

image not found or type unknown



Развитие рыночных отношений в российской экономике увеличивает потребность в оценке бизнеса.

Бизнес всегда обладает стоимостью, которую необходимо знать для того, чтобы иметь возможность принимать обоснованные решения в процессе совершения сделок с ним.

Оценка бизнеса – сложный процесс. Бизнес – это конкретная деятельность, организованная в рамках определенной структуры. Главная ее цель – получение прибыли.

Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать, завещать. Таким образом, бизнес становится объектом сделки, товаром со всеми присущими ему свойствами. Как всякий товар, бизнес обладает полезностью для покупателя. Прежде всего, он должен соответствовать потребности в получении доходов. Как и у любого другого товара, полезность бизнеса осуществляется в пользовании. Следовательно, если бизнес не приносит дохода собственнику, он теряет для него свою полезность и подлежит продаже. И если кто-то другой видит новые способы его использования, иные возможности получения дохода, то бизнес становится товаром.

Любой бизнес имеет свою экономико-организационную форму в виде предприятия. **Таким образом, предприятие представляет собой организационно-экономическую форму существования бизнеса и поэтому названные особенности бизнеса как товара присуще и ему. В тоже время, предприятие является объектом гражданских прав и рассматривается как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности (ГК РФ, ст. 132). Предприятие как имущественный комплекс** включает все виды имущества, предназначенного для его деятельности: земельные участки, здания и сооружения, машины и оборудование, сырье и продукцию, нематериальные активы, имущественные обязательства.

Оценка предприятия означает определение в денежном выражении стоимости, которая может быть наиболее вероятной ценой и должна отражать оба свойства

предприятия как товара, т.е. его полезность и затраты, необходимые для реализации этой полезности.

Оценка предприятия, как правило, подчинена решению определенной, конкретной задачи. Наиболее характерные случаи, когда возникает потребность в оценке стоимости предприятия это:

- продажа бизнеса;
- продажа части имущества предприятия (земельных участков, зданий, сооружений);
- реорганизация (слияние, разделение, поглощение и т.п.) и ликвидация предприятия, проводимые как по решению его собственников, так и по решению арбитражного суда при банкротстве предприятия;
- купля-продажа акций предприятия на рынке ценных бумаг;
- купля-продажа доли вклада в уставном капитале товарищества или общества с ограниченной ответственностью;
- при определении величины арендной платы при передаче предприятия в аренду;
- осуществление инвестиционного проекта развития предприятия, когда для его обоснования необходимо знать исходную стоимость предприятия;
- получение кредита под залог имущества предприятия (ипотеки);
- определение налоговой базы для исчисления налога на имущество;
- переоценка основных фондов.

Обоснованность и достоверность оценки стоимости предприятия во многом зависит от того, насколько правильно определена задача и цель оценки, что в свою очередь позволяет оценщику выбрать нужный методический инструментарий для расчетов.

Актуальность данной темы обусловлена пониманием того, что концепция управления предприятием основанная на максимизации его стоимости (стоимости его имущества), как показала жизнь, является одной из самых эффективных, поскольку изменение стоимости предприятия за период, будучи критерием эффективности хозяйственной деятельности, учитывает практически всю

информацию, связанную с его деятельностью. Принимая то или иное управленческое решение, руководство предприятия должно соотносить последствия реализации этого решения на деятельность предприятия, итоговым критерием которой является стоимость.

.Теоретические основы оценки стоимости предприятия (бизнеса)

Практика оценки существовала в России до Октябрьского переворота 1917 года, как и в других наиболее развитых в тот период странах. Однако как самостоятельная дисциплина она сформировалась в тридцатые годы в США.

Переход к рыночной экономике в нашей стране привел к появлению новой профессии, утвержденной Министерством труда Российской Федерации, — оценщик. В соответствии с растущими потребностями в новом виде услуг разрабатываются законодательные и методические основы новой области экономики — оценки собственности. Начало подготовке профессиональных оценщиков в нашей стране было положено Институтом экономического развития Всемирного банка реконструкции и развития. Силами Института осуществлялось обучение, основанное на учебных материалах, разработанных Американским обществом оценщиков. На подобных программах базировались и семинары, проводимые российскими общественными организациями, например Институтом независимых оценщиков. Эти шаги послужили процессу становления и развития оценочной деятельности в России, но их недостатком является ориентация на зарубежные разработки в области оценки, которые в силу специфики российского бизнеса требуют серьезной адаптации.

Мощным импульсом развития оценочной деятельности, стали переоценки основных фондов 1995—1997 гг., в ходе которых разрешалось привлечение независимых экспертных организаций для определения рыночной стоимости имущества предприятий. В последнее время возрастает интерес к проблемам, связанным с оценкой объектов собственности, со стороны как органов власти и управления, так и предпринимателей.

По мере развития и становления оценочного бизнеса, все более явной стала необходимость привлечения к оценке юристов, экономистов-бухгалтеров, строителей-проектировщиков. Оценка бизнеса сегодня — комплекс услуг, который начинается с правовой экспертизы. Затем идет финансовый анализ и при необходимости — корректировка баланса, разработка проектов реструктуризации и реконструкции. Заканчивает процесс оценщик, который обобщает работу других

специалистов и дает рекомендации по наиболее эффективному управлению предприятием.

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

В условиях нестабильности российской экономики, отражающейся на положении российских предприятий на рынке, оценка стоимости предприятия и его активов приобретает особое значение. Независимая оценка может применяться даже на этапе создания предприятия, когда речь идет о взносе в уставный капитал.

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

Объектом оценки является любая собственность, т.е. любое имущество в совокупности с пакетом связанных с ним прав. Согласно ст. 5 Федерального закона от 29.07.1998 № 135-ФЗ (ред. от 18.07.09) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» объектом оценки могут быть:

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

Субъектами оценки выступают физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций оценщиков и застраховавшие свою ответственность в соответствии с требованиями настоящего Федерального закона.

В соответствии с законодательством оценщик обязан:

- быть членом одной из саморегулируемых организаций оценщиков;
- соблюдать при осуществлении оценочной деятельности требования настоящего Федерального закона, других федеральных законов и иных нормативных правовых актов Российской Федерации, федеральные стандарты оценки, а также стандарты и правила оценочной деятельности, утвержденные саморегулируемой организацией оценщиков, членом которой он является;
- соблюдать правила деловой и профессиональной этики, установленные саморегулируемой организацией оценщиков (далее - правила деловой и профессиональной этики), членом которой он является, а также уплачивать взносы, установленные такой саморегулируемой организацией оценщиков;
- сообщать заказчику или юридическому лицу, с которым он заключил трудовой договор, о невозможности своего участия в проведении оценки вследствие возникновения обстоятельств, препятствующих проведению объективной оценки;
- обеспечивать сохранность документов, получаемых от заказчика и третьих лиц в ходе проведения оценки;
- представлять заказчику информацию о членстве в саморегулируемой организации оценщиков;
- представлять саморегулируемой организации оценщиков информацию о юридическом лице, с которым он заключил трудовой договор, в том числе информацию о соответствии такого юридического лица условиям, установленным статьей 15.1 настоящего Федерального закона, а также сведения о любых изменениях этой информации;
- представлять по требованию заказчика страховой полис и подтверждающий получение профессиональных знаний в области оценочной деятельности документ об образовании;
- не разглашать конфиденциальную информацию, полученную от заказчика в ходе проведения оценки, за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации;
- в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, предоставлять копии хранящихся отчетов или содержащуюся в них информацию правоохранительным, судебным, иным уполномоченным государственным органам по их требованию;

— по требованию заказчика предоставлять заверенную саморегулируемой организацией оценщиков выписку из реестра членов саморегулируемой организации оценщиков, членом которой он является.

Чтобы оценить бизнес, оценщик должен знать:

— подходы, методы и стандарты оценки;

— нормативные и правовые акты в сфере оценочной деятельности и бизнеса (законы, приказы, постановления, правила и нормы охраны труда, техники безопасности, производственной санитарии и противопожарной защиты и др.);

— экономическое окружение бизнеса (цены, изменение и соотношение цен, ставки арендной платы, налогов, лизинговых платежей и др.);

— экономику предприятия, основы организации и технологии строительства, производства промышленной, сельскохозяйственной и другой продукции, услуг;

— требования к составу и эффективному использованию имущественного комплекса в разных сферах хозяйствования;

— финансовый учет и отчетность предприятия, методики финансового анализа.

Оценщики в своей деятельности должны руководствоваться стандартами оценки.

Стандарты оценки — правила оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности, разрабатываемые и утверждаемые в соответствии с законодательством.

В соответствии с федеральным законом от 27.07.2006 N 157-ФЗ, российские оценщики учитывают международные и европейские стандарты. Международные стандарты оценки (МСО) разрабатываются международным комитетом по стандартам оценки (МКСО), европейские стандарты оценки (ЕСО) — Европейской группой ассоциаций оценщиков (ЕГАО). Российское общество оценщиков (РОО) является полномочным представителем РФ в МКСО.

Анализируя опыт работы отечественных оценочных компаний, можно отчетливо проследить как изменение целей заказываемой оценки, так и все возрастающий уровень требований к качеству работы.

Требований, предъявляемых к оценке, и оснований, по которым она проводится, столько же, сколько клиентов, заказывающих оценку. В широком смысле оценка представляет собой обоснованный расчет определенного вида стоимости. Специфические требования клиента каждый раз придают конкретные очертания составляемому отчету об оценке. Качество отчета при этом основывается, главным образом, на знаниях и опыте, личной честности и объективности лица, выполняющего оценку.

Можно сделать вывод, что за последние 15 лет оценка сложилась как профессия, которая базируется на стандартах профессиональной практики в условиях развивающегося законодательного регулирования оценочной деятельности.

1.1 Объект оценки стоимости предприятия (бизнеса)

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

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

Предприятие — производственно-экономический и имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие является объектом гражданских прав и рассматривается как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности[4].

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

В случае оценки стоимости бизнеса для собственников или менеджеров существует один преимущественный аспект - в качестве объекта оценки стоит использовать вещное право (право собственности или какое-либо другое) на пакет

акций (в случае оценки ОАО или ЗАО), на долю учредителя (при оценке ООО), на пай (при оценке кооператива).

Оценка рыночной стоимости предприятия означает определение в денежном выражении стоимости, которая наиболее правильно отражает свойства предприятия как товара, то есть его полезность для потенциального покупателя и затраты, необходимые для получения этой полезности.

Однако, понимание предприятия, как имущественного комплекса, не совпадает с понятием «бизнес». Принято считать, что бизнес – это действующее предприятие и его стоимость превосходит стоимость имущественного комплекса на величину так называемых неосязаемых активов, неотделимых от кадрового потенциала предприятия (налаженные связи и взаимоотношения с клиентами, связи в государственных органах и другие нерегистрируемые (внебалансовые) активы, включая ценность доброго имени (гудвилл)) [5].

Именно наличием неосязаемых активов определяется рыночная привлекательность фирм с отрицательным балансовым собственным капиталом.

Однако бизнес не является объектом гражданских прав (ст. 128 ГК РФ). Таким образом, в случае оценки стоимости бизнеса для собственников или менеджеров в качестве объекта оценки стоит использовать вещное право (право собственности или какое-либо другое) на пакет акций (в случае оценки ОАО или ЗАО), на долю учредителя (при оценке ООО), на пай (при оценке кооператива).

Исходя из вышеизложенного, суть методологии, применяемой при оценке рыночной стоимости предприятий, может быть сформулирована следующим образом: стоимость предприятий в условиях рыночной экономики определяется его активами (включая неосязаемые) с учетом привлекательности предприятия для инвестиций[6].

Данная методология реализует системный подход к определению стоимости, когда предприятие рассматривается как сложно организованный объект – система, а его стоимость определяется исходя из системного представления его функционирования, то есть, стоимость предприятия больше суммы стоимостей его элементов на величину так называемого системного эффекта. Реализация данной методологии состоит в анализе данного предприятия как объекта для инвестиций и определении комплекса стоимостных показателей, адекватно отражающих стоимость предприятия.

1.2 Цели и задачи стоимости предприятия (бизнеса).

Целью оценки любого объекта оценки является определение конкретного вида стоимости. Виды стоимости, определяемые в ходе оценки, перечислены в стандартах оценки, обязательных к применению на территории РФ (утверждены Постановлением Правительства РФ № 519 от 6.07.2001г (в ред. Постановления Правительства РФ от 14.12.2006 N 767)).

К видам стоимости относятся: рыночная стоимость - наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Кроме рыночной стоимости в стандартах оценки приводится ряд видов стоимости, которые могут применяться для целей оценки:

- а) стоимость объекта оценки с ограниченным рынком - стоимость объекта оценки, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров;
- б) стоимость замещения объекта оценки - сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, с учетом износа объекта оценки;
- в) стоимость воспроизводства объекта оценки - сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки, с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки;
- г) стоимость объекта оценки при существующем использовании - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из существующих условий и цели его использования;
- д) инвестиционная стоимость объекта оценки - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях;

е) стоимость объекта оценки для целей налогообложения - стоимость объекта оценки, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов (в том числе инвентаризационная стоимость);

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

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

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

Для определения реального состояния дел на предприятии оценщику необходимо выяснить:

- какие цели ставит перед собой предприятие (выжить или развиваться);
- пользуется ли спросом продукция предприятия, сильна ли конкуренция и каково прогнозное состояние спроса и уровня конкурентной борьбы в отрасли;
- есть ли возможность повышать цену на продукцию;
- каково финансовое состояние и т.д.

Основные цели оценки бизнеса:

- купля-продажа;
- решение вопроса о частичной или полной купле-продаже бизнеса, при выходе одного или нескольких участников из обществ и т.д.;
- выход на фондовые рынки;
- определение стоимости ценных бумаг предприятия в случае их купли-продажи на фондовом рынке и проведения различного рода операций с ними;

- определение максимально приемлемых цен приобретения акций поглощаемых компаний;
- реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, поглощение, выделение и т.д.);
- оценка качества управления предприятием;
- повышение эффективности управления предприятием;
- внесение имущества в уставный капитал предприятия;
- решение имущественных споров;
- обоснование инвестиционных проектов развития предприятия;
- управление финансами предприятия: оценка кредитоспособности, определение стоимости доли предприятия как залога при кредитовании;
- страхование активов и деловых рисков;
- антикризисное управление, осуществление процедуры банкротства;
- оценка стоимости части имущества предприятия (в целях решения вопроса о купле-продаже части имущества для высвобождения неиспользуемых активов или расчетов с кредиторами в случае некредитоспособности, для получения кредита под залог части имущества, для страхования, передачи недвижимости в аренду, определения базы налога на имущество, оформления части недвижимости в качестве вклада в уставный капитал другого предприятия);
- оценка стоимости фирменного знака или других средств индивидуализации предприятия и его продукции или услуг (при их перекупке, приобретении другой фирмой, при установлении нанесенного деловой репутации предприятия ущерба, при использовании в качестве вклада в уставный капитал и др.);
- выкуп акций у акционеров;
- обжалование судебного решения об изъятии собственности, когда возмещение от изъятия бизнеса необоснованно занижено;
- определение величины арендной платы при сдаче бизнеса в аренду;
- эмиссия акций обществом.

Стоит, что существуют и обязательные случаи оценки, связанные с оценкой бизнеса (внесение вклада в уставный капитал неденежными средствами свыше 200 МРОТ, дополнительная эмиссия акций, банкротство предприятия и т.д.).

1.3 Процесс оценки стоимости предприятия (бизнеса).

Процесс оценки – это последовательность действий, выполняемых в ходе определения стоимости. Он состоит из нескольких этапов:

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

Рассмотрим перечисленные этапы с учетом особенностей оценки бизнеса (рис. 1).

Этапы оценки бизнеса.

Определение объекта

Описание объекта	Права на объект	Дата оценки	Цель оценки	База оценки	Ограничивающие условия
------------------	-----------------	-------------	-------------	-------------	------------------------

Заключение договора об оценке

Предварительный осмотр объекта	Определение типа источников требуемых данных	Подбор персонала	Разработка плана проведения оценки	Составление и подписание договора об оценке	Оплата
--------------------------------	--	------------------	------------------------------------	---	--------

Сбор и проверка данных

Внешняя информация Внутренняя информация

Финансовый анализ

Корректировка финансовой
отчетности в целях оценки

Анализ финансовых
отчетов

Анализ финансовых
коэффициентов

Выбор и применение подходов к оценке

Сравнительный Затратный Доходный

Приведение результатов к итоговой оценке стоимости

Согласование отчета об оценке

Рис. 1.

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

— объект оценки описывают на основе соответствующих юридических документов, подтверждающих права на имущество, учитывается состав имущества, его местоположение, особенности бизнеса;

— устанавливаются связанные с объектом имущественные права, отношения собственности;

— определяется дата проведения оценки — календарная дата, по состоянию на которую следует выяснить стоимость объекта оценки;

— указывается цель оценки объекта, которая, как правило, заключается в определении оценочной стоимости, необходимой заказчику для принятия им обоснованных решений относительно инвестирования, переоценки, продажи,

взятии кредита под залог и т.д.;

— устанавливается вид стоимости, который необходимо определить в соответствии с поставленной целью;

— формулируются ограничивающие- условия — заявления в отчете, описывающие препятствия или обстоятельства, которые влияют на оценку стоимости имущества.

Стоимость бизнеса и любого другого имущества меняется со временем, поэтому важным является установление даты оценки. Возможно проведение оценки на уже прошедшую дату, а вот дата составления отчета об оценке в соответствии с законодательством должна быть только текущей.

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

Если к предприятию применена процедура банкротства, дата оценки может устанавливаться на момент подачи в арбитражный суд заявления о признании должника банкротом. Применительно к отдельным этапам банкротства при определении состава и размера обязательств должника Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» придает юридическое значение не дате подачи в суд заявления, а моменту принятия судом решения или определения о введении соответствующей процедуры. Например, при проведении процедуры внешнего управления мораторий на удовлетворение требований кредиторов распространяется на обязательства, сроки исполнения которых наступили до введения внешнего управления, введении конкурсного производства срок исполнения всех обязательств должника, а также отсроченных обязательных платежей считается вступившим в силу с момента принятия судом решения о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства.

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

Требования к договору содержатся в ст. 10 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Договор между оценщиком и заказчиком заключается в письменной форме и не требует нотариального удостоверения. Договор должен содержать:

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

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

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

Оплата работ на начальном этапе процесса оценки, во-первых, способна защитить оценщика от возможного воздействия заказчика относительно желаемой им величины стоимости объекта оценки и, во-вторых, обеспечивает оценщика денежными средствами, необходимыми для проведения работ по оценке. Это могут быть затраты на покупку информации (например, в отделе статистики), привлечение сторонних специалистов (аудиторов для проверки финансовой отчетности, специалистов по технической экспертизе для определения физического износа, сметчиков для определения стоимости строительства объектов оценки и др.).

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

оцениваемого бизнеса.

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

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

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

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

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

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

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

обосновать. Традиционных подходов к оценке три:

1) сравнительный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация

о ценах сделок с ними;

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

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

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

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

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

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

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

Конкретные методы оценки в рамках каждого из этих подходов выбираются в соответствии с особенностями ситуации (экономические особенности оцениваемого объекта, цели оценки и др.). При выборе подхода учитывается, что

подходы основываются на данных, собранных на одном и том же рынке, но каждый имеет дело с различными аспектами рынка.

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

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

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

Оформление отчета об оценке стоимости предприятия (бизнеса).

Отчет об оценке — документ, содержащий обоснование мнения оценщика о стоимости имущества. При составлении отчета об оценке оценщик обязан использовать информацию, обеспечивающую достоверность отчета об оценке как документа, содержащего сведения доказательственного значения.

Отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. Своевременное составление в письменной форме и передача заказчику отчета об оценке объекта является надлежащим исполнением оценщиком обязанностей, возложенных на него договором.

Общие требования к оформлению результатов оценки установлены Федеральным законом от 29.07.1998 № 135-ФЗ (ред. от 18.07.09) «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Согласно ст. 11 указанного Закона «отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. В отчете в обязательном порядке указываются дата проведения оценки объекта оценки, используемые стандарты оценки, цели и задачи проведения оценки объекта оценки, а также приводятся иные сведения, которые необходимы для полного и

недвусмысленного толкования результатов проведения оценки объекта оценки, отраженных в отчете». Если при проведении оценки определяется не рыночная стоимость, а иные виды стоимости, в отчете должны быть указаны критерии их установления и причины отступления от возможности определения рыночной стоимости.

В отчете должны быть указаны (ст. 11 Закона об оценочной деятельности):

- дата составления и порядковый номер отчета;
- основание для проведения оценщиком оценки объекта оценки;
- юридический адрес оценщика и сведения о выданной ему лицензии на осуществление оценочной деятельности по данному виду имущества;
- точное описание объекта оценки, а в отношении объекта оценки, принадлежащего юридическому лицу, — реквизиты юридического лица и балансовая стоимость данного объекта оценки;
- стандарты оценки для определения соответствующего вида стоимости объекта оценки, обоснование их использования при проведении оценки данного объекта, перечень использованных при проведении оценки объекта данных с указанием источников их получения, а также принятые при проведении оценки объекта допущения;
- последовательность определения стоимости объекта оценки и ее итоговая величина, а также ограничения и пределы применения полученного результата;
- дата определения стоимости объекта оценки;
- перечень документов, используемых оценщиком и устанавливающих количественные и качественные характеристики объекта оценки.

Отчет может содержать и иные сведения, являющиеся, по мнению оценщика, существенно важными для полноты отражения примененного им метода расчета стоимости конкретного объекта оценки. Отчет собственноручно подписывается оценщиком и заверяется его печатью. Для проведения оценки отдельных видов объектов оценки законодательством Российской Федерации могут быть предусмотрены специальные формы отчетов.

В случае наличия спора о достоверности величины рыночной или иной стоимости объекта оценки, установленной в отчете, в том числе и в связи с имеющимся иным отчетом об оценке этого же объекта, указанный спор подлежит рассмотрению судом в порядке, установленном законодательством Российской Федерации.

Оценщик имеет право запрашивать в письменной или устной форме у третьих лиц информацию, необходимую для проведения

оценки объекта оценки, за исключением информации, являющейся государственной или коммерческой тайной. Если отказ в предоставлении указанной информации существенным образом влияет на достоверность оценки объекта оценки, оценщик должен указывать это в отчете. Оценщик не должен разглашать конфиденциальную информацию, полученную от заказчика в ходе проведения оценки объекта оценки, за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации.

В соответствии с постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 № 519 (в ред. Постановления Правительства РФ от 14.12.2006 N 767) «Об утверждении стандартов оценки» итоговая величина стоимости объекта оценки, указанная в отчете об оценке, составленном в порядке и на основании требований, установленных Законом об оценочной деятельности, стандартами оценки и нормативными актами по оценочной деятельности уполномоченного органа по контролю за осуществлением оценочной деятельности в Российской Федерации, может быть признана рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом оценки, если с даты составления отчета об оценке до даты совершения сделки с объектом оценки или даты представления публичной оферты прошло не более шести месяцев.[15]

Недобросовестность оценщика может привести к значительным финансовым потерям со стороны его клиентов, банков-кредиторов. Оценщик должен составлять и передавать заказчику отчеты об оценке имущества в установленные договором сроки и хранить копии отчетов об оценке в течение трех лет.

Результаты оценки действительны только для указанной даты оценки и заявленной цели. Оценщик, подписавший отчет об оценке, несет ответственность за заявления, сделанные в отчете об оценке.

Метод капитализации дохода используется в случае, если ожидается, что будущие чистые доходы приблизительно будут равны текущим или темпы их роста будут умеренными и предсказуемыми. Причем доходы являются достаточно

значительными положительными величинами, т.е. бизнес будет стабильно развиваться.

Метод дисконтированных будущих денежных потоков используется, когда ожидается, что будущие уровни денежных потоков существенно отличаются от текущих, можно обоснованно определить будущие денежные потоки, прогнозируемые будущие денежные потоки являются положительными величинами для большинства прогнозных лет, ожидается, что денежный поток в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной[16].

В зависимости от характера оцениваемого предприятия, доли акционеров в его капитале или ценных бумаг, а также других факторов, Оценщик может в качестве ожидаемых доходов рассматривать чистый денежный поток, дивиденды, различные формы прибыли.

При использовании метода капитализации, репрезентативная величина доходов делится на коэффициент капитализации для перерасчета доходов предприятия в его стоимость. Коэффициент капитализации может быть рассчитан на основе ставки дисконтирования (с вычитанием из ставки дисконтирования ожидаемых среднегодовых темпов прироста денежного потока). Метод капитализации дохода наиболее употребим в условиях стабильной экономической ситуации, характеризующейся постоянными равномерными темпами прироста дохода.

Когда не удастся сделать предположение в отношении стабильности дохода и/или их постоянных равномерных темпов прироста, используются методы дисконтированных денежных потоков, которые основаны на оценке доходов в будущем для каждого из нескольких временных промежутков. Эти доходы затем пересчитываются в стоимость путем использования ставки дисконтирования и техники текущей стоимости.

Особенностью метода дисконтированных денежных потоков и его главным достоинством является то, что он позволяет учесть несистематические изменения потока доходов, которые нельзя описать какой-либо математической моделью. Данное обстоятельство делает привлекательным использование метода дисконтированных денежных потоков в условиях российской экономики, характеризующейся сильной изменчивостью цен на готовую продукцию, сырье, материалы и прочие компоненты, существенным образом влияющие на стоимость оцениваемого предприятия.

Еще одним аргументом, выступающим в пользу применения метода дисконтированного денежного потока, является наличие информации, позволяющей обосновать модель доходов (финансовая отчетность предприятия, ретроспективный анализ оцениваемого предприятия, данные маркетингового исследования рынка услуг связи, планы развития компании).

При подготовке исходных данных для оценки с помощью доходного подхода применяется финансовый анализ предприятия, поскольку с его помощью можно оценить особенности развития предприятия, в т.ч.:

- темпы роста;
- издержки, доходность;
- требуемую величину собственного оборотного капитала;
- величину задолженности;
- ставку дисконтирования.

Метод дисконтированных денежных потоков.

В целом процедура определения стоимости бизнеса на основе метода дисконтирования денежного потока включает в себя, как правило, следующие этапы:

- выбор длительности прогнозного периода;
- выбор типа денежного потока, который будет использоваться для расчета;
- выполнение анализа валовых доходов предприятий и подготовка прогноза валовых доходов в будущем с учетом планов развития оцениваемой организации;
- выполнение анализа расходов предприятия и подготовка прогноза расходов в будущем с учетом планов развития оцениваемой организации;
- выполнение анализа инвестиций и подготовка их прогноза;
- расчет денежного потока для каждого периода;
- определение соответствующей ставки дисконтирования;

- расчет остаточной стоимости (стоимости денежных потоков в постпрогнозном периоде);
- расчет текущей стоимости будущих денежных потоков, остаточной стоимости, и их суммарное значение;
- внесение заключительных поправок;
- выполнение процедуры проверки[17].

Выбор длительности прогнозного периода.

В качестве прогнозного принимается период, который должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются (предполагается, что в остаточный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или одноуровневый бесконечный поток доходов). В практике оценки принято считать продолжительность периода равным 3-5 годам. С учетом не стабильной ситуации в экономике России чаще всего применяют период равный 3 годам.

Выбор вида (типа) денежного потока.

Необходимость выбора денежного потока, на основе которого будет определена стоимость бизнеса, связана с разной степенью риска, присущего финансовым и операционным потокам. В зависимости от цели оценки, поставленной в задании, в качестве предмета рассмотрения могут использоваться различные денежные потоки. Существует 2 основных вида денежных потоков:

- бездолговой денежный поток;
- денежный поток для собственного капитала.

Бездолговой денежный поток не учитывает суммы выплат процентов по кредиту и увеличение или уменьшение задолженности. Данный вид потока рассматривается с целью определения эффективности вложения капитала в целом. Полученные суммарные величины сопоставляются с полными инвестициями в бизнес, независимо от происхождения последних (т.е. оценивается стоимость собственного и заемного капитала).

Бездолговой денежный поток = Чистый доход (+ выплаты %, скорректированные на ставку налогообложения) + Амортизация - Прирост чистого оборотного капитала + Снижение чистого оборотного капитала - Капитальные вложения

+ Изъятия вложений. (1)

Денежный поток для собственного капитала принимает во внимание изменение (как рост, так и уменьшение) долгосрочной задолженности. С помощью данного вида денежного потока оценивается стоимость только собственного капитала.

Денежный поток для собственного капитала = Чистый доход после уплаты налогов + Амортизация + Увеличение долгосрочной задолженности - Уменьшение долгосрочной задолженности - Прирост чистого оборотного капитала + Снижение чистого оборотного капитала - Капитальные вложения + Изъятия вложений. (2)

Для каждого вида денежного потока существует свой тип ставки дисконтирования, связанной с определенными рисками:

Бездолговой денежный поток – средневзвешенная стоимость капитала.

Денежный лоток для собственного капитала – стоимость капитала собственника.

Учитывая необходимость привлечения долгосрочного кредита для осуществления программы расширения бизнеса предприятия, для целей проведения оценки нами был выбран денежный поток для собственного капитала. Полученный в ходе проведения расчетов результат можно интерпретировать следующим образом: оцененная доходным подходом стоимость бизнеса представляет собой стоимость действующего предприятия после вычета всех долговых обязательств», имеющих у него на дату оценки.

Определение размера денежного потока.

Для определения размера денежного потока составляется прогноз валовых доходов и расходов предприятия за каждый временной промежуток прогнозного периода.

Для определения валовых доходов на основе анализа ретроспективных данных по предприятию, общеэкономических перспектив, перспектив развития отрасли с учетом конкуренции, спроса на услуги, планов менеджмента, готовится прогноз в отношении следующих факторов:

- перечень предлагаемых услуг;
- объем предоставления услуг по каждому направлению, цены на услуги;

- влияния инфляции на цены;
- производственных мощностей и их расширения.

Для определения величины затрат анализируются следующие данные:

- постоянные и переменные издержки, их соотношение;
- влияние инфляции на затраты;
- единовременные затраты и чрезмерные статьи расходов, имевшие место в прошлом, но которые в будущем не встретятся;
- будущие ставки налогов;
- амортизация, который определяется на основе имеющихся на текущий момент активов предприятия и анализа их будущего прироста и выбытия;
- условия кредитных линий (в модели потока для собственного капитала)[18].

Составление прогноза инвестиций.

Поскольку капиталовложения непосредственным образом влияют на конечную величину денежного потока, в целях оценки необходимо провести инвестиционный анализ, который включает следующие компоненты:

- капиталовложения с целью замены основных активов предприятия по мере их износа, а также приобретения и строительства новых активов для расширения производственных мощностей в будущем;
- собственный оборотный капитал предприятия (сумма начального собственного оборотного капитала и дополнительного собственного оборотного капитала, необходимого для финансирования будущего роста предприятия);
- изменение остатка долгосрочной задолженности (получение и погашение ссуд) – в случае, если для расчетов выбрана модель денежного потока для собственного капитала.

В нашем случае, план капиталовложений соответствует программе расширения предприятия с учетом параметров долгосрочного кредита, поскольку именно долгосрочный долг является основой для начала расширения предприятия в прогнозный период.

Определение ставки дисконтирования.

Ставка дисконтирования – это ожидаемая ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или, другими словами, это ожидаемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Ставка дисконтирования рассчитывается на той же основе, что и денежный поток, к которому она применяется. Для денежного потока собственного капитала применяется дисконт, равный требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал. Для бездолгового денежного потока применяется дисконт, равный сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала[19].

Существуют различные методики определения ставки дисконтирования, наиболее распространенными из которых являются:

- для денежного потока собственного капитала:
 - модель оценки капитальных активов;
 - кумулятивный подход.
- для бездолгового денежного потока:
 - модель средневзвешенной стоимости капитала.

Кумулятивный метод определения ставки дисконтирования основан на экспертной оценке рисков, связанных с вложением средств в оцениваемый бизнес.

Кумулятивный метод наилучшим образом учитывает все виды рисков инвестиционных вложений, связанные как с факторами общего для отрасли и экономики характера, так и со спецификой оцениваемого предприятия. Для определения ставки дисконтирования к безрисковой ставке дохода прибавляются дополнительные премии за риск вложения в предприятие по следующим факторам указанным

При этом известно, что увеличение нормы дохода происходит по мере повышения степени риска инвестиций.

Последовательность шагов

- ü определить очищенную от риска норму дохода;
- ü определить премии за риск вложения в предприятие по дополнительным факторам;
- ü просуммировать эти значения.

Ставка дисконтирования рассчитана методом кумулятивного построения по формуле:

$$, \quad (3)$$

где: I^0 – безрисковая ставка;

K_p – компенсации за риск вложения в объект оценки.

Определение очищенной от риска нормы дохода.

Для инвестора безрисковая ставка представляет собой альтернативную ставку дохода, которая характеризуется практическим отсутствием риска и высокой степенью ликвидности. В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике обычно используется ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям или векселям) с аналогичными исследуемому проекту горизонтом инвестирования. Для оценки российских компаний может быть принята ставка по вложениям с наименьшим уровнем риска, (например, ставка по валютным депозитам в Сбербанке или других наиболее надежных банках, либо доходность ООВЗ (ВЭБ)). Рассмотрим один из

Премии за риск вложения в предприятие.

Метод оценки капитальных активов (САРМ). Модель оценки капитальных активов (САРМ) основана на предположении, что инвестор, вкладывая средства в той или иной степени рискованный бизнес, стремится к получению дополнительных доходов по сравнению с гарантированными доходами от безрисковых инвестиций. Дополнительный доход связан с более высокой степенью риска. Модель оценки капитальных активов позволяет измерить дополнительный ожидаемый доход для активов[20].

В соответствии с моделью оценки капитальных активов ставка дисконтирования находится по формуле:

, (4)

где: R – ставка дисконтирования или ожидаемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;

R_f – безрисковая ставка дохода;

β – коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

R_m – среднерыночная ставка дохода;

$R_m - R_f$ – рыночная премия за вложения в рискованный инвестиционный актив.

Данная модель является наиболее объективной (поскольку основана на реальной рыночной информации, а не на экспертной оценке) и широко используется в странах с развитыми рыночными отношениями. Однако, в условиях российского рынка, применение данной модели требует корректировки: в западной практике за очищенную от риска ставку дохода R_f обычно принимается ставка по государственным облигациям; считается, что государство является самым надежным гарантом по своим обязательствам (вероятность банкротства, как в случае рассмотрения предприятий частного сектора, исключается). Однако, как показывает практика, в условиях России государственные ценные бумаги не могут считаться безрисковыми. По мнению экспертов, достаточно объективные результаты могут быть получены на основе безрисковой ставки, существующей на Западе, если определение ставки дисконтирования основано на данных по западным компаниям, с прибавлением к ней странового риска с целью учета реальных условий инвестирования, имеющих место в России.

Кроме того, для определения конечной ставки дисконтирования необходимо внести ряд поправок:

- корректировка на премию для малых предприятий, которая вносится ввиду того, что при расчете рыночной премии и коэффициента бета используются данные, полученные при изучении риска инвестирования в крупные компании, акции которых котируются на фондовых биржах;
- если при оценке компании обнаруживается, что ей присущ специфический риск, связанный с характером ее деятельности, то необходимо также добавить премию за риск, характерный для отдельной компании.

Таким образом, окончательный вид формулы для определения ставки дисконтирования скорректирован на дополнительные поправки:

(5)

где: S_1 – премия для малых предприятий;

S_2 – премия за риск, характерный для отдельной компании;

C – страновой риск.

Коэффициент Бета служит мерой систематического риска и, в общем, показывает чувствительность ценных бумаг к колебаниям рынка в будущем. Коэффициент Бета больше единицы, если относительный риск по акциям конкретной компании или отрасли превышает среднерыночный, и меньше 1, если относительный уровень риска ниже среднего. Можно ожидать, что у промышленных фирм, имеющих ярко выраженную цикличность спроса или высокие фиксированные затраты, бета-коэффициент будет выше, чем у фирм с более стабильным спросом или более гибкой структурой затрат.

При проведении процедуры дисконтирования необходимо учитывать, как денежные потоки поступают во времени (в начале каждого периода, в конце каждого периода, равномерно в течение года, и т.д.).

Формула текущей стоимости получаемой в будущем денежной единицы имеет следующий вид:

- для конца периода

, (6)

- для середины периода

(7)

где n – число периодов.

В наших расчетах принято, что дисконтирование денежных потоков произведено по формуле текущей стоимости для середины периода.

Определение остаточной стоимости бизнеса.

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

Расчет стоимости в после прогнозный период может быть произведен несколькими методами в зависимости от планируемых изменений, которые вероятны в после прогнозный период. Существуют следующие методы расчетов:

- по ликвидационной стоимости – данный метод используется в том случае, если в после прогнозный период ожидается банкротство компании с последующей перепродажей имеющихся активов. При расчете ликвидационной стоимости необходимо принять во внимание расходы, связанные с ликвидацией, и скидку на срочность (при срочной ликвидации);
- по стоимости чистых активов – техника расчетов аналогична расчетам ликвидационной стоимости, но не учитывает затрат на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов компании. Данный метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются накопленные активы;
- метод «предполагаемой продажи» – состоит в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний;
- модель Гордона – капитализирует годовой доход послепрогнозного периода в показатель стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами прироста. При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконтирования. Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины амортизации и капиталовложений равны. Кроме того, предполагается, что стратегия развития бизнеса не изменится[21].

Поскольку по истечении прогнозного периода предполагается дальнейшее стабильное развитие бизнеса, при определении остаточной стоимости компании используется модель Гордона.

Расчет остаточной стоимости в соответствии с моделью Гордона производится по формуле:

, (8)

где: $V_{\text{ост}}$ – остаточная стоимость бизнеса;

CF – денежный поток доходов за последний год прогнозного периода;

R – ставка дисконтирования для собственного капитала;

d – долгосрочные темпы прироста.

Полученную таким образом остаточную стоимость бизнеса на конец прогнозного периода приводят к текущим стоимостным показателям.

Итоговая величина стоимости бизнеса состоит из двух составляющих:

- текущей стоимости денежных потоков в течение прогнозного периода;
- текущего значения стоимости в послепрогнозный период.

Внесение заключительных поправок

Для определения обоснованной рыночной стоимости предприятия полученная величина текущих значений денежных потоков (включая реверсию) корректируется на ряд поправок:

- плюс стоимость избыточных и неоперационных активов, которые не принимают участия в формировании денежного потока,
- плюс (минус) избыток {недостаток} чистого оборотного капитала;
- минус скрытые обязательства предприятия (например, стоимость природоохранных мероприятий), плюс скрытые резервы;
- плюс стоимость социальных активов в случае их использования доходным образом или минус издержки на их содержание в случае затратного характера данного вида активов.

Итоговая проверка заключается в возврате к предыдущим этапам, проверке математических расчетов, обоснованности принятых допущений, сопоставлении

запланированных данных с имеющимися и т.д.

Метод капитализации дохода.

Метод капитализации прибыли (денежного потока) является одним из вариантов доходного подхода к оценке бизнеса действующего предприятия. Как и другие варианты доходного подхода, он основан на базовой посылке, в соответствии с которой стоимость доли собственности в предприятии равна текущей стоимости будущих доходов, которые принесет эта собственность. Сущность данного метода выражается формулой:

(9)

Метод капитализации прибыли в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины прибыли (или темпы ее роста будут постоянными).

В отличие от оценки недвижимости в оценке бизнеса данный метод применяется довольно редко из-за значительных колебаний величин прибылей или денежных потоков по годам, характерных для большинства оцениваемых предприятий.

Основные этапы применения метода.

Практическое применение метода капитализации прибыли предусматривает следующие основные этапы:

1. Выбор величины прибыли (или денежного потока), которые будут капитализированы.
2. Расчет адекватной ставки капитализации.
3. Определение предварительной величины стоимости.
4. Проведение поправок на наличие нефункционирующих активов (если таковые имеются).

Выбор величины прибыли (денежного потока).

Данный этап фактически подразумевает выбор периода текущей производственной деятельности, результаты которой будут капитализированы. Оценщик может выбирать между несколькими:

- прибыль последнего отчетного года;
- прибыль первого прогнозного года;
- средняя величина прибыли за несколько последних отчетных лет (3-5 лет).

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

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

Расчет ставки капитализации.

Ставка капитализации для предприятия обычно выводится из ставки дисконта путем вычета ожидаемых среднегодовых темпов роста прибыли или денежного потока (в зависимости от того, какая величина капитализируется). Соответственно для одного и того же предприятия ставка капитализации обычно ниже, чем ставка дисконта.

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

Итак, чтобы определить адекватную ставку капитализации, нужно сначала рассчитать соответствующую ставку дисконта, используя следующие возможные методики.

При известной ставке дисконта ставка капитализации определяется в общем виде по следующей формуле:

, (10)

где: R – ставка капитализации;

d – ставка дисконта;

g – долгосрочные темпы прироста прибыли или денежного потока.

Последние этапы применения метода капитализации прибыли представляют собой несложные операции.

Предварительная величина стоимости рассчитывается по приводившейся формуле:

(11)

Сравнительный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса).

Оценка стоимости предприятия сравнительным подходом строится на принципе замещения. Сравнительный подход в оценке предполагает, что ценность активов определяется тем, за сколько они могут быть проданы при наличии достаточно сформированного финансового рынка.

Другими словами, наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком. В сравнительном подходе выделяют три метода:

- метод рынка капитала;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала предполагает использование в качестве базы для сравнения реальные цены, выплаченные за акции аналогичных компаний на фондовых рынках. Данные о сопоставимых предприятиях при использовании соответствующих корректировок могут послужить ориентирами для определения стоимости оцениваемого предприятия. Преимущество данного метода заключается в использовании фактической информации, а не прогнозных данных, имеющих известную неопределенность. Для реализации данного метода необходима достоверная и детальная финансовая и рыночная информация по группе сопоставимых предприятий. Данный метод оценивает стоимость предприятия на уровне неконтрольного (миноритарного) пакета акций.

Метод сделок является частным случаем метода рынка капитала. Основан на ценах приобретения целых аналогичных предприятий, предполагает использование в качестве базы для сравнения цены акций, по которым приобретались контрольные пакеты акций или компании в целом. Метод определяет уровень стоимости **контрольного** (мажоритарного) пакета акций, позволяющего полностью управлять предприятием.

Метод отраслевых коэффициентов основан на рекомендуемых соотношениях между ценой и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами. Метод отраслевых коэффициентов пока не получил достаточного распространения в отечественной практике в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения.

Все три метода сравнительного подхода основываются на ценах за акции компаний-аналогов на фондовых рынках. Учитывая особенности оцениваемой компании, а также практически полное отсутствие данных об сделках по продаже предприятий, аналогичных оцениваемому, данный метод при выполнении оценки рассматриваемых предприятий применяется с ограничениями[22].

Сравнительный подход к оценке бизнеса основан на использовании двух типов информации:

1. Рыночная (ценовая) информация.
2. Финансовая информация.

Рыночная информация представляет собой данные о фактических ценах купли-продажи акций, аналогичных с акциями оцениваемой компании. Качество и доступность информации зависят от уровня развития фондового рынка.

Финансовая информация обычно представлена бухгалтерской и финансовой отчетностью, а также дополнительными сведениями, позволяющими определить сходство компаний и провести необходимые корректировки, обеспечивающие необходимую сопоставимость. Финансовая информация должна быть представлена отчетностью за последний отчетный год и предшествующий период.

Состав критериев сопоставимости компаний-аналогов определяется условиями оценки, наличием необходимой информации, приемами и методами, наработанными оценщиком. На практике невозможно проанализировать все факторы, по которым осуществляется окончательный отбор, однако критерий отраслевого сходства является обязательным.

Рассмотрим основные критерии отбора.

Отраслевое сходство – список потенциально сопоставимых компаний всегда принадлежит одной отрасли, однако не все предприятия, входящие отрасль или

предлагающие свои товары на одном рынке, сопоставимы. Оценщик должен учитывать следующие дополнительные факторы:

- уровень диверсификации производства. Если предприятие выпускает один вид продукта или какой-то товар существенно доминирует в производстве и обеспечивает 85% общей прибыли, а сравниваемая компания ориентирована на широкий круг товаров и услуг либо аналогичный товар дает не более 20% общей массы прибыли, то такие компании не являются для оценщика сопоставимыми;
- характер взаимозаменяемости производимых продуктов. Так, технологическое оборудование одного из предприятий может обеспечивать производство только конкретного продукта. В случае изменения ситуации на рынке такое предприятие будет нуждаться в серьезном техническом перевооружении. Аналог выпускает аналогичный продукт на оборудовании, легко поддающемся переналадке для производства новых товаров. Следовательно, предприятия неодинаково реагируют на изменение ситуации на рынке;
- зависимость от одних и тех же экономических факторов. Стоимость капитала строительных компаний, работающих в районах массового строительства и в отдаленных экономических районах, существенно отличается при достаточном сходстве других критериев, например численности работающих, состава парка строительных машин и механизмов. Аналитик, выявив различия, может либо вычеркнуть предприятие из списка аналогов, либо рассчитать величину корректировки цены аналога для определения стоимости оцениваемой компании;
- стадия экономического развития оцениваемой компании и аналогов, опытная компания, проработавшая ни один год, имеет неоспоримые преимущества и дополнительную прибыль за счет стабильного функционирования, хорошей клиентуры и поставщиков сырья и т. д.

Размер является важнейшим критерием, оцениваемым аналитиком при составлении окончательного списка аналогов. Сравнительные оценки размера компании включают такие параметры, как объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и т. д. Однако принятие решения о включении компании в список сопоставимых только на основе ее размера может привести оценщика к неправильным выводам, так как объективно закрытые компании обычно меньше, чем открытые. Кроме того, оценщик должен учитывать, что более крупная компания не будет автоматически иметь большую прибыль только за счет своего размера. Поэтому оценщик должен в первую очередь учиты-

вать факторы, обеспечивающие величину прибыли:

- географическую диверсификацию – крупные компании обычно имеют более разветвленную сеть потребителей своей продукции, минимизируя тем самым риск нестабильности объемов продаж;
- количественные скидки – крупные компании закупают сырье в большем объеме, чем небольшие фирмы, и получают при этом значительные скидки. Кроме того, аналитик должен иметь в виду, что коэффициент использования оборудования в крупных компаниях лучше. Поэтому мультипликатор, рассчитанный для открытой компании, должен быть скорректирован и понижен для оценки закрытой компании;
- ценовые различия по сходным товарам – крупные компании зачастую имеют возможность устанавливать более высокие цены, так как потребитель предпочитает приобретать товар у хорошо зарекомендовавших себя фирм, оплачивая, по сути, товарный знак, гарантирующий качество. Это в конечном счете влияет на величину мультипликатора

Перспективы роста – оценщик должен определить фазу экономического развития предприятия, поскольку она определяет распределение чистой прибыли на дивидендные выплаты и затраты, связанные с развитием предприятия.

Финансовый риск. Оценка финансового риска осуществляется следующими способами:

- сравнивается структура капитала или соотношение собственных и заемных средств;
- оценивается ликвидность или возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами;
- анализируется кредитоспособность фирмы, другими словами – способность привлекать заемные средства на выгодных условиях.

Качество менеджмента – оценка этого фактора наиболее сложна, так как анализ проводится на основе косвенных данных, таких, как качество отчетной документации, возрастной состав, уровень образования, опыт, зарплата управленческого персонала, а также место компании на рынке.

Перечень критериев сопоставимости, приведенный выше, не является исчерпывающим, и эксперт имеет возможность самостоятельно дополнять список дополнительными факторами. Оценщик редко находит компании, абсолютно идентичные с оцениваемой, поэтому на основе анализа критериев он может сделать один из следующих выводов:

- компания сопоставима с оцениваемой по ряду характеристик и может быть использована для расчета мультипликаторов;
- компания недостаточно сопоставима с оцениваемой и не может быть использована в процессе оценки.

Определение рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным методом основано на использовании ценовых мультипликаторов. Ценовой мультипликатор – это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой. Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Для расчета мультипликатора необходимо:

- определить цену рыночной стоимости компании-аналога; это даст значение числителя в формуле;
- вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки; это даст величину знаменателя.

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

К **интервальным мультипликаторам** относятся:

- 1) цена/прибыль;
- 2) цена/денежный поток;
- 3) цена/дивидендные выплаты;
- 4) цена/выручка от продаж.

К **моментным мультипликаторам** относятся:

- 1) цена/балансовая стоимость активов;
- 2) цена/чистая стоимость активов (собственного капитала).

Рассмотрим порядок расчета и основные правила применения ценовых мультипликаторов.

Мультипликатор цена/выручка от реализации. Достоинством данного мультипликатора является его универсальность, избавляющая оценщика от необходимости проведения сложных корректировок, применяемых при расчете мультипликатора цена/прибыль, т.е. мультипликатор цена/выручка от продаж не зависит от методов бухучета.

Особенность применения мультипликатора цена/выручка от продаж заключается в том, что оценщик должен обязательно учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов. Если она существенно отличается, то мультипликатор лучше определяется при расчете на инвестированный капитал. Процедура оценки предприятий с различным соотношением собственных и заемных средств осуществляется следующим образом:

1. По компании-аналогу рассчитывается инвестированный капитал как сумма рыночной стоимости собственного капитала и долгосрочных обязательств.
2. Рассчитывается мультипликатор как отношение инвестированного капитала к финансовой базе аналога.
3. По оцениваемому предприятию определяется величина инвестированного капитала: адекватная финансовая база оцениваемого предприятия умножается на величину мультипликатора.
4. Рассчитывается стоимость собственного капитала оцениваемого предприятия как разность инвестированного капитала и стоимости долгосрочных обязательств оцениваемой компании.

Мультипликатор цена/физический объем является разновидностью мультипликатора цена/выручка от продаж. В этом случае цена сопоставляется не со стоимостным, а с натуральным показателем, который может отражать физический объем производства, размер производственных площадей, количество установленного оборудования, а также любую другую единицу измерения

МОЩНОСТИ.

Мультипликатор цена/балансовая стоимость активов. Для расчета в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость аналогичных компаний на дату оценки либо на последнюю отчетную дату. Этот мультипликатор относится к так называемым моментным показателям, поскольку используется информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный отрезок времени.

Оптимальная сфера применения данного мультипликатора – оценка холдинговых компаний либо необходимость быстро реализовать крупный пакет акций. Финансовой базой для расчета являются чистые активы оцениваемой компании и компаний-аналогов. Причем за основу можно брать как балансовые отчеты компаний, так и ориентированную величину чистых активов, полученную оценщиком расчетным путем.

Мультипликатор цена/чистая стоимость активов. Его применяют в том случае, если соблюдаются следующие требования:

- оцениваемая компания имеет значительные вложения в собственность: недвижимость, ценные бумаги, газовое или нефтяное оборудование;
- основной деятельностью компании являются хранение, покупка и продажа такой собственности. Управленческий и рабочий персонал добавляет к продукции в этом случае незначительную стоимость.

При применении мультипликатора цена/чистая стоимость активов оценщику необходимо:

- проанализировать по аналогам и оцениваемой компании долю прибыли в выручке от реализации, так как решение о купле-продаже акций может вывести к искусственному росту прибыли в последний год;
- изучить по всему списку сравниваемых компаний структуру активов, используя различные признаки классификации, такие, как виды активов, местоположение и т.д.;
- осуществить анализ чистых активов всех компаний, позволяющий определить наличие и долю в них акций, представляющих контрольные пакеты дочерних фирм;

- оценить ликвидность всех финансовых активов компании, так как соотношение доли акций, принадлежащих компаниям открытого и закрытого типов, является определяющим признаком сопоставимости.

Формирование итоговой величины стоимости.

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из трех основных этапов;

- выбора величины мультипликатора;
- взвешивания промежуточных результатов;
- внесения итоговых корректировок.

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным этапом, требующим особенно тщательного обоснования, зафиксированного впоследствии в отчете. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же мультипликатора по компаниям-аналогам бывает достаточно широк. Аналитик отсекает экстремальные величины и рассчитывает среднее значение мультипликатора по группе аналогов. Либо можно по результатам финансового анализа оцениваемой компании и аналогов провести рейтинговую оценку и определить наиболее близкие по финансовым показателям аналоги. Для выбора величины конкретного мультипликатора использует финансовые коэффициенты и показатели, наиболее тесно связанные с данным мультипликатором. По величине финансового коэффициента определяется положение (ранг) оцениваемой компании в общем списке. Полученные результаты накладываются на ряд мультипликаторов, и достаточно точно определяется величина, которая может быть использована для расчета стоимости оцениваемой компании

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств, наиболее типичными являются следующие поправки. Аналитик при определении окончательного варианта стоимости должен учесть имеющиеся активы производственного назначения. Если в процессе финансового анализа выявлены либо недостаточность собственного оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть.

При использовании результатов, полученных в ходе оценки сравнительным подходом необходимо помнить, что в методе рынка капитала формируется стоимость на уровне неконтроля, а в методе сделок – на уровне контроля. Поэтому при согласовании результатов оценки, когда получены заключения в доходном и затратном подходах, необходимо применять либо результат метода сделок, либо приводить к уровню контроля результаты метода рынка капитала.

Таким образом, сравнительный подход, несмотря на достаточную сложность расчетов и анализа, является неотъемлемым приемом определения рыночной стоимости. Результаты, полученные таким способом, имеют хорошую объективную основу, уровень которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов.

Затратный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса).

Затратный подход основывается на принципе замещения: актив стоит не больше, чем составили бы затраты на замещение всех его составных частей.

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

- оценка предприятия в целом;
- оценка контрольного пакета акций предприятия, обладающего значительными материальными активами;
- оценка новых предприятий, когда отсутствуют ретроспективные данные о прибылях;
- оценка предприятий, когда имеются затруднения с обоснованным прогнозированием величины будущих прибылей или денежных потоков;
- отсутствие рыночной информации о предприятиях-аналогах;
- ликвидация предприятия (метод ликвидационной стоимости).

Если предприятие находится в режиме сокращенного воспроизводства или в его отношении осуществляется процедура наблюдения или внешнего управления, то стоимость действующего предприятия можно определить с большой долей условности, поскольку такое предприятие является, как правило, убыточным. Это делает практически невозможным применение доходного подхода. При отсутствии

предприятий-аналогов невозможно использовать сравнительный подход. Таким образом, в распоряжении антикризисного управляющего остается в основном затратный подход, с помощью которого стоимость действующего предприятия определяется с использованием в его рамках метода чистых активов и метода ликвидационной стоимости.

Базовая формула затратного подхода выглядит так:

$$\text{Стоимость предприятия} = \text{Активы} - \text{Обязательства}. \quad (12)$$

Затратный подход в основном реализуется посредством двух методов: чистых активов и ликвидационной стоимости.

Метод чистых активов предполагает использование скорректированной балансовой стоимости. Метод ликвидационной стоимости основан на оценке тех же чистых активов, но с учетом поправки на их ликвидность.

Рассмотрим эти методы подробнее.

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

Корректировка баланса предприятия проводится в несколько этапов:

- 1) оценивается обоснованная рыночная стоимость каждого актива баланса в отдельности;
- 2) определяется текущая стоимость обязательств предприятия;
- 3) рассчитывается оценочная стоимость собственного капитала предприятия как разница между обоснованной рыночной стоимостью суммы активов предприятия и текущей стоимостью всех его обязательств.

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

В рамках оценки бизнеса при использовании метода чистых активов (см. приказ Минфина России № Юн и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг № 03-6/пз

от 29.01.2003 «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ»), традиционный баланс предприятия заменяется скорректированным балансом, в котором все активы (материальные и нематериальные), а также все обязательства показаны по рыночной или какой-либо другой подходящей текущей стоимости.

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

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

Оценка ликвидационной стоимости производится в следующих случаях:

- прибыль предприятия от производственной деятельности, невелика по сравнению со стоимостью его чистых активов;
- предприятие убыточное, и стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности;
- принято решение о ликвидации предприятия;
- предприятие находится в стадии банкротства;
- требуется основа для принятия управленческих решений при финансировании предприятия должника, финансировании реорганизации предприятия; при осуществляемой без судебного разбирательства санации предприятия; при выработке плана погашения долгов предприятия-должника, оказавшегося под угрозой банкротства; при выявлении и обосновании возможности выделения отдельных производственных мощностей предприятия в экономически самостоятельные организации и др.

При определении ликвидационной стоимости различают три вида ликвидации:

- 1) упорядоченная ликвидация;
- 2) принудительная ликвидация;

3) ликвидация с прекращением существования активов предприятия.

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

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

Ликвидация с прекращением существования активов предприятия рассчитывается в случае, когда активы предприятия не распродаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое предприятие, дающее значительный экономический либо социальный эффект. Стоимость предприятия в этом случае является отрицательной величиной, так как требуются определенные затраты на ликвидацию активов.[25]

2.4 Согласование результатов оценки.

Согласно российскому законодательству оценщик обязан использовать три подхода к оценке, а в случае невозможности применения какого-либо из них — обосновывать отказ от его использования.

Окончательное, итоговое суждение о стоимости имущества выносится оценщиком на основе анализа результатов примененных подходов к определению стоимости объекта оценки.

На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости, а на практике получаемые отличающимися способами величины могут существенно различаться (от 5 до 50% и даже более, особенно при оценке бизнеса). Например, при анализе финансово неустойчивого предприятия, прибыль которого незначительна (если вообще имеется), величина стоимости, получаемая на основе доходного подхода, очень мала, однако предприятие обладает значительными материальными активами и полученная с применением затратного подхода величина стоимости может превышать предыдущую величину в десятки и сотни раз.

В соответствии с законодательством, если в договоре об оценке не предусмотрено иное, то итоговое значение стоимости объекта оценки должно быть выражено в рублях в виде единой величины.

Итоговая величина стоимости объекта оценки — величина стоимости объекта оценки, полученная как итог обоснованного оценщиком обобщения результатов расчетов стоимости объекта оценки при использовании различных подходов к оценке и методов оценки.

Для сведения воедино разрозненных значений стоимости, полученных классическими подходами к оценке, проводят согласование результатов.

Согласование результатов оценки — это получение итоговой оценки имущества путем взвешивания и сравнения результатов, полученных с применением различных подходов к оценке

Как правило, один из подходов считается базовым, два других необходимы для корректировки получаемых результатов. При этом учитывается значимость и применимость каждого подхода в конкретной ситуации. Из-за неразвитости рынка, специфичности объекта или недостаточности доступной информации бывает, что некоторые из подходов в конкретной ситуации невозможно применить.

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:

(13)

Где — итоговая стоимость объекта оценки;

— стоимости, определенные затратным, доходным и сравнительным подходами;

— соответствующие весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке.

В отношении этих коэффициентов выполняется равенство:

Весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке, округляются с точностью до 10% (реже до 5%) в целях использования данных весов для согласования. Округление необходимо в связи с тем, что неокругленные веса порождают у читателя отчета ошибочное представление о точности полученного результата. Итоговая величина стоимости — это лишь наиболее вероятная цена.

На основе округленных весов рассчитывается согласованная стоимость оцениваемого имущества путем умножения полученного с помощью каждого подхода результата на округленный вес подхода, рассчитанный в целях согласования стоимостей. Полученное значение округляется.

При согласовании учитываются:

- 1) полнота и достоверность информации;
- 2) соответствие цели;
- 3) преимущества и недостатки подходов в конкретной ситуации.

Например, преимущества метода дисконтирования денежных потоков — учет ожиданий администрации предприятия относительно будущих прибылей, расходов, капитальных вложений. Однако это всего лишь прогнозные оценки, которые могут измениться в реальности. Тем не менее данный метод показывает сумму, которую готов заплатить инвестор, ориентируясь на ожидания относительно результатов деятельности предприятия с учетом требуемой доходности вложений.

Сравнительный подход является единственным, учитывающим рыночную ситуацию, он представляет оценку, основанную на реальных данных о котировках акций и продажах аналогичных предприятий. Основным его недостатком является необходимость корректировки на закрытость компании (метод рынка капитала). К тому же все, даже небольшие предприятия, имеют существенные различия, что требует внесения сложных корректировок. Кроме того, данный подход опирается на ретроспективную информацию, не учитывающую перспективы развития предприятия.

В зависимости от целевой установки экспертного оценивания для выработки коллективного решения применяются следующие правила обработки индивидуальных решений: процедура Борда; процедура Янга; процедура парных сравнений и процедура Кемени.

В процедуре Борда (ранжирование альтернатив) инструкция требует от эксперта строго упорядочить все варианты альтернатив в таком порядке, который представляется ему наиболее, рациональным, и приписать каждому из них числа натурального ряда, т.е. пронумеровать все варианты числами от 1 до N (N-число альтернатив). Равнозначность вариантов не допускается.

Номер, приписываемый экспертом данному варианту xX , трактуется как ранговое место варианта x в упорядочении i -го эксперта. Вспомогательная коллективная шкала строится следующим образом: каждому варианту xX приписывается число r_{ix} , т.е. строится вспомогательная шкала «сумма ранговых мест». Если используется минимизационное правило, т.е. эксперт располагает альтернативой «от лучшего к худшим», приписывая меньший номер лучшему варианту, то для определения коллективного выбора находится вариант, имеющий меньшее значение. Если ранжируются альтернативы «от худшего к лучшему», то наихудшему варианту приписывается число 1, а наилучшему – N. В этом случае правило экстремальности требует максимизации по вспомогательной коллективной шкале.

Процедура Янга (последовательные сравнения) применяется для определения наиболее предпочтительного варианта решения в совокупности n -альтернатив. Данная процедура разрешает экспертам вырабатывать как строгие, так и нестрогие упорядочения предъявленных вариантов, т.е. эксперт может поставить несколько альтернатив на одном и том же месте в своем индивидуальном упорядочении.

Вспомогательная коллективная шкала строится следующим образом. Каждому варианту альтернативы x_jX приписывается числовая оценка $p(x)$ равная числу экспертов в наибольшем подписке экспертов, в котором этот вариант x лучше любого другого варианта при парном мажоритарном сравнении. Считается, что вариант x лучше варианта y , если более половины экспертов предпочитают вариант x варианту y в своих индивидуальных упорядочениях.

В процедуре парных сравнений варианты сопоставляются попарно экспертом, а затем выбирается один из них. В зависимости от целевой установки проводимого оценивания, при парном сравнении двух объектов либо ограничиваются простой констатацией того, что один из них предпочтительней другого, либо используются специальные шкалы, где каждой степени предпочтения присваивается определенная оценка.

Процедура (медиана) Кемени предназначена для строгого индивидуального упорядочения. Согласно данной процедуре эксперты строят вспомогательное строгое коллективное упорядочение, ближайшее ко всем индивидуальным упорядочениям. Лучший вариант в этом вспомогательном упорядочении и является коллективным выбором

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На основе оценки стоимости имущественного комплекса на примере ОАО «-», можно сделать следующие выводы.

Как правило, современное предприятие – это весьма сложная структура, объединяющая в себе большое количество активов совершенно разной природы – от недвижимого имущества до деловой репутации предприятия. Поэтому, оценку бизнеса необходимо осуществлять с позиций всех трех существующих оценочных подходов: затратного, доходного и сравнительного. Эти подходы не используются изолированно, а взаимно дополняют друг друга, то есть для оценки бизнеса стараются одновременно использовать методы из разных подходов. При этом, каждый подход основан на использовании определенных свойств предприятия, так или иначе влияющих на величину его стоимости.

Так, при определении стоимости с позиции затратного подхода во главу угла ставится стоимость имущества (совокупности материальных и нематериальных активов) предприятия. Затратный подход базируется на типичной мотивации и представлениях расчетливого покупателя, который не заплатит за предприятие больше, чем стоят все его активы.

При оценке бизнеса с позиции доходного подхода основой для расчетов служит доход, который, как предполагается, может принести предприятие в будущем. Этот подход основан на ожиданиях инвесторов, которые определяют текущую стоимость предприятия, руководствуясь, в основном, прогнозной величиной будущих доходов от предприятия, а не наличием у предприятия тех или иных активов (принцип ожидания).

При использовании сравнительного подхода в оценке бизнеса, основой для определения стоимости предприятия является мнение свободного рынка, выраженное в ценах совершенных сделок купли – продажи аналогичных предприятий или их акций (долей). Сравнительный подход основан на принципе

замещения, который говорит о том, что стоимость предприятия не может сильно отличаться от стоимости другого предприятия, обладающего эквивалентной для потенциального покупателя полезностью.

Все эти три подхода имеют свои преимущества и недостатки, свои предпочтительные области применения и объединяют в себе достаточно большое количество различных методов, из многообразия которых оценщик выбирает наиболее подходящие для конкретного оцениваемого объекта.

Проведенный в третьей главе анализ показал, что финансовое состояние предприятия типично для компаний торгово-посреднической сферы деятельности. Структура баланса имеет традиционную облегченную структуру, основным источником финансирования текущей деятельности являются краткосрочные заемные ресурсы.

В качестве негативных аспектов следует отметить невысокую рентабельность оборота, недостаточную финансовую устойчивость. В качестве положительных – динамично растущая выручка, сбалансированные по срокам требования и обязательства, о чем свидетельствуют близкие к нормативным показатели текущей и среднесрочной ликвидности, высокая деловая активность предприятия.

Рыночная стоимость ОАО «-» получена путем сложения суммы текущих стоимостей денежных потоков за два прогнозных года и текущей стоимости продажи предприятия в последний прогнозный год. Эта стоимость 100% доли в капитале предприятия. Для оцениваемого предприятия стоимость контрольного доли в капитале предприятия методом дисконтированных денежных поток при пессимистическом прогнозе равна 51 139 384,92 руб.; при оптимистическом – 67 174 182,12 руб.

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть I, часть II, часть III) (с изм. от 27 декабря 2009 г.).
2. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (с изм. от 18 июля 2009 г.).

3. «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности», утвержденные постановлением Правительства РФ от 6 июля 2001 г. № 519 (в ред. Постановления Правительства РФ от 14.12.2006 N 767).
 4. Косорукова И.В. Пособие по дисциплине «Оценка стоимости предприятия (бизнеса), М., - МФПА 2005.
 5. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, М., - Омега-Л, 2006.
 6. Егерев И. А. Стоимость бизнеса. Искусство управления. – М.: Дело, 2003. – 480 с.
 7. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Учебник, Н.Ф. Чеботарев, М., - 2009.
 8. Постюшков А.В. Оценочный менеджмент: Учебное пособие М., 2004. 272 с.
 9. Основы оценочной деятельности / под ред. И.В. Косоруковой. – М.: Московский международный институт эконометрики, информатики, финансов и права, 2004. – 185 с.
 10. Оценка бизнеса / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 512 с.
 11. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой, М.А. Эскиндарова, Т.В. Тазихиной, Е.Н. Ивановой, О.Н. Щербаковой. – М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 544 с.
 12. Федотова М., Уткин Э. Оценка недвижимости и бизнеса. – М.: Ассоциация авторов и издателей ТАНДЕМ, издательство ЭКМОС, 2002. – 352 с.
 13. Портал российских оценщиков [##_ftnref1" name="_ftn1" title="">](#)[1] Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Учебник, Н.Ф. Чеботарев, М., - 2009
- Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, М., - Омега-Л, 2006.