынка капитала или метод сделок;

– если невозможно найти сопоставимые предприятия, сравнительный подход не используется (используются методы ДДП, капитализации).

5. Прогноз динамики будущих доходов предприятия:

– если доходы отличаются, используется метод ДДП;

– если доходы стабильны или растут небольшими темпами, используется метод капитализации.

6. При использовании методов, основанных на анализе активов, определяется, является ли предприятие действующим или стоит на пороге ликвидации:

– в первом случае используется метод накопления активов;

– во втором – метод ликвидационной стоимости.

После окончательного определения состава методов оценки стоимости предприятия представляется целесообразной разработка частных алгоритмов, позволяющих определить стоимость предприятия выбранными методами. Эти алгоритмы призваны формализовать весь процесс расчетов по каждому методу оценки стоимости предприятия.

Благодаря разработанной и изложенной выше методике, предусматривающей строгое обоснование выбора наиболее целесообразных методов оценки стоимости предприятия применительно к оцениваемому предприятию, упорядочивается и нормализуется весь многоэтапный процесс

оценки, который обычно выполняется профессиональными экспертами-оценщиками.

В спорных ситуациях, когда по результатам анализа целесообразным считается использование нескольких методов для оценки стоимости предприятия, эксперт-оценщик должен располагать соответствующей статистической информацией о частоте их применения в данной отрасли.

7.2. СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ, ПОЛУЧЕННЫХ РАЗЛИЧНЫМИ МЕТОДАМИ

В соответствии с ФСО №1³⁴ при проведении оценки необходимо использовать затратный, сравнительный и доходный подходы (или обосновать отказ от использования какого-либо подхода), а разные подходы, как правило, дают существенно различающиеся между собой величины стоимости. Поэтому завершающим этапом оценки является обоснованное согласование результатов, полученных различными методами в рамках использованных подходов.³⁵

СОГЛАСОВАНИЕ – анализ альтернативных заключений о стоимости оцениваемого предприятия, полученных на основе различных подходов и отличающихся друг от друга, с целью определения окончательной величины стоимости объекта оценки. Цель такого согласования – получение окончательной итоговой величины стоимости.

Итоговая стоимость оцениваемого предприятия представляет экспертное, беспристрастное и обоснованное суждение квалифицированного, профессионального оценщика о денежном эквиваленте потенциальной сделки с объектом оценки. В соответствии с требованиями к отчету об оценке и стандартами оценки величина стоимости дается в виде единой суммы в рублях (тыс., млн. руб.). Величина итоговой стоимости предприятия обычно округляется с учетом необходимой степени точности.

Определение итоговой величины стоимости предполагает анализ и изучение результатов, полученных различными подходами и методами. Расхождение полученных результатов более чем на 10% требует принятия взвешенного решения. Расхождение в полученных результатах является следствием как объективных, так и субъективных причин.

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

³⁴ ФСО № 1. Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки / Приказ Минэкономразвития России № 256 от 20.07.2007 // Российская газета. – 2007. – № 4457 (04 сентября), п.20.

³⁵ Там же, п.6

- состав используемой информации;
- экономическая среда, создающая используемые в расчетах и обоснованиях данные;
- инструментарий методов доходного, сравнительного и затратного подходов;
- принципы оценки, лежащие в основе различных подходов;
- факторы, учитываемые в разных подходах и методах;
- доказательная база и логика обоснований и др.

К субъективным причинам существенного расхождения полученных результатов стоимости можно отнести:

- качество используемой информации;
- профессионализм оценщика;
- противоречия в выводах и обоснованиях, содержащихся в методах доходного, сравнительного и затратного подходов;
- уровень информационного обеспечения оценки предприятий конкретного назначения в данном экономическом регионе;
- арифметические ошибки и др.

Правильность проведенных математических расчетов необходимо проверить, причем проверку целесообразно поручить другому оценщику. Особое внимание необходимо уделить логике процесса оценки и, в частности, адекватности целевого назначения оценки использованным подходам и методам, полноте, достоверности и системности.

Оценщик определяет относительную значимость, применимость и обоснованность каждого показателя стоимости на основе следующих критериев:

1. Адекватность. Данный критерий указывает, насколько каждый подход соответствует целевому назначению результатов оценки. Адекватность подхода, как правило, определяется типом имущества и активностью рынка. Например, оценка жилой недвижимости дает наиболее объективные результаты методом сопоставимых продаж, объекты специального назначения ориентированы на затратный подход, который может не пригодиться при оценке устаревших зданий. На практике возможна ситуация, когда оценщик должен отдавать предпочтение не одному, а двум результатам, однако их значимость может быть неравноценной.

2. Качество информации. Достоверность результатов оценки зависит от объема и достоверности использованных данных, задействованных в ходе расчетов, корректировок, аналитических суждений и выводов. Например, достаточность информации по ставкам арендной платы, необходимым для расчета дохода от недвижимости, или обоснованность расчета и внесения корректировок в цену аналога и местоположение объекта недвижимости, или насколько надежны данные, служащие источником для определения величины функцио-

нального и экономического износа. Оценщик имеет право доверять точности данных и расчетов, использованных в различных подходах, в неодинаковой степени.

3. Количество доказательств. Адекватность и качество информации при согласовании рассматриваются в сочетании с количеством доказательств, задействованных в том или ином подходе. Доказательство при расчете стоимости предприятия заключается в использовании для различных суждений и расчетов рыночной информации с учетом территории, назначения предприятия и других характеристик оцениваемого объекта и его аналогов. Независимо от количества имеющихся доказательств действия оценщика не ограничиваются операциями с цифрами, так как расчет величины стоимости должен соответствовать виду стоимости, указанному в задании на оценку. Важной составляющей доказательства является стабильность или изменчивость рыночной ситуации, так как доказательства, полученные сравнением продаж ранее осуществленных сделок, могут характеризовать ситуацию, не соответствующую дате проведения оценки.

При использовании в процессе оценки 2-х и более методов итоговая оценка стоимости выводится путем взвешивания (установления коэффициента значимости) каждого метода. При установлении коэффициента значимости рекомендуется учитывать следующие факторы:

- характер бизнеса и его активов (например, при оценке холдинговой компании больший вес следует придавать методу стоимости чистых активов);
- цель оценки и ее использование;
- применяемый вид стоимости;
- количество и качество данных, используемых в методе;
- уровень ликвидности;
- уровень контроля.

Для согласования результатов необходимо определить «веса», в соответствии с которыми отдельные ранее полученные величины сформируют итоговую рыночную стоимость имущества с учетом всех значимых параметров на базе экспертного мнения оценщика.

Согласование результатов, полученных различными подходами оценки, проводится по формуле

$$C_{\text{ИТ}} = C_{\text{З}} \times K_{\text{З}} + C_{\text{Д}} \times K_{\text{Д}} + C_{\text{Р}} \times K_{\text{Р}}, \quad (7.1)$$

где $C_{\text{ИТ}}$ – итоговая стоимость объекта оценки;

$C_{\text{З}}, C_{\text{Д}}, C_{\text{Р}}$ – стоимости, определенные затратным, доходным и сравнительным подходами;

$K_{\text{З}}, K_{\text{Д}}, K_{\text{Р}}$ – соответствующие весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке.

В отношении этих коэффициентов выполняется равенство:

$$K_3 + K_d + K_p = 1. \quad (7.2)$$

МЕТОДЫ СОГЛАСОВАНИЯ СТОИМОСТНЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ

Методика ранжированной оценки критериев стоимости. Данная методика предполагает определение удельного веса результатов оценки, полученных каждым методом, на основе их ранжирования по таким критериям, как способность учитывать цель оценки; способность учитывать конъюнктуру рынка; способность учитывать физические и экономические параметры объекта; качество информации.

Этапы расчета удельного веса:

- 1) каждому использованному методу по рассматриваемым критериям обоснованно присваивается ранг: высокий, средний или низкий;
- 2) присваиваются баллы, соответственно высокий – 2, средний – 1, низкий – 0;
- 3) по каждому методу рассчитывается суммарный набранный балл и проставляется в графе «Итог»;
- 4) определяется общая сумма баллов, полученных оцениваемым объектом, по совокупности всех использованных методов и подходов;
- 5) рассчитывается удельный вес каждого метода как отношение итоговой суммы баллов соответствующего метода к общей сумме баллов.

Метод распределения весовых коэффициентов. Расчет удельного веса полученных при оценке бизнеса результатов в данном случае проводится на основании усреднения весомости критериев влияния по каждому подходу. Обоснование удельного веса проводится по шести критериям: достоверность информации; полнота информации; способность учитывать действительные намерения покупателя и продавца; способность учитывать конъюнктуру рынка; способность учитывать размер, местоположение, доходность объекта; допущения, принятые в расчетах.

Последовательность расчетов.

– Определяется удельный вес подхода по каждому из предложенных в методике критериев. Для этого общий удельный вес (100%) распределяется между доходным, затратным и сравнительным подходами в рамках рекомендуемых критериев. Таким образом, сумма весов по каждому критерию, т.е. по строке, всегда должна быть равна 100%.

– Рассчитывается удельный вес подхода, представленного в отчете об оценке конкретным методом, как среднее арифметическое значение удельных весов, присвоенных по каждому критерию.

✓ **ПРИМЕР 7.1.** Рассмотрим использование метода распределения весовых коэффициентов для определения удельного веса подходов (табл. 7.2).

Таблица 7.2

Установление весов методов оценки на основе метода распределения весовых коэффициентов, %

Критерий	Затратный подход	Сравнительный подход	Доходный подход
1. Достоверность информации	30	35	35
2. Полнота информации	25	35	40
3. Способность учитывать действительные намерения покупателя и продавца	20	50	30
4. Способность учитывать конъюнктуру рынка	25	40	35
5. Способность учитывать размер, местоположение, доходность объекта	20	30	50
6. Допущения, принятые в расчетах	35	35	30
Весовые показатели значимости метода	25,8	37,5	36,7

Метод расстановки приоритетов. Данная методика предполагает определение удельного веса результатов оценки, полученных каждым методом, на основе установления ранга метода или подхода по каждому критерию качества от 1 до n (где n – количество сравниваемых методов или подходов).

Последовательность расчетов.

1. Установление ранга метода по каждому критерию качества. Чем лучше метод, тем ниже присваиваемый ранг.

2. Подсчет по каждому подходу (методу) суммы рангов по всем критериям качества.

3. Перевод суммарных рангов в весовые коэффициенты по формуле:

$$K_i = \frac{S_n \cdot m - R_i}{2 \cdot S_n \cdot m}, \quad (7.3)$$

где S_n – сумма чисел натурального ряда, последний член которого равен количеству сравниваемых параметров (при трех сравниваемых результатах равно $1 + 2 + 3 = 6$);

m – количество критериев;

R_i – суммарный ранг у i -го сравниваемого параметра.



ПРИМЕР 7.2. Рассмотрим использование метода расстановки приоритетов для определения удельного веса подходов (табл. 7.3).

Таблица 7.3

Установление весов методов оценки на основе метода расстановки приоритетов

Критерий качества	Подходы			Сумма
	доходный	сравнительный	затратный	
Соответствие цели оценки	1	2	3	6
Соответствие подхода виду рассчитываемой стоимости	2	1	3	6
Достоверность информации, на основе которой проводились анализ и расчеты	3	2	1	6
Достаточность информации, на основе которой проводились анализ и расчеты	3	2	1	6
Степень объективности	3	2	1	6
Способность учитывать специфические особенности объекта	2	1	3	6
Надежность получаемых результатов	3	2	1	6
Способность учитывать конъюнктуру рынка	2	1	3	6
Способность подхода учитывать ценообразующие факторы, специфичные для объекта	3	1	2	6
Суммарный ранг	22	14	18	
Весовой коэффициент	$\frac{6 \cdot 9 - 22}{2 \cdot 6 \cdot 9} = 29,6$	$\frac{6 \cdot 9 - 14}{2 \cdot 6 \cdot 9} = 37,0$	$\frac{6 \cdot 9 - 18}{2 \cdot 6 \cdot 9} = 33,3$	

Метод согласования по критериям. Для определения весов различных подходов используется четыре критерия, которыми описываются те или иные преимущества или недостатки примененного метода расчета с учетом особенностей оценки конкретного объекта.

Расчет «весов» использованных методов проводится в несколько этапов:

- строится матрица факторов, в которой каждому подходу присваивается четыре вида баллов в соответствии с четырьмя критериями. Баллы проставляются от 0 до 9;
- определяется сумма баллов каждого подхода, затем – использованных подходов;
- по отношению суммы баллов данного подхода к сумме баллов всех ис-

пользованных подходов определяется расчетный вес подхода в процентах;

– расчетные веса подходов округляются.

Метод анализа иерархий (МАИ).

Этот метод разработан американским ученым Томасом Л. Саати³⁶ в 70-х годах XX века. Первоначально метод анализа иерархий предназначался для решения проблемы выбора вооружений. В дальнейшем получили более широкое применение, как метод комплексного принятия решений в различных областях науки и практики. Иерархия возникает тогда, когда системы, существующие на одном уровне, функционируют как части системы более высокого уровня, становясь подсистемами этой системы.

Метод анализа иерархий представляет собой систематическую процедуру для иерархического представления элементов, определяющих суть решения любой проблемы. Он состоит в расчленении (декомпозиции) задачи на более простые составные части и дальнейшей обработке последовательных суждений аналитика попарным сравнением. Результатом такого анализа является выражение относительной степени (интенсивности) взаимодействия элементов в иерархии. Впоследствии эти суждения подлежат численному выражению. Затем путем синтеза множественных суждений определяются приоритеты альтернативных решений.

Главное преимущество метода анализа иерархий (метод аналитической иерархической процедуры, иерархия Саати) заключается в возможности сравнивать критерии и варианты решений попарно, что существенно облегчает обоснование сделанных выводов. Данный метод дает возможность проанализировать результаты всех попарно взвешенных вариантов, систематизировать их и при помощи определенных преобразований и матричных расчетов прийти к традиционной таблице веса и баллов.

Уникальность метода заключается в том, что он является одновременно и качественным и количественным. Будучи в основе качественным, так как используется информация о попарных качественных сравнениях по определенным критериям, МАИ позволяет количественно оценить приоритеты альтернатив или иных элементов иерархии.

В основе метода анализа иерархий лежат следующие положения:

– любая сложная проблема может быть подвергнута декомпозиции, т.е. разложению на более простые составляющие;

³⁶ Американский математик, профессор Пенсильванского ун-та. Родился в 1926 г. в Ираке. Основные труды относятся к теории графов, теории массового обслуживания, оптимизации и приложениям математики к специальным вопросам. При его участии написано 13 книг по математике и ее приложениям, некоторые из них переведены на русск. язык, например «Элементы теории массового обслуживания и ее приложения» (М., 1965).

– результат декомпозиции можно представить в виде иерархической системы наслаиваемых уровней, каждый из которых состоит из многих элементов (факторов);

– качественные сравнения экспертами попарной значимости элементов на любом уровне иерархии (субъективные суждения) могут быть преобразованы в количественные соотношения между ними, при этом они будут отражать объективную реальность;

– возможен синтез отношений между различными элементами и уровнями иерархии.

Вычислительные аспекты метода анализа иерархий основаны на следующих аксиомах:

– обратная симметричность как основная характеристика парных сравнений. Для матрицы парных сравнений $A = a_{ij}$ выполняется тождество – интенсивность предпочтения a_i над a_j обратна интенсивности предпочтения a_j над a_i (табл.7.4);

Таблица 7.4

Обратносимметричная матрица парных сравнений

		Сравниваемые элементы							
		А	Б	В	Г	...	i	...	n
Сравниваемые элементы	А	1	a_{AB}	a_{AB}					
	Б	$1 / a_{AB}$	1						
	В	$1 / a_{AB}$		1					
	Г				1				
	...					1			
	j						1		
	...							1	
	n								1

– гомогенность сравниваемых элементов, составляющих данный уровень иерархии;

– зависимость элементов нижнего уровня иерархии от непосредственно примыкающего к нему элемента высшего уровня иерархии;

– согласованность (непротиворечивость) суждений о сравнительной важности элементов, включенных в обратносимметричную матрицу: например, если элемент А предпочтительнее элемента Б, а элемент Б предпочтительнее элемента В, то элемент В не может быть предпочтительнее элемента А (табл.7.5), поскольку это приводит к противоречию суждений.

Таким образом, результатом суждений по каждому отдельному уровню

иерархии является квадратная, положительно определенная, обратносимметричная матрица, диагональные элементы-числа которой равны единице, а остальные элементы подчинены равенству: $a_{ij} = 1/a_{ji}$.

Таблица 7.5

Пример противоречивости (несогласованности) оценок

		Сравниваемые элементы							
		А	Б	В	Г	...	i	...	n
Сравниваемые элементы	А	1	3	1/6					
	Б	1/3	1	5					
	В	6	1/5	1					
	Г				1				
	...					1			
	i						1		
	...							1	
	n								1

Алгоритм применения метода анализа иерархий (МАИ) состоит из нескольких этапов.

1. **Очертить проблему и определить цель** применения метода анализа иерархий.

2. **Структурировать проблему выбора в виде «дерева» или сети.** Построение иерархии, начиная с вершины цели через промежуточные уровни (критерии) факторов к самому нижнему уровню, который является набором альтернатив.

В современной практике согласования результатов оценки стоимости предприятия различными подходами используются трехуровневые иерархии, имеющие следующий вид:

- *верхний уровень* – цель (установление итоговой величины стоимости предприятия);
- *промежуточный уровень* – критерии согласования (факторы, влияющие на качество оценки);
- *нижний уровень* – альтернативы (результаты оценки, полученные различными подходами).

Метод анализа иерархий представляет собой метод согласования результатов стоимости, полученных с использованием различных подходов к оценке стоимости предприятия, основанный на декомпозиции проблемы согласования результатов на систему факторов и систему альтернатив, и ее представления в виде иерархий (рис.7.2).

1 уровень – цель

2 уровень –
критерии выбора
(факторы,
влияющие
на выбор)

3 уровень -
альтернативы



Рис.7.2. Декомпозиция задачи согласования результатов оценки рыночной стоимости объекта тремя подходами

3. Построить обратносимметричную матрицу критериев сравнения различных подходов к оценке стоимости предприятия (табл.7.6) и установить оценки степени значимости (важности) выбранных критериев методом парных сравнений.

Парные сравнения проводятся в терминах доминирования одного элемента над другим. Для проведения субъективных парных сравнений Т. Саати разработал шкалу численных значений относительной важности, которая представлена в таблице 7.7.

При проведении парных сравнений двух критериев (факторов, элементов, подходов и т.п.) для их количественной оценки необходимо ответить на следующие вопросы: какой из них важнее или оказывает большее воздействие? какой из них более вероятен? какова степень превосходства одного элемента над другим?

4. Определить собственный вектор матрицы как среднюю геометрическую оценок по строке:

$$A = [A_j] = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n a_{ij}}, \quad (7.4)$$

где A – собственный вектор матрицы A ;

A_j – значения по строке;

a_{ij} – количественное значение оценки элемента матрицы по строке;

n – количество сравниваемых элементов в матрице (порядок матрицы).

Таблица 7.6

Матрица сравнения приоритетов критериев и установления их веса

Критерии сравнения	Критерии сравнения						Среднее геометрическое	Вес критерия
	Соответствие цели оценки	Соответствие виду рассчитываемой стоимости	Тип, качество, обширность информации, на основе которой проводились анализ и расчеты	Способность учитывать конъюнктурные колебания рынка	Способность учитывать специфические особенности объекта	Надежность получаемых результатов		
Соответствие цели оценки	1							
Соответствие виду рассчитываемой стоимости		1						
Тип, качество, обширность информации, на основе которой проводились расчеты			1					
Способность учитывать конъюнктурные колебания рынка				1				
Способность учитывать специфические особенности объекта					1			
Надежность получаемых результатов						1		
СУММА								1

5. Определить вектор приоритетов $W = [W_j]$. Место каждого элемента в иерархии (коэффициент значимости, удельный вес) определяется оценкой соответствующего ему компонента собственного вектора матрицы приоритетов A_j , нормализованного к единице. Компоненты вектора приоритетов рассчитываются по формуле:

$$W_j = \frac{\sqrt[n]{\prod_{i=1}^n a_{ij}}}{\sum_{j=1}^n \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n a_{ij}}} \quad (7.5)$$

6. Определить локальную согласованность. Для этого сначала рассчиты-

вается индекс согласованности, отражающий степень согласованности выполненных оценок:

$$I = \frac{\lambda_{\max} - n}{n - 1}, \quad (7.6)$$

где $\lambda_{\max}$ – максимальное собственное значение матрицы.

Таблица 7.7

Шкала численных значений относительной важности

Интенсивность относительной важности	Определение	Пояснение
1	Равная важность	Равный вклад двух видов деятельности в цель
3	Умеренное превосходство одного над другим	Опыт и суждения дают легкое превосходство одному виду деятельности над другим
5	Существенное или сильное превосходство	Опыт и суждения дают сильное превосходство одному виду деятельности над другим
7	Значительное превосходство	Одному из видов деятельности дается настолько сильное превосходство, что оно становится практически значительным
9	Очень сильное превосходство	Очевидность превосходства одного вида деятельности над другим подтверждается наиболее сильно
2, 4, 6, 8	Промежуточные, решения между двумя соседними суждениями	Применяются в компромиссном случае
Обратные величины приведенных выше чисел	Если при сравнении одного вида деятельности с другим получено одно из вышеуказанных чисел (например, 3), то при сравнении второго вида деятельности с первым получим обратную величину, т.е. 1/3	

Максимальное собственное значение матрицы сравнения критериев определяется по формуле:

$$\lambda_{\max} = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n a_{ij} \cdot w_j, \quad (7.7)$$

где a_{ij} – количественное значение оценки элемента матрицы;

w_j – удельный вес значимости элемента матрицы.

Оценка весов подходов считается согласованной при выполнении

следующего условия:

$$\frac{I}{S} \cdot 100\% \leq 10\%, \quad (7.8)$$

где S – случайная согласованность матрицы того же порядка, что и используемая в методе МАИ. Принимается по таблице 7.8.

Таблица 7.8

Случайная согласованность матрицы (S)

Показатель	Значение показателя								
Порядок матрицы	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Случайная согласованность матрицы	0,58	0,9	1,12	1,24	1,32	1,41	1,45	1,49	1,51

7. Построить обратносимметричные матрицы примененных подходов к оценке стоимости предприятия по каждому критерию, выбранному для сравнения подходов (табл.7.9).

Таблица 7.9

Матрица сравнения приоритетов подходов по каждому критерию

Название критерия	Метод ДДП	Метод рынка капитала	Метод накопления активов	Среднее геометрическое	Вес метода по критерию
Метод ДДП	1				
Метод рынка капитала		1			
Метод накопления активов			1		
СУММА					1

Количество матриц соответствует количеству критериев оценки подхода, учтенных на втором уровне иерархии (табл.7.6).

Описанная в п.3-6 рассматриваемого алгоритма процедура повторяется по каждой матрице сравнения приоритетов подходов, и определяются значения весов каждого подхода к оценке стоимости предприятия по каждому принятому критерию оценки подходов.

8. Выполнить расчет итоговых весов каждого подхода к оценке стоимости предприятия, которые равны сумме произведений весов ценообразующих критериев и соответствующих им весов подходов к оценке по каждому критерию (табл.7.10).

Таблица 7.10

Итоговое значение весов использованных методов

Метод	Соответствие цели оценки	Соответствие виду рассчитываемой стоимости	Тип, качество, обширность информации, на основе которой проводились расчеты	Способность учитывать конъюнктурные колебания рынка	Способность учитывать специфические особенности объекта	Надежность получаемых результатов	Итоговый вес метода
	Веса значимости критериев сравнения						
Метод ДДП							
Метод рынка капитала							
Метод накопления активов							
СУММА							1

9. Производится расчет рыночной стоимости предприятия, которая равна сумме произведений значений альтернатив и соответствующих им весов по формуле (7.1).

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

1. Какие подходы должен применять оценщик для оценки рыночной стоимости бизнеса?
2. Может ли оценщик выбирать самостоятельно методы оценки рыночной стоимости бизнеса в рамках каждого подхода к оценке стоимости?
3. Приведите обоснование выбора наиболее целесообразных методов оценки стоимости бизнеса.
4. Разработайте алгоритм оценки рыночной стоимости бизнеса методом дисконтирования денежных потоков.
5. Разработайте алгоритм оценки рыночной стоимости бизнеса методом рынка капитала.
6. Разработайте алгоритм оценки рыночной стоимости бизнеса методом накопления активов.
7. Что такое согласование результатов оценки?
8. Какие объективные причины различия результатов оценки разными подхо-

дами? субъективные причины?

9. Какие существуют методы согласования стоимостных результатов оценки?
10. Какие факторы учитываются при установлении коэффициентов значимости подходов к оценке?
11. Что такое «метод анализа иерархий»?
12. В чем сущность применения метода анализа иерархий в согласовании результатов оценки стоимости предприятия?

8. ОЦЕНКА КОНТРОЛЬНЫХ И НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЙ

8.1. КЛАССИФИКАЦИЯ ПАКЕТОВ АКЦИЙ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ

Размер оцениваемой доли капитала предприятия влияет на величину её рыночной стоимости. Если предприятие покупается в индивидуальную частную собственность или приобретается контрольный пакет акций (КПА), то собственник приобретает значительные права: избирать членов совета директоров, назначать управляющих, определять оплату их труда, влиять на стратегию и тактику предприятия, определять величину дивидендов, продавать или покупать активы, репрофилировать бизнес и т.п. Каждое из перечисленных прав имеет свою стоимость, так как покупаются бóльшие права, то и рыночная стоимость будет выше, и наоборот.

Международные и европейские стандарты оценки делят пакеты акций на 2 вида:

- контрольный (мажоритарный);
- неконтрольный (миноритарный).

Согласно международным стандартам оценки (МСО), **КОНТРОЛЬНЫЙ ПАКЕТ** – это участие в собственности, обеспечивающее более 50-процентов голосующих акций в бизнесе (в соответствии со ст.49 ФЗ «Об акционерных обществах», голосующей является обыкновенная или привилегированная акция, предоставляющая акционеру – ее владельцу право голоса при решении вопроса, поставленного на голосование).

НЕКОНТРОЛЬНЫЙ ПАКЕТ АКЦИЙ (миноритарная доля, «доля меньшинства») международные стандарты оценки определяют как участие в собственности, обеспечивающее менее 50-ти процентов голосующих акций в бизнесе.

Действующее российское законодательство не определяет понятий «контрольный пакет» и «миноритарный пакет». Суть этих понятий можно установить косвенным образом. В соответствии со ст.6 ФЗ «Об акционерных обществах», контроль над акционерным обществом может осуществляться в случае

«... преобладающего участия в его уставном капитале» и, как следствие, наличия возможности определять решения, принимаемые этим обществом.

Контроль может быть 2 видов:

- 3) операционный – способность владельцев доли собственности в акционерном обществе выбирать *большинство членов Совета директоров*;
- 4) абсолютный контроль – неограниченная способность владельцев доли собственности в акционерном обществе осуществлять *все права*, обычно связанные с использованием собственности, включая право ликвидировать предприятие.

В соответствии с Законом РФ «Об акционерных обществах» и стандартным Уставом открытого акционерного общества владение определенным по размеру пакетом голосующих акций дает его владельцу права, состав которых приведен в таблице 8.1.

Возможность влияния на управление акционерным обществом владельца 1-процентного пакета акций сомнительна, поскольку его права ограничиваются правами получения дивидендов, доступа к данным реестра акционеров и обращения в суд с исками о возмещении убытков.

Владение 2-процентным пакетом акций дает право внесения вопроса в повестку общего собрания акционеров, но шансов его решения против воли мажоритарных акционеров нет. Хотя это право для них представляет некоторую угрозу, поскольку игнорирование интересов миноритарных акционеров может нанести ущерб деловой репутации акционерного общества, однако его величину не следует переоценивать.

Таким образом, владение 1-процентным и 2-процентным пакетом акций не приносит их владельцам реальных выгод или угроз с их стороны интересам других акционеров.

Владение 10-процентным пакетом предоставляет права на созыв внеочередного собрания акционеров и проведения внеочередной проверки финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Это обеспечивает более высокий уровень информированности о реальном состоянии акционерного общества и создает владельцу пакета некоторые гарантии «дружественности» мажоритарного акционера, так как факт враждебного голосования крупного акционера по внесенному вопросу можно сделать публичным, что нанесет ущерб его интересам. Возможность такого вреда и определяет дополнительные выгоды владельца 10-процентного пакета акций.

Таблица 8.1

Права акционеров в зависимости от размера пакета акций

Размер пакета (% голосую- щих акций)	Права	Документ
Одна акция	право участия в работе общего собрания акционеров с правом го- лоса по всем вопросам его компетенции, получения дивидендов и части имущества в случае ликвидации общества	ФЗ об АО, ст.31
1% и более (ничтожный пакет)	доступ к данным реестра акционеров	то же, ст.51
	предоставление списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров	то же, ст.71
2% и более (незначитель- ный пакет)	право обращения в суд с иском о возмещении убытков, причинен- ных обществу	то же, ст.53
	право внесения вопросов в повестку дня общего собрания акционе- ров, выдвижения кандидатов в совет директоров, коллегиальный исполнительный орган, ревизионную и счетную комиссию числом не более утвержденного количества членов этих органов	то же, ст.55
10% и более (мелкий пакет)	право требовать созыва внеочередного общего собрания акционе- ров и	то же, ст.85
	проведения проверки финансово-хозяйственной деятельности об- щества	то же, ст.85
20% акций (средний пакет)	приобретение такого пакета требует немедленного опубликования сведений об этом в порядке, определяемом федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг и федеральным ан- тимонопольным органом в некоторых случаях может давать значительные права по управле- нию обществом, членство в Совете директоров и др.	то же, ст.6
25% акций (блокирующий пакет)	право доступа к документам	то же, ст.91
	блокирование вопросов, для решения которых требуется квалифи- цированное большинство гарантия членства в Совете директоров	то же, ст.91
30 % акций (предкон- трольный пакет)	обеспечение кворума повторного собрания акционеров	то же, ст.58
	требует направления в акционерное общество письменного заявле- ния о намерении приобрести такое количество акций (возникает ситуация дружественного или недружественного поглощения) обязывает покупателя предложить акционерам продать ему свои акции по рыночной цене, но не ниже их средневзвешенной цены за последние 6 месяцев, предшествующих дате приобретения	то же, ст.80
50%+1 акция (контрольный пакет)	право принимать большинство решений на общем собрании акцио- неров	то же, ст.48, 49
	кворум общего собрания акционеров	то же, ст.58
75% акций	принятие решения о размещении обществом акций и иных эмисси- онных ценных бумаг различными способами	то же, ст.39
	принятие решений о внесении изменений и дополнений в устав общества, о реорганизации и ликвидации общества, назначении ликвидационной комиссии и др.	то же, ст.49
	решение об одобрении крупной сделки, предметом которой являет- ся имущество стоимостью более 50% балансовой стоимости акти- вов общества	то же, ст.79, 83

Примечание. Права, связанные с любым пакетом, включают все права меньших пакетов.

Проведение внеочередного собрания по требованию владельца 10-процентного пакета акций не зависит от воли других акционеров, включая мажоритарных. Поэтому акционер, владеющий 10 % акций, является принципиально активным участником процесса управления акционерным обществом, в отличие от владельцев меньших пакетов, которые не могут принудить других акционеров к значительным действиям.

Дополнительные выгоды владения пакетом акций 25 % + 1 акция, 50 % + 1 акция и 75 % + 1 акция являются очевидными. Таким образом, теоретически контроль представляет собой 50% + 1 голосующая акция.

Теоретически необходимость применения премии за контроль может быть обоснована с трех точек зрения.

Во-первых, право собственности на акции предприятия можно представить как совокупность трех элементов стоимости: права на пропорциональную долю чистых активов (стоимость активов); права на пропорциональную долю распределяемой предприятием прибыли (стоимость доходов); права на пропорциональное участие в управлении предприятием (стоимость контроля). Разделение стоимости акций на эти элементы показывает, что участие в управлении имеет внутреннюю стоимость, независимую от стоимости доходов и активов предприятия.

Во-вторых, применение премии за контроль обосновано наличием взаимосвязи между контролем и деятельностью предприятия. Покупатель может заплатить премию за контрольный пакет акций, так как инвестиции в контрольный пакет более перспективны и надежны, чем инвестиции в миноритарный пакет акций, поскольку владение контрольным пакетом акций позволяет инвестору проводить ту политику по управлению своими инвестициями, которую он считает необходимой.

В-третьих, контроль обеспечивает возможность осуществлять операции в собственных интересах. Это и обуславливает применение премии за контроль. Собственные интересы проявляются, когда акционер, владеющий контрольным пакетом акций, использует свои полномочия по управлению предприятием таким образом, чтобы извлечь для себя выгоду за счет миноритарных акционеров: например, владельцы контрольного пакета акций выводят активы, вообще их не оплачивая или выплачивая сумму ниже рыночной стоимости.

Рассмотрим влияние размера пакета акций на величину его стоимости (табл.8.2).

Поэтому при определении стоимости доли капитала (пакета акций) необходимо определять влияние на стоимость оцениваемой доли капитала следующих факторов: величины доли оцениваемого пакета – контрольный или миноритарный; степень ликвидности акций предприятия.

Таблица 8.2

Влияние размера пакета акций на его стоимость

Размер пакета, %	Права акционера, влияющие на стоимость	Влияние на стоимость
75% и выше	Внесение изменений и дополнений в устав акционерного общества, утверждение нового устава, реорганизация акционерного общества	Эти решения отражают экстремальные разовые ситуации деятельности АО. Они не учитываются при прогнозировании денежных потоков и расчете рыночной стоимости активов
	Одобрение крупной сделки с имуществом, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов АО	Такие сделки являются единовременными. Влияние на стоимость возможно, если: – сделка будет заключена в прогнозном периоде (прогноз сложен); – решается вопрос о корректировке стоимости нефункционирующих или избыточных активов, стоимость которых более 50% балансовой стоимости активов (это вряд ли возможно для крупного действующего предприятия). Таким образом, <u>с позиций оценки</u> , дополнительный контроль отсутствует.
50% + 1 акция	Определение количественного состава и избрание членов совета директоров, досрочное прекращение их полномочий	Это дает возможность <u>оперативного контроля деятельности</u>
	Утверждение годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности, внутренних документов	Влияние на стоимость, рассчитанную доходным подходом
	Распределение прибыли (в том числе выплаты дивидендов)	
	Одобрение крупной сделки	Влияет на стоимость, рассчитанную затратным подходом, который основан на стоимости активов, и доходным подходом, так как он позволяет вносить корректировки, например, на стоимость избыточных активов
30% + 1 акция	Право обеспечения кворума на повторном собрании акционеров	Уровень контроля высокий и колеблется в зависимости от числа акционеров, участвующих в общем собрании. Пакет может достигать степени контроля пакета 50% + 1 акция
	Право голоса	
25% + 1 акция	Право голоса	В зависимости от числа акционеров, участвующих в общем собрании, пакет может быть от блокирующего до подконтрольного
	Возможность блокирования принятия решений, для которых требуется квалифицированное большинство	
10-25%	Возможность блокирования принятия решений, для которых требуется квалифицированное большинство	Минимальная степень контроля
менее 10%	Нет прав, которые могут влиять на стоимость предприятия	

8.2. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОНТРОЛЬНЫХ И НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

Используя разные методы оценки стоимости предприятия, можно определить стоимость миноритарного или контрольного пакета акций (табл.8.3).

Таблица 8.3

Методы оценки рыночной стоимости предприятия

Метод	Пакет акций	Характеристика
Метод дисконтирования денежных потоков, метод капитализации	стоимость КПА	отражают цену, которую инвестор заплатил бы за <u>владение</u> предприятием, расчет денежных потоков базируется на контроле производственно-хозяйственной деятельности предприятия
Методы затратного подхода	стоимость КПА	только владелец контрольного пакета акций может определять политику в области активов: приобретать, использовать или продавать (ликвидировать активы)
Метод сделок	стоимость КПА	основан на анализе цен КПА сходных предприятий
Метод рынка капитала	стоимость миноритарного пакета акций	используется информация о котировке единичных акций открытых акционерных обществ на фондовых рынках

Поэтому если методами первых 3-х групп оценивается рыночная стоимость миноритарного пакета акций, то необходимо учесть скидку на неконтрольный характер пакета. Если методом рынка капитала надо определить рыночную стоимость контрольного пакета акций, то надо добавить премию за контрольный характер пакета. Рассмотрим способы оценки контрольных и неконтрольных пакетов акций, используя схему рисунка 8.2.

Подходы к оценке миноритарных пакетов.

1-й подход «Сверху – вниз»

1. Методом ДДП, капитализации, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости или методом сделок определяется стоимость всего акционерного капитала предприятия.

2. Рассчитывается часть общей стоимости акционерного капитала предприятия, пропорциональная размеру неконтрольного пакета (она включает все права контроля).

3. Из нее вычитается скидка за неконтрольный характер пакета.

4. Устанавливается необходимость скидки за недостаточную ликвидность (все организационно-правовые формы, кроме ОАО).

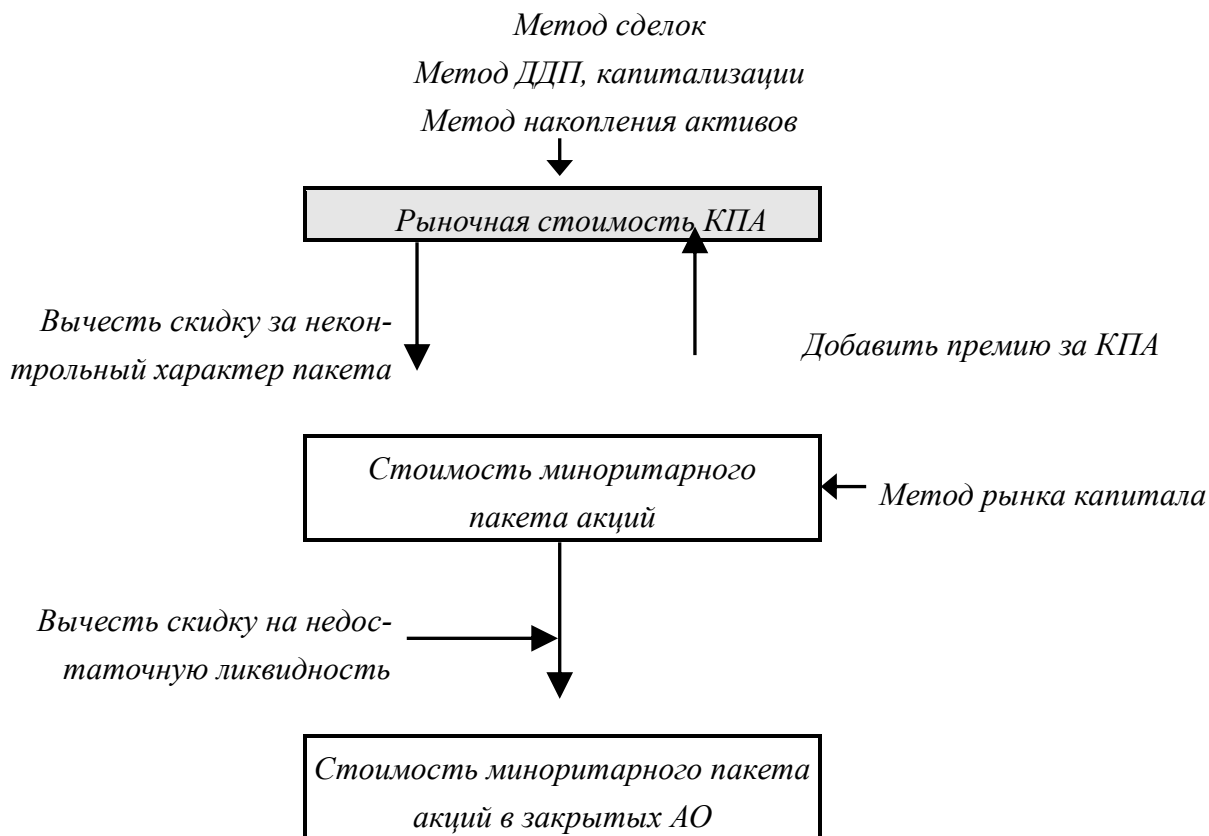


Рис. 8.2. Соотношение между контрольной и неконтрольной долями собственности

2-й подход – «Горизонтальный»

В этом подходе не обязательно определять стоимость всего предприятия. Данные для оценки стоимости неконтрольного пакета берутся из данных по продажам сопоставимых неконтрольных пакетов ОАО и выполняется расчет методом рынка капитала. Так как информация относится к сделкам по открытым предприятиям, то когда оцениваются закрытые – необходимо вычесть скидку за недостаточную ликвидность.

3-й подход – «Снизу – вверх»

Если в первых двух подходах оценщик начинает расчет с оценки стоимости всего предприятия или стоимости сопоставимых неконтрольных пакетов, а затем вычитает скидки (как бы идет вниз), то в 3-м подходе оценщик начинает снизу, суммируя все элементы стоимости неконтрольного пакета.

Владелец неконтрольного пакета имеет два источника формирования его стоимости: прибыль, распределенную в форме дивидендов; выручку от продажи неконтрольного пакета. Эти ожидаемые будущие выплаты рассматриваются оценщиком в качестве будущих доходов, т.е. прогнозируемые дивиденды (величина и сроки выплаты) и прогнозируемая выручка от продажи в будущем миноритарного пакета (величина и срок) берутся за основу денежного потока. По соответствующей ставке дисконта они приводятся к

текущей стоимости, а затем их сложением определяется стоимость миноритарного пакета.

Можно использовать второй способ: капитализацией неограниченного во времени прогнозируемого потока дивидендов без учета стоимости перепродажи пакета акций.

Недостаток ликвидности неконтрольного пакета в закрытых предприятиях может быть учтен 2-мя способами: увеличением ставки дисконта; скидкой за недостаточную ликвидность.

Подходы к оценке контрольных пакетов.

1-й подход «Сверху – вниз»

1. Методом ДДП, капитализации, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости или методом сделок определяется стоимость всего акционерного капитала предприятия.

2. Рассчитывается часть общей стоимости акционерного капитала предприятия, пропорциональная размеру контрольного пакета.

3. Устанавливается необходимость скидки за недостаточную ликвидность (все организационно-правовые формы, кроме ОАО).

2-й подход «Горизонтально-вертикальный»

– Методом рынка капитала определяется стоимость контрольного пакета как неконтрольного.

– Добавляется премия за контрольный характер пакета.

– Устанавливается необходимость скидки за недостаточную ликвидность (все организационно-правовые формы, кроме ОАО).

8.3. ПРЕМИЯ ЗА КОНТРОЛЬ, СКИДКИ ЗА НЕКОНТРОЛЬНЫЙ ХАРАКТЕР ПАКЕТА И ЗА НЕДОСТАТОЧНУЮ ЛИКВИДНОСТЬ

Премия за контроль отражает экономическую сущность факта владения пакетом акций – получение владельцем пакета прав, имеющих для него некоторую дополнительную полезность, которая в процессе оценки выражается в денежной форме. Для установления степени контроля, которой обладает владелец пакета акций, необходимо проанализировать следующие факторы.

1. **Права владельца пакета акций**, зависящие от размера пакета акций (табл.8.1) и типа акций (привилегированные, обыкновенные).

2. **Действующее законодательство и устав акционерного общества**, которые устанавливают соответствие между размером пакета акций, принадлежащих акционеру, и его правомочиями.

3. **Соотношение оцениваемого пакета и общего числа голосующих акций, принимающих участие в голосовании на общем собрании акцио-**

неров, так как подсчет голосов на общем собрании осуществляется относительно этих акционеров. Если данное соотношение превышает 50%, пакет обеспечивает контроль над результатами голосования.

✓ *Например, пакет 30% акций (300 тыс. шт.) при общем числе голосующих акций, принимающих участие в общем собрании, 50% + 1 акция (500001 шт.) дают соотношение 60%, т.е. пакет 30% акций обеспечивает большинство голосов на данном собрании.*

4. Система голосования – мажоритарная или кумулятивная:

– на общем собрании акционеров, согласно ст.59 ФЗ об АО, применяется мажоритарная система голосования (по принципу «одна акция – один голос»). Эта система дает возможность обладателю большинства акций полностью контролировать результаты голосования;

– выборы членов совета директоров (наблюдательного совета) осуществляются на основе кумулятивного голосования (ст.66 ФЗ об АО). По этой системе число голосов, принадлежащих каждому акционеру, умножается на число лиц, которые должны быть выбраны в совет директоров, и акционер вправе отдать все голоса за одного кандидата или распределить их между несколькими кандидатами. Система не дает обладателю большинства акций полного контроля над голосованием, поэтому при этой системе голосования понятие контроля и контрольного пакета акций четко не определено.

5. Количество представителей владельца пакета акций в совете директоров. Для полного оперативного контроля деятельности необходимо обеспечение большинства голосов в совете директоров (избрание в него большинства своих представителей).

Минимально необходимое число акций для избрания определенного числа кандидатов в управление компанией определяется по формуле:

$$n = \frac{k \cdot N}{K + 1} + 1, \quad (8.1)$$

где k – число кандидатов, которое необходимо выбрать акционеру;

N – общее число выпущенных акций;

K – общее число избираемых кандидатов.

✓ **ПРИМЕР 8.1.** *Общее число обыкновенных акций ОАО составляет 1000 тыс. шт. Избирается 9 членов совета директоров (ст.66 ФЗ об АО).*

Для обеспечения контроля финансово-хозяйственной деятельности акционеру необходимо избрать 5 своих кандидатов (согласно ст.68 ФЗ об АО решения на заседании совета директоров принимаются большинством голосов членов, участвующих в заседании). По формуле 8.1:

$$\frac{5 \cdot 1000}{9 + 1} + 1 = 501 \text{ шт. (50\% + 1 акция).}$$

Для избрания 1 члена совета директоров требуется пакет, состоящий из $\frac{11000}{91} = 100001 \text{ шт. } (10\% + 1 \text{ акция})$. Этот пакет можно рассматривать как пакет, обладающий минимальной степенью контроля.

6. Степень концентрации акционерного капитала. Степень контроля данного пакета нельзя рассматривать без учета влияния акционеров, владеющих оставшейся частью акционерного капитала.

Для определения влияния степени концентрации акционерного капитала на уровень контроля пакета акций следует сгруппировать пакеты по числу акционеров, владеющих оставшейся частью акционерного капитала, и величине их пакета, выделив следующие формы распределения капитала:

- распыление – оставшиеся акции распределены среди большого количества акционеров, каждый из которых владеет не более 2 % акций;
- низкая концентрация капитала – остальными акциями владеют мелкие акционеры с пакетами акций, не превышающими 10 %;
- средняя концентрация – оставшейся частью акционерного капитала владеют мелкие и средние акционеры с пакетами акций от 10 до 25 %;
- высокая концентрация – несколько акционеров, каждый из которых владеет от 25 до 50 % акций;
- сверхвысокая концентрация – в руках одного акционера сосредоточено свыше 50 % акционерного капитала.

Влияние концентрации капитала на степень контроля представлено в таблице 8.4.

Таблица 8.4

Влияние концентрации акционерного капитала на степень контроля пакета акций

Форма концентрации акционерного капитала	Уровень контроля в зависимости от размера пакета акций			
	10-25%	25%+1 акция до 30%	30%+1 акция до 50%	50%+1 акция до 75 %
Распыление	от	от	от высокого до абсолютного	от операционного до абсолютного
Низкая	минимального до абсолютного	незначительного до абсолютного		
Средняя	от минимального до незначительного	от незначительного до высокого		
Высокая	может быть незначительным			
Сверхвысокая				

Таким образом, на практике контрольный пакет акций – любой по

размеру пакет, который при данной структуре собственников позволяет акционерам, которые им владеют, осуществлять контроль над деятельностью предприятия.

7. Типы собственников и их инвестиционные мотивы. Можно выделить три типа собственников:

- менеджеры и аутсайдеры – в России, как правило, представляют интересы крупных акционеров и игнорируют интересы прочих собственников;
- государство – как акционер имеет значительные возможности управления предприятием и контроля его деятельности, мелкие и средние акционеры также получают возможность реализовывать права по управлению;
- работники – являются миноритарными акционерами в обществах с распыленным капиталом, контроль осуществляют представители мелких акционеров.

Группировка инвесторов в зависимости от целей инвестирования приведена в таблице 8.5.

Таблица 8.5

Цели и права различных групп инвесторов

Группа инвесторов	Цель инвесторов	Пакет акций	Ценность прав
Случайный	бессистемное временное вложение финансовых ресурсов	от малого до ничтожного	право получения дивидендов право голоса
Портфельный	диверсификация вложений и снижение рисков сохранение, прирост капитала посредством роста курсовой стоимости получение дивидендного дохода	от блокирующего до малого	право голоса право получения дивидендов право на участие в органах управления
Целевой	приобретение пакета акций определенного АО с целью повышения эффективности финансово-хозяйственной деятельности и рыночной капитализации	от контрольного до блокирующего	право участвовать в органах управления право голоса право получения информации о финансово-хозяйственной деятельности право получения дивидендов

8. Наличие или отсутствие на дату оценки общих интересов, конфликтов интересов акционеров и их групп.

ПРЕМИЯ ЗА КОНТРОЛЬ – стоимостное выражение преимущества, связанного с владением КПА (повышение стоимости КПА над миноритарным пакетом). Она отражает дополнительные возможности контроля над предприятием по сравнению с миноритарным пакетом акций (выборы Совета директоров; назначение менеджеров, определение их вознаграждения и привилегий; определение политики предприятия и стратегии бизнеса; принятие решений о поглощениях или слияниях, ликвидации, эмиссии акций; изменение уставных документов; установление дивидендов и др.).

Премия за КПА рассчитывается как процент превышения выкупной ценой рыночной цены акций продавца за 5 рабочих дней до официального объявления о слияниях компаний. Однако практика показывает, что перед слиянием курс акций начинает расти раньше, чем за 5 дней до официального объявления о сделке, что приводит к занижению премии за КПА. Поэтому чаще всего отслеживается курс за период от 2-х до 5-ти дней.

СКИДКА ЗА НЕКОНТРОЛЬНЫЙ ХАРАКТЕР ПАКЕТА (за недостаточность контроля) – сумма или %, вычитаемые из пропорциональной доли от стоимости 100%-го пакета, с целью отразить отсутствие некоторых или всех возможностей контроля (величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета в общей стоимости пакета акций предприятия с учетом ее неконтрольного характера).

Она является производной от премии за КПА (основана на эмпирических данных). Скидка (в %) за неконтрольный характер (миноритарную долю):

$$C = 1 - \frac{1}{1 + \text{ПР за контроль}}. \quad (8.2)$$

Некоторые рекомендации по оценке пакетов акций

1. Акционеры – владельцы пакетов акций до 2 % не оказывают никакого влияния на деятельность АО. Рыночная (биржевая) цена ничтожных пакетов акций может быть на 10-20 % ниже стоимости на фондовом рынке, так как брокерам невыгодно работать с незначительными объемами акций.

2. На фондовом рынке обращаются незначительные пакеты акций (2-10 %), поэтому их стоимость соответствует биржевой.

3. Акционеры – владельцы пакетов акций до 25 % в общем случае не могут осуществлять контроль над доходами и управлять активами предприятия. При оценке рыночной стоимости такие пакеты рассматриваются как неконтрольные. Однако стоимость средних пакетов может быть выше биржевой стоимости на 5 % и более, так как эти пакеты обеспечивают дополнительные преимущества с теми пакетами, которые обращаются на фондовом рынке (незначительные пакеты).

4. Блокирующий пакет акций обеспечивает присутствие 2-х кандидатов

в совете директоров, и акционеры вынуждены считаться с таким владельцем. Премия за степень контроля в стоимости такого пакета может составлять 10 %. Если пакет обеспечивает полный контроль, рост стоимости может составлять 30 %.

5. Премия за контроль к стоимости контрольных пакетов в российской практике оценки составляет 30-40 %.

СКИДКА НА НЕДОСТАТОЧНУЮ ЛИКВИДНОСТЬ

ЛИКВИДНОСТЬ – способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь и затрат для ее держателей. Высокая ликвидность увеличивает стоимость ценной бумаги, низкая – снижает по сравнению со стоимостью аналогичных, но легкорезализуемых бумаг. Таким образом, стоимость акций ликвидных предприятий (а значит, и стоимость самих предприятий), как правило, выше, чем акций закрытых. С этим положением связано правило: акции ОАО стоят выше акций ЗАО (разница достигает 30-50 %).

Поэтому **СКИДКА НА НЕДОСТАТОЧНУЮ ЛИКВИДНОСТЬ** определяется как величина (или доля в %), на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной ликвидности.

Базовая величина, из которой вычитается скидка на недостаточную ликвидность – стоимость высоколиквидного сопоставимого пакета.

Факторы, изменяющие размер скидки на недостаточную ликвидность

1. Факторы, увеличивающие размер скидки на недостаточную ликвидность:

6. низкие дивиденды или невозможность их выплаты;
7. неблагоприятные перспективы продажи акций предприятия или его самого;
8. ограничения на операции с акциями (например, законодательные ограничения свободной продажи акций закрытых АО);
9. степень контроля (КПА требует меньшей скидки на недостаточную ликвидность, чем миноритарный).

2. Факторы, снижающие размер скидки на недостаточную ликвидность:

- возможность свободной продажи акций или самого предприятия;
- высокие дивиденды.

3. Факторы, влияющие на размер скидки на недостаточную ликвидность неоднозначно:

- размер пакета акций (может как увеличить, так и снизить скидку на недостаточную ликвидность);

4. Иерархия ценных бумаг по инвестиционным качествам (в зависимости от их привлекательности для инвестора. Различия между облигациями, привилегированными и обыкновенными акциями:

- *последовательность возмещения денежных средств при ликвидации*

предприятия: в первую очередь погашается задолженность по облигациям, затем – по привилегированным акциям, в последнюю очередь – по обыкновенным);

- *степень гарантированности выплат*: проценты по облигациям выплачиваются независимо от получения предприятиями прибыли (при ее отсутствии они выплачиваются из резервного фонда); привилегированные акции дают гарантированное право на дивиденды, но в случае наличия финансовых средств для их выплаты (прибыли); обыкновенные акции не имеют гарантированных прав на выплату дивидендов.

Платой за эти различия является разная величина скидки за недостаточную ликвидность: наименьшая – у облигаций, средняя – у привилегированных акций, наибольшая – у обыкновенных акций.

ВОПРОСЫ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЯ

1. Что такое «контрольный пакет акций»? «неконтрольный пакет акций»?
2. Что такое «операционный контроль»? «абсолютный контроль»?
3. Какие методы по определению определяют стоимость контрольного пакета акций? неконтрольного пакета акций?
4. Какие факторы следует учитывать при установлении степени контроля владельца пакета акций?
5. Назовите основные типы инвесторов и их возможности.
6. Охарактеризуйте существующие в теории скидки и премии.
7. Что такое «премия за контроль»?
8. Поясните сущность подходов к оценке пакетов акций: «сверху-вниз», «горизонтальный», «снизу-вверх».
9. Что такое «ликвидность ценной бумаги»?
10. Какие факторы влияют на степень ликвидности?
11. В чем выражена взаимосвязь применения скидок и премий?

СЛОВАРЬ СПЕЦИАЛЬНЫХ ТЕРМИНОВ

АКТИВЫ (лат. *activus* – действенный, деятельный) – это хозяйственные ресурсы или средства, принадлежащие предприятию, использование которых должно принести ему экономические выгоды в будущем.

БЕЗРИСКОВАЯ НОРМА ДИСКОНТА – норма доходности инвестиций, вложенных в предприятие, без риска потери капитала и дохода. Используется как основа для расчета нормы дисконта при расчете стоимости капитала.

БИЗНЕС – это предпринимательская деятельность, направленная на производство и реализацию товаров, услуг, ценных бумаг, денег или других видов разрешенной законом деятельности с целью получения прибыли. Для достижения такой цели должно быть создано предприятие.

БИЗНЕС-ЛИНИЯ – совокупность прав собственности, долгосрочных привилегий (льгот) и конкурентных преимуществ, специального (доменная печь, штукатурная станция) и универсального (административное здание) имущества, технологий, а также контрактов (по поставке сырья и материалов, аренде имущества, найму работников, сбыту продукции и др.), которые обеспечивают возможность получать определенные доходы (поток доходов).

БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕГ (FV) представляет собой ту сумму, в которую превратятся инвестированные в настоящий момент денежные средства (PV) через определенный период времени T с учетом ставки процента E .

ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ СТОИМОСТИ отражают характеристики страны, региона, отрасли, рынка, которые способствуют созданию стоимости предприятия. Они не контролируются предприятием.

ВНУТРЕННИЕ ФАКТОРЫ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ характеризуют текущее состояние компании, а также перспективы ее будущего развития, от которых зависит процесс создания стоимости

ГУДВИЛЛ – это величина, на которую стоимость предприятия превосходит рыночную стоимость его материальных активов и отраженных в бухгалтерской отчетности нематериальных активов; это деловая репутация предприятия, которая не только приносит ему сверхнормативные прибыли, но и требует постоянных немалых дополнительных расходов для своего поддержания.

ДИСКОНТИРОВАНИЕ – приведение будущих сумм денег (FV) к текущему (начальному) периоду с учетом изменения стоимости денег с течением времени, измеряемого нормой дисконта E . Это процесс, обратный наращению.

ДОХОДНЫЙ ПОДХОД – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ – стоимость для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки. В отличие от определения рыночной стоимости, учет возможности отчуждения по инвестиционной стоимости на открытом рынке не обязателен.

ИТОГОВАЯ СТОИМОСТЬ оцениваемого предприятия – экспертное, беспристрастное и обоснованное суждение квалифицированного, профессионального оценщика о денежном эквиваленте потенциальной сделки с объектом оценки.

ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний.

ЗАТРАТЫ – это мера издержек, денежная сумма, необходимая для создания (организации) предприятия. Издержки представляют собой либо ретроспективный факт, либо текущую смету. Когда процесс формирования предприятия завершается, затраты становятся фактом.

КАДАСТРОВАЯ СТОИМОСТЬ – определяемая методами массовой оценки или индивидуально для конкретного объекта оценки рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки.

КАПИТАЛ (лат. capitalis – главный, доминирующий, основной) – это сумма благ в виде материальных, интеллектуальных и финансовых средств, используемых в качестве ресурса в целях производства бóльшего количества благ.

КАПИТАЛИЗАЦИЯ ДОХОДА – процесс пересчета потока будущих доходов с помощью соответствующего этим доходам коэффициента капитализации в единую сумму текущей стоимости, которая и определяет стоимость предприятия.

ЛЕНДЕР (lender) – разновидность кредитора. Предоставляет свои средства, как правило, на долгосрочной основе и на следующих условиях: поставляются только финансовые ресурсы; имеет место предопределенность в поставке ресурсов по объему и срокам; ресурс предоставляется временно на оговоренный срок; предусматриваются и оговариваются условия возврата того же ресурса; ресурс предоставляется на условиях платности.

ЛИКВИДАЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ – расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

ЛИКВИДНОСТЬ – способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь и затрат для ее держателей.

МЕНЕДЖМЕНТ, ОСНОВАННЫЙ НА СТОИМОСТИ (ценностно-ориентированный менеджмент) – это наука и область управленческой деятельности, связанные с разработкой и реализацией решений, направленных на эффективное, с точки зрения создания стоимости, управление рыночной, операционной, финансовой и инвестиционной деятельностью предприятия.

МЕТОД (греч. methodos – путь исследования, теория, учение) – способ достижения какой-либо цели, решения конкретной задачи; совокупность приемов или операций теоретического или практического освоения действительности.

МЕТОД АНАЛИЗА ИЕРАРХИЙ – систематическая процедура для иерархического представления элементов, определяющих суть решения любой проблемы. Он состоит в расчленении (декомпозиции) задачи на более простые составные части и дальнейшей обработке последовательных суждений аналитика попарным сравнением.

МЕТОД ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ – это метод определения рыночной стоимости предприятия как суммы текущей стоимости будущих выгод от владения предприятием. При этом будущие преимущества от владения предприятием представляют собой периодические (ежегодные, ежеквартальные, ежемесячные) поступления в течение периода владения и выручку от продажи предприятия по истечении периода владения (реверсию).

МЕТОД НАКОПЛЕНИЯ АКТИВОВ – определение рыночной стоимости отдельных элементов собственных активов предприятия с последующим их суммированием и вычитанием из полученной суммы скорректированных обязательств предприятия.

МЕТОД ОЦЕНКИ – это последовательность процедур, позволяющая на основе существенной для данного метода информации определить стоимость объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке.

НАРАЩЕНИЕ (компаундинг) – поэтапное увеличение текущей стоимости денежной суммы путем присоединения к ее первоначальному размеру суммы процентов (процентных платежей).

НАТУРАЛЬНЫЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР – это мультипликатор, в знаменателе которого стоит натуральный показатель (объем продаж, производственная мощность и др.).

ОБЪЕКТ-АНАЛОГ объекта оценки – объект, сходный с объектом оценки по основным экономическим, материальным, техническим и др. характеристикам, определяющим его стоимость.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ – это расчет и обоснование стоимости предприятия на определенную дату. Оценка стоимости предприятия представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка.

ПОДХОД К ОЦЕНКЕ – это совокупность методов оценки, объединенных общей методологией.

ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ – целенаправленная деятельность людей, ориентированная на систематическое получение дохода в размерах, покрывающих текущие издержки производства продукции (выполнения работ, оказания услуг) и обеспечивающих их производителю некоторый дополнительный доход (прибыль).

ПРЕДПРИЯТИЕ – это самостоятельный хозяйствующий субъект, обладающий статусом юридического лица и обособленным имуществом, созданный в установленном законом порядке для производства продукции, выполнения работ и оказания услуг в целях удовлетворения общественных потребностей и

получения прибыли. С экономической точки зрения, предприятие можно рассматривать как бизнес-линию (бизнес-единицу).

ПРЕМИЯ ЗА КОНТРОЛЬ – стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций (повышение стоимости контрольного пакета акций над миноритарным пакетом).

ПРИНЦИПЫ ОЦЕНКИ – логика, правила и экономические причины, объясняющие факторы, влияющие на стоимость предприятия. Принципы оценки отражают основные закономерности поведения субъектов рыночной экономики.

РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ – наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

СКИДКА ЗА НЕДОСТАТОЧНУЮ ЛИКВИДНОСТЬ определяется как величина (или доля в %), на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета акций для отражения его недостаточной ликвидности.

СКИДКА ЗА НЕКОНТРОЛЬНЫЙ ХАРАКТЕР ПАКЕТА – величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета в общей стоимости пакета акций предприятия с учетом ее неконтрольного характера.

СОГЛАСОВАНИЕ – анализ альтернативных заключений о стоимости оцениваемого предприятия, полученных на основе различных подходов и отличающихся друг от друга, с целью определения окончательной величины стоимости объекта оценки.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах.

СТАВКА ДИСКОНТА E –

- a) с технической (математической) точки зрения, это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости предприятия;
- b) с экономической точки зрения, это требуемая инвестором ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования (т.е. это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки). Она отражает минимальную норму прибыли предпринимателя (инвестора), при которой он согласен инвестировать капитал в оцениваемое предприятие;
- c) с точки зрения предприятия как самостоятельного юридического лица, это стоимость привлечения предприятием капитала из различных источников.

СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА –

- a) плата за пользование долгосрочным капиталом, который необходим предприятию для осуществления предпринимательской деятельности;

- b) доход, который должны принести инвестиции в предприятие для того, чтобы они себя оправдали;
- c) минимальная норма прибыльности вложенных в предприятие финансовых средств.

СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ – это денежная сумма, которую гипотетический покупатель будет готов заплатить за оцениваемое предприятие. Стоимость представляет ожидаемую цену, которая должна быть результатом определенных условий (сделки).

СТОИМОСТЬ В ОБМЕНЕ (меновая стоимость) – это расчетная (гипотетическая, предполагаемая) денежная сумма, которую потенциальные покупатель и продавец могут считать достаточной для обмена на оцениваемое предприятие в результате моделируемой оценщиком коммерческой сделки в конкретный момент времени (дата оценки).

СТОИМОСТЬ В ПОЛЬЗОВАНИИ (потребительская стоимость) – это денежная сумма, соответствующая уровню полезности предприятия для его собственника или конкретного пользователя, которые не собираются выставлять его на продажу, то есть она отражает намерения, не связанные с куплей-продажей, сдачей в аренду и т.п.

СУБЪЕКТ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ – юридическое или физическое лицо, интересы которого находят отражение в устанавливаемой мере ценности предприятия.

ТЕКУЩАЯ (настоящая, современная) **СТОИМОСТЬ** денег (PV) представляет собой сумму, в которую превратятся будущие денежные суммы (FV), приведенные с учетом определенной ставки процента (дисконтной ставки) к начальному периоду времени.

ФАКТОР СТОИМОСТИ – это любая переменная, влияющая на величину стоимости предприятия.

ФИНАНСОВЫЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР – это мультипликатор, в знаменателе которого стоит один из показателей, отражающих финансовые результаты деятельности предприятия (прибыль, денежный поток, дивидендные выплаты, выручка от реализации и др.).

ЦЕНА ПРЕДПРИЯТИЯ – это денежная сумма, которая была заплачена за предприятие в результате состоявшейся сделки при конкретных обстоятельствах. То есть цена – это фактический показатель, указывающий, какую сумму покупатель заплатил, а продавец получил в соответствии с условиями сделки. Это показатель ретроспективный, достоверный.

ЦЕНОВОЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР – коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и некоторой базой.

СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Акулич, М.В. Оценка стоимости бизнеса / М.В. Акулич. – СПб.: Питер, 2009. – 272 с.
2. Балакин, В.В. Основы оценки бизнеса: учебно-практ. пособие / В.В. Балакин, В.В. Григорьев. – М.: Дело, 2009. – 384 с.
3. Бочаров, В.В. Управление стоимостью бизнеса: учеб. пособие / В.В. Бочаров, И.Н. Самонова, В.А. Макарова. – СПб.: СПбГУЭФ, 2009. – 124 с.
4. Бусов, В.И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник для бакалавров / В.И. Бусов, О.А. Землянский, А.П. Поляков; под общ. ред. В.И. Бусова. – М.: Юрайт, 2012. – 430 с.
5. Валдайцев, С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: учеб. пособие / С.В. Валдайцев. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 720 с.
6. Валдайцев, С.В. Оценка бизнеса: учебник / С.В. Валдайцев. – М.: ТК Велби: Проспект, 2003. – 720 с.
7. Волков, Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д.Л. Волков. – 2-е изд. – СПб.: Высшая школа менеджмента, 2008. – 320 с.
8. Гукова, А.В. Оценка бизнеса для менеджеров: учеб. пособие / А.В. Гукова, И.Д. Аникина. – М.: Омега-Л, 2006. – 176 с.
9. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – 5-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.
10. Егерев, И.А. Стоимость бизнеса: искусство управления: учеб. пособие / И.А. Егерев. – М.: Дело, 2003. – 480 с.
11. Есипов, В.Е. Оценка бизнеса: учеб. пособие для специальности «Финансы и кредит» / В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, В.В. Терехова. – 2-е изд. – СПб.: Питер, 2008. – 457 с.
12. Козырь, Ю.В. Стоимость компании: оценка и управленческие решения / Ю.В. Козырь. – М.: Альфа-Пресс, 2004. – 200 с.
13. Ковалев, А.П. Управление имуществом на предприятии: учеб. пособие / А.П. Ковалев. – М.: Финстатинформ, 2002. – 240 с.
14. Ковалев, А.П. Теория управления корпоративным имуществом: монография / А.П. Ковалев. – М.: Росинформагротех, 2008. – 312 с.
15. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин; пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Олимп-бизнес, 2005. – 576 с.
16. Кудина, М.В. Теория стоимости компании / М.В. Кудина. – М.: Форум: ИНФРА-М, 2010. – 368 с.
17. Масленкова, О.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учеб. пособие / О.Ф. Масленкова. – М.: КНОРУС, 2011. – 288 с.
18. Мерсер, З. Интегрированная теория оценки бизнеса / З. Мерсер, Т. Хармс; под науч. ред. В.М. Рутгайзера; пер. с англ. М.: Маросейка, 2008. – 288 с.
19. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): учебник / под ред. В.И. Кошкина. – М.: ЭКМОС, 2002. – 944 с.
20. Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 736 с.
21. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учеб. пособие / под ред. Н.А. Абдулаева, Н.А. Колайко. – М.: ЭКМОС, 2000. – 346 с.
22. Попков, В.П. Оценка бизнеса: схемы и табл.: учеб. пособие для вузов по направлению «Соц.-эконом. образование» / В.П. Попков, Е.В. Евстафьева. – СПб.: Питер, 2007. – 236 с.
23. Постюшков, А.В. Теория и практика оценочного менеджмента: учеб. пособие / А.В. Постюшков. – М.: Маросейка, 2010. – 380 с.
24. Просветов, Г.И. Оценка бизнеса: задачи и решения: учебно-метод. пособие / Г.И. Просветов. – М.: Альфа-Пресс, 2009. – 238 с.
25. Рутгайзер, В.М. Оценка стоимости бизнеса: учеб. пособие / В.М. Рутгайзер. – М.: Маросейка, 2007. – 448 с.
26. Симионова, Н.Е. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Н.Е. Симионова, Р.Ю. Симионов. – М.; Ростов н/Д: МарТ, 2004. – 464 с.

27. Симионова, Н.Е. Оценка бизнеса: теория и практика / Н.Е. Симионова, Р.Ю. Симионов. – Ростов н/Д: Феникс, 2007. – 576 с.
28. Сычева, Г.И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учеб. пособие / Г.И. Сычева, Е.Б. Колбачев, В.А. Сычев. – Ростов н/Д: Феникс, 2003. – 378 с.
29. Уолш, К. Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании: пер. с англ. / К. Уолш. – 2-е изд. – М.: Дело, 2001. – 360 с.
30. Феррис, К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении: пер. с англ. / К. Феррис, Б. Пешеро. – М.: Вильямс, 2005. – 256 с.
31. Царев, В.В. Оценка стоимости бизнеса: теория и методология: учеб. пособие для вузов по специальности «Финансы и кредит», «Бухгалт. учет, анализ и аудит» / В.В. Царев, А.А. Кантарович. – М.: ЮНИТИ, 2007. – 575 с.
32. Чеботарев, Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учебник / Н.Ф. Чеботарев. – М.: Дашков и К, 2009. – 256 с.
33. Чиркова, Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг / Е.В. Чиркова. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 190 с.
34. Шпилевская, Е.В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): учеб. пособие / Е.В. Шпилевская, О.В. Медведева; под ред. Е.В. Шпилевской. – Ростов н/Д: Феникс, 2010. – 346 с.
35. Щербаков, В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): [для студентов, аспирантов, преподавателей вузов] / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – 4-е изд., перераб. и доп. – М.: Омега-Л, 2012. – 315 с.
36. Эванс, Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп; пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2004. – 332 с.

ПРИМЕРНЫЙ СОСТАВ ИМУЩЕСТВЕННОГО КОМПЛЕКСА ПРЕДПРИЯТИЯ

Недвижимое имущество	Движимое имущество и вложения	Запасы и затраты	Денежные средства и прочие финансовые активы	Нематериальные активы	Прочие активы, не отраженные в балансе
земельный участок; здания сооружения, многолетние насаждения; инженерная инфраструктура; незавершенное строительство; прочие объекты.	машины и оборудование, передаточные устройства, транспортные средства, ВТ, измерительная техника и др.; капитальные вложения и авансы (включая стоимость неустановленного оборудования); долгосрочные финансовые вложения (включая вклады предприятия в доходные активы: акции, паи, облигации, векселя и прочие ценные бумаги др. предприятий); прочие активы	производственные запасы; незавершенное производство; расходы будущих периодов; готовая продукция; товары и прочие запасы и затраты	денежные средства в кассе, на счетах в банках и пр.; краткосрочные финансовые вложения предприятия в доходные активы (пай, акции и др. ценные бумаги) др. предприятий; стоимость отгруженных товаров; дебиторская задолженность и др.	права пользования природными ресурсами; авторские права; льготы и др. имущественные права; регистрируемые объекты «промышленной собственности» (изобретения, патенты, лицензии, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки и т.п.); нерегистрируемые объекты «промышленной собственности» (ноу-хау, научные отчеты и монографии, макеты и опытные образцы, конструкторская и технологическая документация, инструкции и методики по эксплуатации и т.п.); прочие нематериальные активы (бизнес-планы, технико-экономические обоснования, практический опыт организации бизнеса, цена фирменного имени, список клиентов и т.п.)	объекты на консервации; объекты в запасе и резерве; объекты, переданные в аренду или доверительное управление; средства, вложенные предприятием, в т.ч. за рубежом

ВЗАИМОСВЯЗЬ ФАКТОРОВ СТОИМОСТИ И ВНУТРЕННЕЙ СРЕДЫ ПРЕДПРИЯТИЯ



Учебное издание

Галина Сергеевна Староверова
Анатолий Юрьевич Медведев

**ОЦЕНКА И УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ
(ОРГАНИЗАЦИИ)**

Учебное пособие

Редактор И.Т. Куликова

Подписано в печать 15.05.2014 г.
Формат 60х90/16. Бумага офисная.
Печать офсетная. Усл. печ. л. .
Тираж экз. Заказ .

Отпечатано: РИО ВоГТУ
160000, г. Вологда, ул. Ленина, 15.