

ЧАСТЬ 1. ОЦЕНКА НЕДВИЖИМОСТИ КАК ОДНОГО ИЗ ОСНОВНЫХ АКТИВОВ ДЕЙСТВУЮЩЕГО ПРЕДПРИЯТИЯ.

Тема 1. Методологические понятия оценки недвижимости и бизнеса

Тема 2. Доходный подход к оценке недвижимости.

Тема3. Сравнительный подход для определения рыночной стоимости недвижимости.

Тема 4. Затратный подход для определения рыночной стоимости недвижимости

ЧАСТЬ 2. ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА.

Тема 5. Затратный подход к оценке стоимости строительного бизнеса

Тема 6. Доходный подход к оценке стоимости строительного бизнеса

Тема 7. Сравнительный подход к определению рыночной стоимости бизнеса

Тема 8. Определение итогового значения стоимости бизнеса и подготовка отчета о проведении оценочных работ.

ЧАСТЬ 1. ОЦЕНКА НЕДВИЖИМОСТИ КАК ОДНОГО ИЗ ОСНОВНЫХ АКТИВОВ ДЕЙСТВУЮЩЕГО ПРЕДПРИЯТИЯ.

ТЕМА 1. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОНЯТИЯ ОЦЕНКИ НЕДВИЖИМОСТИ И БИЗНЕСА. (0.2 ЧАС)

Ключевые понятия и термины; Федеральный Закон №135 от 29.07.1998 «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»; Федеральные стандарты оценки, принципы оценки; виды стоимости, определяемые при оценке; анализ наиболее эффективного использования.

Цели оценки предприятий, принципы оценки бизнеса; факторы, влияющие на величину рыночной стоимости бизнеса; подходы и методы, используемые для оценки бизнеса.

1.1. Ключевые понятия и термины

Согласно Федеральному Закону под оценочной деятельностью понимается деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости.

Для целей настоящего Федерального Закона под рыночной стоимостью объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

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

Субъектами оценочной деятельности признаются, с одной стороны, юридические лица и физические лица (индивидуальные предприниматели), деятельность которых регулируется настоящим Федеральным законом (оценщики), а с другой - потребители их услуг (заказчики).

К объектам оценки относятся:

- 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.

Основанием для проведения оценки объекта оценки является договор между оценщиком и заказчиком. Договором между оценщиком и заказчиком может быть предусмотрено проведение данным оценщиком оценки конкретного объекта оценки, ряда объектов оценки либо долговременное обслуживание заказчика по его заявлениям. В случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, оценка объекта оценки, в том числе повторная, может быть проведена оценщиком на основании определения суда, арбитражного суда, третейского суда, а также по решению уполномоченного органа. Суд, арбитражный суд, третейский суд самостоятельны в выборе оценщика. Расходы, связанные с проведением оценки объекта оценки, а также денежное вознаграждение оценщику подлежат возмещению (выплате) в порядке, установленном законодательством Российской Федерации.

Федеральные стандарты оценочной деятельности, обязательные к применению представлены в приложении 1.

1.2. Нормативная база оценки недвижимости

Федеральный Закон №135 от 29.07.1998 «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»

Принят Государственной Думой 16 июля 1998 года

Одобен Советом Федерации 17 июля 1998 года

(в ред. Федеральных законов от 21.12.2001 N 178-ФЗ,

от 21.03.2002 N 31-ФЗ, от 14.11.2002 N 143-ФЗ, от 10.01.2003 N 15-ФЗ, от 27.02.2003 N 29-ФЗ, от 22.08.2004 N 122-ФЗ, от 05.01.2006 N 7-ФЗ, от 27.07.2006 N 157-ФЗ, от 05.02.2007 N 13-ФЗ, от 13.07.2007 N 129-ФЗ, от 24.07.2007 N 220-ФЗ)

Законодательство, регулирующее оценочную деятельность в Российской Федерации, состоит из настоящего Федерального закона, принимаемых в соответствии с ним федеральных законов и иных нормативных правовых актов Российской Федерации, законов и иных нормативных правовых актов субъектов Российской Федерации, а также из международных договоров Российской Федерации.

Субъекты Российской Федерации регулируют оценочную деятельность в порядке, установленном настоящим Федеральным законом.

Если международным договором Российской Федерации установлены иные правила, чем те, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации в области оценочной деятельности, применяются правила международного договора Российской Федерации.

Структура Федерального Закона об оценочной деятельности

ГЛАВА I. ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Статья 1. Законодательство, регулирующее оценочную деятельность в Российской Федерации

Статья 2. Отношения, регулируемые настоящим Федеральным законом

Статья 3. Понятие оценочной деятельности

Статья 4. Субъекты оценочной деятельности

Статья 5. Объекты оценки

Статья 6. Право Российской Федерации, субъектов Российской Федерации или муниципальных образований, физических лиц и юридических лиц на проведение оценки принадлежащих им объектов оценки

Статья 7. Предположение об установлении рыночной стоимости объекта оценки

Статья 8. Обязательность проведения оценки объектов оценки

ГЛАВА II. ОСНОВАНИЯ ДЛЯ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И УСЛОВИЯ ЕЕ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ

Статья 9. Основания для проведения оценки объекта оценки

Статья 10. Обязательные требования к договору

Статья 11. Общие требования к содержанию отчета об оценке объекта оценки

Статья 12. Достоверность отчета как документа, содержащего сведения доказательственного значения

Статья 13. Оспоримость сведений, содержащихся в отчете

Статья 14. Права оценщика

Статья 15. Обязанности оценщика

Статья 16. Независимость оценщика

ГЛАВА III. РЕГУЛИРОВАНИЕ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Статья 18. Контроль за осуществлением оценочной деятельности в Российской Федерации

Статья 19. Функции уполномоченных органов

Статья 20. Стандарты оценки

Статья 21. Профессиональное обучение оценщиков

Статья 22. Саморегулируемая организация оценщиков

Статья 22.1. Функции саморегулируемой организации оценщиков

Статья 22.2. Основные права и обязанности саморегулируемой организации оценщиков

Статья 22.3. Раскрытие информации саморегулируемой организацией оценщиков

Статья 23. Порядок включения некоммерческой организации в единый государственный реестр саморегулируемых организаций оценщиков

Статья 24. Требования к членству в саморегулируемой организации оценщиков

Статья 24.1. Ведение саморегулируемой организацией оценщиков реестра членов саморегулируемой организации оценщиков

Статья 24.2. Органы саморегулируемой организации оценщиков

Статья 24.3. Порядок проведения саморегулируемой организацией оценщиков контроля за осуществлением оценочной деятельности

Статья 24.4. Порядок применения дисциплинарных взысканий в отношении членов саморегулируемой организации оценщиков

Статья 24.5. Надзор за деятельностью саморегулируемых организаций оценщиков

Статья 24.6. Обеспечение имущественной ответственности при осуществлении оценочной деятельности

Статья 24.7. Договор обязательного страхования ответственности оценщика при осуществлении оценочной деятельности

Статья 24.8. Компенсационный фонд саморегулируемой организации оценщиков

Статья 24.9. Условия и порядок размещения средств компенсационного фонда

Статья 24.10. Национальный совет по оценочной деятельности и иные объединения саморегулируемых организаций оценщиков

Глава IV. ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Статья 25. Вступление в силу настоящего Федерального закона

Статья 26. Приведение нормативных правовых актов в соответствие с настоящим Федеральным законом.

1.3. Принципы оценки недвижимости

Основные принципы оценки недвижимости можно разделить на 4 категории.

Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования (ННЭИ) основан на определении стоимости недвижимости в случае использования объекта наилучшим, наиболее эффективным образом, даже если текущее использование объекта другое.

Наиболее вероятное и рентабельное на момент оценки использование объекта обеспечивает самую высокую текущую стоимость недвижимости.

Состояние здания (необходимость капитального ремонта учитывается покупателем при обсуждении суммы сделки; косметический ремонт существенно не влияет на стоимость недвижимости).

Таким образом, множеству различных операций с недвижимостью соответствует несколько видов стоимости. В зависимости от потребностей участников рынка недвижимости величина различных видов стоимости одного и того же объекта может существенно отличаться. Наиболее часто встречается оценка рыночной стоимости недвижимости.

На стоимость объектов недвижимости влияет значительное количество экономических факторов. Принципы оценки недвижимого имущества позволяют учесть наиболее значимые из них.

Для варианта ННЭИ оцениваемого объекта существует несколько ограничений:

- максимальная эффективность;
- финансовая обоснованность;
- физическая осуществимость;
- соответствие законодательству.

Максимальная эффективность определяется дисконтированием будущих доходов альтернативных вариантов использования с учетом риска инвестиций.

Под финансовой обоснованностью понимается обоснование целесообразности финансирования инвестиционного проекта, отражающей способность этого проекта обеспечить доход, достаточный для возмещения расходов инвесторов и получения ожидаемого дохода на вложенный капитал.

Обоснование технологической и физической осуществимости варианта ННЭИ основано на анализе соотношения качества, затрат и сроков реализации проекта, вероятности стихийных бедствий, доступности транспорта, возможности подключения к коммунальным удобствам. Для установления соответствия варианта использования законодательству необходим анализ строительных и экологических нормативов: ограничение этажности, запрет на строительство в данном месте, зонирование, перспективы развития города и района, негативные настроения местного населения, пожаробезопасность и др.

Принцип ННЭИ важен при анализе земельного участка. В случае отличия текущего использования земли от наилучшего и наиболее эффективного, стоимость пустующего земельного участка может превышать стоимость имеющихся на нем улучшений, и может быть принято решение об их сносе с целью использования участка оптимальным образом. Например, участок с индивидуальным домом в районе коммерческой застройки желательно отдать под такую застройку.

Если текущее использование земельного участка отлично от наилучшего варианта использования, но стоимость имеющихся на нем зданий и сооружений превышает его стоимость, то

текущее использование будет продолжаться до тех пор, пока стоимость земли при условии ее наилучшего использования не превысит стоимость имущества при текущем использовании.

Результаты анализа лучшего и наиболее эффективного использования учитываются при определении стоимости недвижимости, при выборе варианта строительства и реконструкции, при анализе инвестиционных проектов.

Принцип вклада основан на измерении стоимости каждого элемента, вносимой им в общую стоимость объекта. Учитывается влияние как присутствия вклада (элемента), так и его отсутствия на изменение стоимости объекта недвижимости.

При анализе инвестиционных проектов и оценке стоимости недвижимости необходимо учесть возможность произвести улучшения, которые повлекут увеличение стоимости объекта. При этом получаемый в результате дополнительных улучшений доход должен превышать объем инвестированных средств, направленных на создание этих *улучшений*.

Принцип предельной продуктивности заключается в том, что последовательное внесение улучшений будет сопровождаться ростом стоимости объекта, превышающим затраты на их создание, до достижения точки максимальной продуктивности, после чего затраты по созданию дополнительных улучшений не будут полностью компенсированы увеличением стоимости объекта.

Например, обновление интерьера кафе привлечет дополнительных посетителей, что повысит доход от объекта. Последующий еще более качественный дорогой ремонт этого помещения, находящегося в хорошем состоянии, может не повлиять на рост доходов. Следовательно, затраты на второй ремонт не будут компенсированы.

Таким образом, принцип предельной продуктивности основан на соотношении затрат на дополнительные улучшения с ростом стоимости объекта и увеличением доходов от него в результате проведенных мероприятий. Увеличение объема инвестиций в развитие производства будет сопровождаться увеличением прироста прибыли только до определенного момента, после чего темп прироста прибыли начнет снижаться.

Принцип сбалансированности основан на том, что чем более гармоничны и сбалансированы элементы объекта, тем выше его стоимость на рынке. Например: жилой дом с хорошей планировкой, с продуманной системой коммуникаций имеет большую стоимость, чем объект, элементы которого менее сбалансированы; стоимость ресторана с просторным залом будет выше стоимости аналогичного ресторана, в котором для приема посетителей оборудовано узкое вытянутое помещение.

В соответствии с принципом сбалансированности следует также учитывать количество гостиниц, ресторанов, предприятий торговли в одном и том же районе.

Сбалансированность элементов объекта определяется на основе требований рынка. Несбалансированность сроков и объемов инвестирования со сроками строительства может привести к «замораживанию» средств или, при их нехватке, к «замораживанию» строительства. Недостаточность улучшений или перегруженность земли может привести к уменьшению ее стоимости.

Принцип полезности основан на том, что объект недвижимости наряду с большей полезностью для пользователя обладает и большей стоимостью на рынке. Так, цены продаж квартир в кирпичных домах выше, чем в панельных, так как в них выше звуко- и теплоизоляция, а стены «дышат».

Полезность недвижимости, предназначенной для получения дохода, выражается в виде потока доходов. Доходы могут быть получены в результате использования объекта под магазин, склад, автостоянку и т.п.

Принцип замещения гласит, что осведомленный покупатель в условиях открытого рынка не заплатит за объект недвижимости больше, чем за объект подобной полезности, доходности или чем затраты на возведение аналогичного объекта в приемлемые сроки. Если на рынке имеется несколько объектов недвижимости одинаковой для потребителя полезности, то самым большим спросом будут пользоваться объекты, имеющие самую низкую цену.

У покупателя есть варианты выбора, и поэтому на стоимость конкретного объекта повлияет наличие предложения аналогов или величина стоимости их создания в приемлемые сроки. На выбор инвестора повлияет стоимость предлагаемых на рынке объектов аналогичной доходности, которые являются альтернативной возможностью для инвестирования. Например, вместо трех дешевых автостоянок в малонаселенном районе предприниматель может приобрести одну дорогую автостоянку в центральной части города для получения аналогичной отдачи на инвестиции.

Принцип ожидания основан на том, что на стоимость недвижимости влияют ожидаемые будущие преимущества от владения объектом. Ожидания, связанные с недвижимостью, приносящей доход, выражаются в получении ожидаемой доходности инвестиций за счет потоков дохода от использования и будущей перепродажи объекта.

Ожидание будущих выгод выражается в денежной форме, при этом поправка к текущей стоимости объекта может носить как положительный, так и отрицательный характер. Экономический спад, недостаточная охрана порядка и сложившееся негативное общественное мнение могут привести потенциальных покупателей к отказу от приобретения недвижимости в данном районе. Ожидаемое

строительство станции метро повышает стоимость прилегающих жилых зданий без их физических изменений.

Итак, данный принцип основан на привлекательности будущих преимуществ от владения объектом недвижимости: чем больше положительных ожиданий, тем выше стоимость недвижимой собственности.

Принцип внешнего воздействия основан на учете изменения стоимости недвижимости, вызванного влиянием изменяющихся факторов внешней среды.

Основные внешние факторы, влияющие на стоимость недвижимости:

- экономические: уровень доходов населения и бизнеса, близость к центрам промышленной и деловой активности, доступность финансовых ресурсов, уровень ставок арендной платы, стоимость строительно-монтажных работ и строительных материалов, тарифы на коммунальные услуги;
- политические: состояние и тенденции изменения законодательства;
- социальные: изменение численности, плотности населения, образовательного уровня;
- административные: ставки налогов и зональные ограничения;
- экологические: подверженность района месторасположения недвижимости засухам и затоплениям, ухудшение или улучшение экологической обстановки.

Принцип изменений основан на учете изменений, соответствующих циклам жизни, которые присущи как конкретным объектам и рынкам недвижимости, так и городам, и обществу в целом. Различают четыре цикла жизни:

- 1) рост – период увеличения доходов населения и доходов от объекта недвижимости, быстрое развитие отрасли, города;
- 2) стабильность – период равновесия, который характеризуется отсутствием видимого изменения уровня доходов или убытков;
- 3) упадок – период социальной нестабильности и уменьшения спроса на недвижимость, спад производства;
- 4) обновление – период обновления и возрождения рыночного спроса, формирование района и т.п.

Цикл, в котором находится индивидуальный объект, район или общество в целом, должен быть учтен оценщиком в процессе оценки.

Принцип конкуренции основан на том, что рыночные цены устанавливаются на определенном уровне с учетом конкуренции.

Принцип спроса и предложения основан на определении стоимости объекта соотношением спроса и предложения на рынке недвижимости.

На спрос и предложение воздействуют такие факторы, как уровень доходов, изменение численности и вкусов населения, величина налогов, доступность финансовых ресурсов, величина кредитной ставки и др.

Принцип соответствия основан на том, что объект недвижимости достигает максимальной стоимости в окружении совместимых гармонирующих объектов при совместимом характере землепользования. Использование земельного участка должно отвечать существующим стандартам района, в котором находится недвижимость. Новое строительство должно быть выдержано в преобладающем стиле.

Однородность объектов в районе поддерживает их стоимость на определенном уровне. Например, наличие по соседству с дорогими жилыми зданиями старых индивидуальных домов приведет к уменьшению цены элитной недвижимости.

В целом, применение принципов оценки недвижимости позволяет учесть наиболее значимые факторы, влияющие на ее стоимость, и помогает максимально приблизить получаемые результаты к реальной экономической действительности.

1.4. Виды стоимости, определяемые при оценке

Согласно Федеральному стандарту № 2 "Цель оценки и виды стоимости" в разделе III. –«Виды стоимости» сказано, что при использовании понятия стоимости при осуществлении оценочной деятельности указывается конкретный вид стоимости, который определяется предполагаемым использованием результата оценки.

При осуществлении оценочной деятельности используются следующие виды стоимости объекта оценки:

- рыночная стоимость;
- инвестиционная стоимость;
- ликвидационная стоимость;
- кадастровая стоимость.

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

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

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

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

Полнота располагаемой информации означает, что стороны сделки в достаточной степени информированы о предмете сделки, действуют, стремясь достичь условий сделки, наилучших с точки зрения каждой из сторон, в соответствии с полным объемом информации о состоянии рынка и объекте оценки, доступным на дату оценки.

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

Рыночная стоимость определяется оценщиком, в частности, в следующих случаях:

- при изъятии имущества для государственных нужд;
- при определении стоимости размещенных акций общества, приобретаемых обществом по решению общего собрания акционеров или по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества;
- при определении стоимости объекта залога, в том числе при ипотеке;
- при определении стоимости неденежных вкладов в уставный (складочный) капитал;
- при определении стоимости имущества должника в ходе процедур банкротства;
- при определении стоимости безвозмездно полученного имущества.

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

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

При определении **кадастровой стоимости** объекта оценки определяется методами массовой оценки рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с

законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки. Кадастровая стоимость определяется оценщиком, в частности, для целей налогообложения.

1.5. Анализ наилучшего и наиболее эффективного использования

Наилучшее и наиболее эффективное использование является основополагающей предпосылкой при определении рыночной стоимости. Необходимо отметить, что суждение о наилучшем использовании отражает мнение оценщика, исходя из анализа сложившихся к моменту оценки рыночных условий, состояния рынка. Анализ наиболее эффективного использования позволяет определить доходное и конкурентное использование объекта недвижимости - то есть то, которому соответствует максимальная стоимость объекта.

Понятие "наилучшее и наиболее эффективное использование" в данном контексте обозначает разумное и возможное использование, которое способствует сохранению и поддержанию максимальной стоимости на фактический день проведения оценки для определения наилучшего и наиболее эффективного использования необходимо следовать четырем критериям:

- юридическая правомочность - рассмотрение тех способов использования, которые разрешены распоряжениями о функциональном зонировании, ограничениями на частную инициативу, положениями об исторических зонах и экономическим законодательством;

- физическая возможность - рассмотрение физически реальных в данной местности способов использования;

- экономическая приемлемость - рассмотрение того, какое физически возможное и юридически правомочное использование будет давать приемлемый доход владельцу недвижимости;

- максимальная эффективность - рассмотрение того, какое из экономически приемлемых использований будет приносить максимальный чистый доход или иметь максимальную текущую стоимость.

При этом, как следует из определения рыночной стоимости, способ использования недвижимости должен быть типичен для района, где она расположена.

Выводы такого анализа должны быть следствием расчётов рыночной стоимости оцениваемого объекта при рассмотрении различных способов его использования. Однако, в тех случаях, когда оценщик способен сделать обоснованное заключение по данному вопросу по иным основаниям, не требующим выполнения большого количества расчётов, ни один из известных нам Стандартов оценки не запрещает ему отказаться от соответствующих вычислений. Вывод о НЭСИ может следовать из анализа окружающей объект среды, известных перспектив её изменения, исследования свойств самого объекта и т. д. Справедливости ради следует заметить, что и в таком случае опытный оценщик проводит приблизительные расчёты или соотносит своё суждение с результатами ранее выполненных им расчётов по аналогичным объектам.

1.6. Предмет оценки бизнеса.

Основные понятия и определения.

Оценку бизнеса по ее предмету с самого начала нельзя смешивать с анализом финансово-хозяйственной деятельности фирмы (например, на основе исследования коэффициентов, рассчитываемых по бухгалтерскому балансу компании), который тоже иногда в «обывательском» смысле склонны называть оценкой того, как в фирме осуществляется бизнес.

Оценка бизнеса всегда отвечает на прямой вопрос: «сколько стоит или сколько может стоить бизнес?».

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПРИНЦИПЫ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА.

1.7. Особенности бизнеса как объекта оценки

Особое место среди объектов оценки занимает бизнес (предприятие, организация, компания). При оценке бизнеса объектом выступает деятельность направленная на получение прибыли и осуществляемая на основе функционирования имущественного комплекса предприятия.

Предприятие, организация является объектом гражданских прав (ст. 132 ГК РФ), вступает в хозяйственный оборот, участвует в хозяйственных операциях. В результате возникает потребность в оценке его стоимости.

В состав имущественного комплекса предприятия входят все виды имущества, предназначенного для реализации его целей, для осуществления хозяйственной деятельности, для получения прибыли, в том числе недвижимость (земельные участки, здания, сооружения), машины, оборудования, транспортные средства, инвентарь, сырье, продукция, а также имущественные

обязательства, ценные бумаги, нематериальные активы и объекты интеллектуальной собственности, в том числе фирменное наименование, знаки обслуживания, патенты, лицензии, ноу-хау, товарные знаки.

Поэтому при оценке бизнеса оценщик оценивает предприятие в целом, определяя стоимость как его собственного капитала, так и отдельные части имущественного комплекса (активы и обязательства).

Предприятие как объект оценки должно иметь четко определенные границы, будучи сложной системой, оцениваемый бизнес включает разнообразные составные части. В структуру предприятия могут входить цеха, участки, обслуживающие хозяйства, специальные подразделения, конторские строения, средства связи и коммуникации, которые могут располагаться на разных площадях и даже в разных регионах.

Большое значение имеет организационно-правовая форма существования предприятия. Объектом оценки могут быть объединения, холдинги, финансово-промышленные группы. В этом случае в рамках одного бизнеса объединяются несколько дочерних компаний, отделений, филиалов.

Для правильной оценки необходимо проследить формирование денежных потоков и направление их движения, а также права и роль каждого подразделения.

Необходимо также выяснить, входят ли в состав объекта оценки подразделения социально-культурной сферы, имеются ли объекты общенационального значения.

При оценке бизнеса надо учитывать то, что предприятие будучи юридическим лицом одновременно является и хозяйствующим субъектом (ст. 48 ГК), поэтому его стоимость должна учитывать наличие определенных юридических прав.

Это является одной из основных особенностей бизнеса как объекта оценки. Другая отличительная особенность заключается в том, что оценивая бизнес оценщик должен определить стоимость как имущественного комплекса (его материально-вещественную составляющую) так и эффективность самого процесса получения дохода и создания увеличения стоимости в рамках оцениваемого объекта (финансовую, управленческую составляющую).

Основу любого бизнеса составляет капитал, который функционирует в рамках определенных организационных структур — предприятий (организаций). Поэтому, оценивая бизнес, оценщик определяет стоимость собственного капитала и как фактора производства, и как квинтэссенцию бизнеса с учетом его организационно-правовой формы, отраслевых особенностей и нематериальных активов, включая goodwill.

Например, при оценке бизнеса ОАО определяется рыночная стоимость 100% пакета обыкновенных голосующих акций, составляющих капитал этого общества.

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, то теряет для него свою полезность и подлежит продаже. И если кто-то другой видит новые способы использования бизнеса, иные возможности получения дохода, то возникает спрос на бизнес, и он становится товаром.

В то же время получение дохода, воспроизводство или формирование альтернативного бизнеса, нового предприятия сопровождается определенными затратами.

Полезность и затраты в совокупности составляют ту величину, которая является основой рыночной стоимости, рассчитываемой оценщиком. Таким образом, бизнес как определенный вид деятельности и предприятие или организация как его организационная форма в рыночной экономике, удовлетворяют потребности собственника в доходах, для получения которых затрачиваются определенные ресурсы.

Бизнес (предприятие) обладает всеми признаками товара и может быть объектом купли-продажи. Но это — товары особого рода их особенности обуславливают принципы, подходы и методы их оценки.

1.8 Особенности бизнеса как товара:

Во-первых, это товар инвестиционный, т. е. товар, вложения в который осуществляются с целью отдачи в будущем. Затраты и получение доходов разъединены во времени. Причем размер ожидаемой прибыли неизвестен, имеет вероятностный характер, поэтому инвестору приходится учитывать риск возможной неудачи. Если будущие доходы с учетом времени их получения оказываются меньше издержек на приобретение инвестиционного товара, он теряет свою инвестиционную привлекательность. Таким образом, текущая стоимость будущих доходов, которые может получить собственник от данного бизнеса, представляет собой его рыночную стоимость.

Во-вторых, бизнес является системой, но продаваться может как вся система в целом, так и отдельные ее подсистемы и даже элементы. Фактически товаром становится не сам бизнес, а отдельные его составляющие, и оценщик определяет рыночную стоимость отдельных активов.

В-третьих, потребность в бизнесе как товаре зависит от процессов, которые происходят как внутри самого бизнеса, так и во внешней среде. Причем, с одной стороны, нестабильность в экономике приводит бизнес к неустойчивости, с другой стороны, его неустойчивость ведет к дальнейшему нарастанию нестабильности и в экономике в целом. Из этого вытекает еще одна особенность бизнеса как товара — потребность в регулировании как самого бизнеса, так и процесса его оценки, а также необходимость учитывать при оценке качество управления бизнесом.

В-четвертых, учитывая особое значение устойчивости бизнеса для стабильности в обществе, необходимо участие государства не только в регулировании механизма оценки бизнеса, его купли-продажи, но и формирования рыночных цен на бизнес, особенно, если речь идет о предприятии с долей государства в капитале.

1.9 . Цели оценки бизнеса

Профессиональный оценщик в своей деятельности всегда руководствуется конкретной целью. Четкая, грамотная формулировка цели позволяет правильно определить вид рассчитываемой стоимости, выбрать метод оценки.

Как правило, цель оценки состоит в определении какого-либо вида оценочной стоимости, необходимой клиенту для принятия инвестиционного решения, для заключения сделки, для внесения изменений в финансовую отчетность и т. п.

В проведении оценочных работ заинтересованы различные стороны, от государственных структур до частных лиц: контрольно-ревизионные органы, управленческие структуры, кредитные организации, страховые компании, налоговые фирмы и др. организации, частные владельцы бизнеса, инвесторы и т. п.

Стороны, заинтересованные в проведении оценочных работ, стремясь реализовать свои экономические интересы, определяют цели оценки.

Оценку бизнеса проводят в целях:

- повышения эффективности текущего управления предприятием, фирмой;
- купли-продажи акций, облигаций предприятий на фондовом рынке;
- принятия обоснованного инвестиционного решения;
- купли-продажи предприятия его владельцем целиком или по частям.
- установления доли совладельцев в случае подписания или расторжения договора, или в случае смерти одного из партнеров;
- реструктуризации предприятия. Ликвидация предприятия, слияние, поглощение либо выделение самостоятельных предприятий из состава холдинга предполагает проведение его рыночной оценки, так как необходимо определить цену покупки или выкупа акций, цену конверсии или величину премии, выплачиваемой акционерам поглощаемой фирмы.
- разработки плана развития предприятия. В процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы фирмы, степень ее устойчивости и ценность имиджа;
- определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании. В данном случае оценка требуется в силу того, что величина стоимости активов по бухгалтерской отчетности может резко отличаться от их рыночной стоимости;
- страхования, в процессе которого возникает необходимость определения стоимости активов в преддверии потерь;
- налогообложения.

При определении налогооблагаемой базы необходимо провести объективную оценку дохода предприятия, его имущества;

принятия обоснованных управленческих решений. Инфляция искажает финансовую отчетность предприятия, поэтому периодическая переоценка имущества независимыми оценщиками позволяет повысить реалистичность финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений;

осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса. В этом случае для его обоснования необходимо знать исходную стоимость предприятия в целом, его собственного капитала, активов, бизнеса.

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

Оценка стоимости отдельных элементов имущества предприятия проводится в следующих случаях:

- продажа какой-то части недвижимости, например, чтобы избавиться от неиспользуемых земельных участков, зданий, сооружений; расплатиться с кредиторами; расплатиться с партнерами при нанесении им ущерба согласно решению суда и т. д.;
- получение кредита под залог части недвижимости;
- страхование недвижимого имущества и определение в связи с этим стоимости страхуемого имущества;
- передача недвижимости в аренду;
- определение налоговой базы для исчисления налога на имущество;
- оформления части недвижимости в качестве вклада в уставной капитал другого создаваемого предприятия;
- оценка при разработке бизнес-плана по реализации какого-либо инвестиционного проекта;
- оценка недвижимого имущества как промежуточный этап в общей оценке стоимости предприятия при использовании затратного подхода.

Оценка стоимости оборудования необходима в следующих случаях:

- продажа некоторых единиц оборудования, приборов и оснастки по ряду причин: чтобы избавиться от ненужного, физически или морально устаревшего оборудования; расплатиться с кредиторами при неплатежеспособности; заменить оборудование более прогрессивным по экономическим и экологическим критериям;
- оформление залога под какую-то часть движимого имущества для обеспечения сделок и кредита;
- страхование движимого имущества;
- передача машин и оборудования в аренду;
- организация лизинга машин и оборудования;
- определение налоговой базы для основных средств при исчислении налога на имущество;
- оформление машин и оборудования в качестве вклада в уставной капитал другого предприятия;
- оценка стоимости машин и оборудования при реализации инвестиционного проекта.

Оценка стоимости фирменного знака или других средств индивидуализации предприятия и его продукции (услуг) производится:

- при их перекупке, приобретении другой фирмой;
- при предоставлении франшизы новым компаньонам, когда расширяется рынок сбыта и увеличивается объем продаж;
- при определении ущерба, нанесенного деловой репутации предприятия незаконными действиями со стороны других предприятий;
- при использовании их в качестве вклада в уставной капитал;
- при определении стоимости нематериальных активов, «гудвилла» для общей оценки стоимости предприятия.

Таким образом, обоснованность и достоверность оценки во многом зависит от того, насколько правильно определена область использования оценки: купля-продажа, получение кредита, страхование, налогообложение, реструктуризация и т. д.

Кроме ситуаций, в которых оценка является реализацией права государства, субъектов РФ, муниципальных образований или физических и юридических лиц на проведение оценки принадлежащих им объектов оценки, есть случаи, требующие обязательной оценки. Обязательность проведения оценки прописана в Федеральном законе об оценочной деятельности в Российской Федерации (ст. 8).

К таким случаям согласно Закону относятся сделки с объектами оценки, принадлежащих полностью или частично Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям.

1.10. Факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса.

При определении стоимости оценщик принимает во внимание различные микро- и макроэкономические факторы, к числу которых относятся следующие.

Спрос. Спрос определяется предпочтениями потребителей, которые зависят от того, какие доходы приносит данный бизнес собственнику, в какое время, с какими рисками это сопряжено, каковы возможности контроля и перепродажи данного бизнеса.

Доход. Доход, который может получить собственник объекта, зависит от характера операционной деятельности и возможности получить прибыль от продажи объекта после использования. Прибыль от операционной деятельности в свою очередь определяется соотношением потоков доходов и расходов.

Время. Большое значение для формирования стоимости предприятия имеет время получения доходов. Одно дело, если собственник приобретает активы и быстро начинает получать прибыль от их использования, и другое дело, если инвестирование и возврат капитала отделены значительным промежуток времени.

Риск. На величине стоимости неизбежно сказывается и риск как вероятность получения ожидаемых в будущем доходов.

Контроль. Одним из важнейших факторов, влияющих на стоимость, является степень контроля, которую получает новый собственник.

Если предприятие покупается в индивидуальную частную собственность или если приобретается контрольный пакет акций, то новый собственник получает такие существенные права, как право назначить управляющих, определить величину оплаты их труда, влиять на стратегию и тактику работы предприятия, продавать или покупать его активы; реструктурировать и даже ликвидировать данное предприятие; принимать решение о поглощении других предприятий; определять величину дивидендов и т. д. В силу того, что покупаются большие права, стоимость и цена, как правило, будут выше, чем в случае покупки неконтрольного пакета акций.

Ликвидность. Одним из важнейших факторов, влияющих при оценке на стоимость предприятия и его имущества, является степень ликвидности этой собственности.

Рынок готов выплатить премию за активы, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери части стоимости.

Отсюда стоимость закрытых акционерных обществ должна быть ниже стоимости аналогичных открытых обществ.

Ограничения. Стоимость предприятия реагирует на любые ограничения, которые имеет бизнес. Например, если государство, ограничивает цены на продукцию предприятия, то стоимость такого бизнеса будет ниже, чем в случае отсутствия ограничений.

Соотношение спроса и предложения. Спрос на предприятие, наряду с полезностью, зависит также от платежеспособности потенциальных инвесторов, ценности денег, возможности привлечь дополнительный капитал на финансовом рынке. Отношение инвестора к уровню доходности и степени риска зависит даже от возраста. Более молодые люди склонны идти на большой риск ради более высокой доходности в будущем.

Важным фактором, влияющим на спрос и стоимость бизнеса, является наличие альтернативных возможностей для инвестиций.

Спрос зависит не только от экономических факторов. Важны также социальные и политические факторы, такие как отношение к бизнесу в обществе и политическая стабильность. Цены предложения, в первую очередь, определяются издержками создания аналогичных предприятий в обществе. Очень важное значение имеет и количество выставленных на продажу объектов. Это влияет на доход.

Выбор решения и покупателя, и продавца зависит от перспективы развития данного бизнеса. Обычно стоимость предприятия в предбанкротном состоянии ниже стоимости предприятия с аналогичными активами, но финансово устойчивого.

На оценочную стоимость любого объекта влияет соотношение спроса и предложения. Если спрос превышает предложение, то покупатели готовы оплатить максимальную цену. Верхняя граница цены спроса определяется текущей стоимостью будущих прибылей, которые может получить собственник от владения этим предприятием.

Особенно это характерно для отраслей, в которых предложение ограничено природными возможностями. Отсюда следует, что наиболее близко к максимальной границе в случае превышения спроса над предложением будут цены на сырьевые предприятия. В то же время в случае превышения спроса над предложением возможно появление в некоторых отраслях новых предприятий, что приведет к увеличению их числа. В долгосрочном плане цены на эти предприятия могут несколько упасть.

Если же предложение превышает спрос, то цены диктуются производителем. Минимальная цена, по которой он может продать свой бизнес, определяется затратами на его создание.

Итак, основными факторами, определяющими оценочную стоимость, являются:

- спрос;
- прибыль оцениваемого бизнеса, настоящая и будущая;
- затраты на создание аналогичных предприятий;

- соотношение спроса и предложения на аналогичные объекты;
- риск получения доходов;
- степень контроля над бизнесом и степенью ликвидности активов.

1.11 Принципы оценки бизнеса

Можно выделить три группы принципов оценки:

- основанные на представлениях собственника;
- связанные с эксплуатацией собственности;
- обусловленные действием рыночной среды.

Большое количество принципов не означает, что можно применить их все сразу. В каждом случае выделяются основные и вспомогательные принципы.

Когда речь идет о принципах, то появляются лишь основные закономерности поведения субъектов рыночной экономики. В реальной жизни целый ряд факторов может искажать их действие. К примеру, государственное вмешательство иногда искажает реализацию тех или иных принципов оценки.

Несовершенство рыночных отношений, характерное для этапа перехода к рыночной экономике, еще больше деформирует действие принципов оценки. По этим причинам принципы оценки отражают лишь тенденцию экономического поведения субъектов рыночных отношений, а не гарантируют такого поведения.

Вместе с тем, по мере развития в нашей стране рыночных отношений действие объективных принципов оценки бизнеса будет усиливаться.

Рассмотрим первую группу принципов.

Ключевым критерием стоимости любого объекта собственности является его полезность. Бизнес обладает стоимостью только в том случае, когда может быть полезен реальному потенциальному собственнику.

Полезность для каждого потребителя индивидуальна, но качественно и количественно определена во времени, в пространстве и стоимости. Однако как общую полезность объекта для собственника в рыночной экономике можно выделить его способность приносить доход.

Полезность бизнеса — это его способность приносить доход в данном месте и в течение данного периода времени. Чем больше полезность, тем выше величина оценочной стоимости.

Принцип полезности заключается в том, что чем больше предприятие способно удовлетворять потребность собственника, тем выше его стоимость.

С точки зрения любого пользователя оценочная стоимость предприятия не должна быть выше минимальной цены на аналогичное предприятие с такой же полезностью.

Кроме того, за объект не разумно платить больше, чем может стоить создание нового объекта с аналогичной полезностью в приемлемые сроки. И еще один аспект применения принципа полезности: если инвестор анализирует поток дохода, то максимальная цена будет определяться посредством изучения других потоков доходов с аналогичным уровнем риска и качества.

При этом замещающий объект не обязательно должен быть точной копией, но должен быть похож на оцениваемый объект, и собственник рассматривает его как желаемый заменитель.

Границы «пространства одинаково желаемых заменителей» определяются потребностями и желанием пользователя. Предположим, что некоторый субъект хочет приобрести в свою собственность кондитерское предприятие, производящее конфеты.

При этом он сравнивает цены на аналогичные предприятия с ценами на фабрики, производящие печенье, пряники, пастилу и хлеб. Кроме того, покупатель не всегда ограничен бизнесом одного и того же типа. Таким образом, можно выделить еще один методологический принцип оценки стоимости предприятия — это принцип замещения. Он определяется следующим образом: максимальная стоимость предприятия определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью.

Из принципа полезности вытекает еще один принцип оценки — принцип ожидания или предвидения.

Конечно, прошлое и настоящее бизнеса являются важным, однако его экономическую оценку определяет будущее. Прошлые и настоящее состояние бизнеса являются лишь исходной основой, ключом к пониманию будущего поведения.

Полезность любого бизнеса, предприятия определяется тем, во сколько сегодня оцениваются прогнозируемые будущие выгоды (доходы). На оценке предприятия непосредственно сказывается представление о чистой отдаче от функционирования предприятия и ожидаемая выручка от перепродажи.

При этом очень важна величина, качество и продолжительность ожидаемого будущего потока дохода. Однако ожидания относительно этого потока могут меняться. Принцип ожидания можно определить следующим образом. Ожидание — это определение текущей стоимости дохода или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения данным предприятием.

Вторая группа принципов оценки обусловлена эксплуатацией собственности и связана с представлением производителей.

Доходность любой экономической деятельности определяется четырьмя факторами производства: землей, рабочей силой, капиталом и управлением. Доходность бизнеса — это результат действия всех четырех факторов, поэтому стоимость предприятия как системы определяется на основе оценки дохода.

Для оценки предприятия нужно знать вклад каждого фактора в формирование дохода предприятия. Отсюда следует еще один принцип оценки — принцип вклада, который сводится к следующему: включение любого дополнительного актива в систему предприятия экономически целесообразно, если получаемый прирост стоимости предприятия больше затрат на приобретение этого актива.

Каждый фактор должен быть оплачен из доходов, создаваемых данной деятельностью. Поскольку земля физически недвижима, факторы рабочей силы, капитала и управления должны быть привлечены к ней. Это означает, что сначала должна быть произведена компенсация за эти факторы, и остаточная сумма денег идет в оплату пользования земельным участком ее собственнику.

Остаточная продуктивность может быть результатом того, что земля позволяет пользователю извлекать максимальные доходы или до предела уменьшать затраты. Например, предприятие будет оценено выше, если земельный участок будет обеспечивать более высокий доход, или если его положение позволяет минимизировать затраты. Остаточная продуктивность земельного участка определяется как чистый доход, отнесенный к земельному участку, после того как оплачены расходы на менеджмент, рабочую силу и эксплуатацию капитала. Это принцип остаточной продуктивности.

Факторы производства оцениваются не сами по себе, а с учетом периода их воспроизводства, места в обороте капитала. С этой точки зрения устаревшее технологическое оборудование потребует полной замены, оплаты демонтажа и монтажа нового оборудования, что должно учитываться при оценке стоимости предприятия.

И, наоборот, высококвалифицированный состав рабочей силы должен оцениваться с точки зрения изменения или неизменности вида производственной деятельности; высококвалифицированных работников, имеющих большой опыт работы на устаревшем оборудовании, труднее переучить. Все эти факторы должны быть учтены покупателем.

Изменение того или иного фактора производства может увеличивать или уменьшать стоимость объекта. Из этого важного положения экономической теории вытекает еще один принцип оценки бизнеса, содержание которого можно свести к следующему: по мере добавления ресурсов к основным факторам производства, чистая отдача имеет тенденцию увеличиваться быстрее темпа роста затрат, однако после достижения определенной точки общая отдача, хотя и растет, однако уже замедляющимися темпами.

Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не станет меньше, чем затраты на добавленные ресурсы. Этот принцип базируется на теории предельного дохода и называется принципом предельной производительности.

Предприятие является системой, одной из закономерностей развития и существования которой является сбалансированность, пропорциональность ее элементов. Наибольшая эффективность предприятия достигается при объективно обусловленной пропорциональности факторов производства. Различные элементы системы предприятия должны быть согласованы между собой по пропускной способности и другим характеристикам. Добавление какого-либо элемента в систему, приводящее к нарушению пропорциональности, приводит к росту стоимости предприятия.

Итак, при оценке стоимости предприятия необходимо учитывать принцип сбалансированности (пропорциональности), согласно которому максимальный доход от предприятия можно получить при соблюдении оптимальных величин факторов производства.

Одним из важных моментов действия данного принципа является соответствие размеров предприятия потребностям рынка. Так, если предприятие является слишком большим для удовлетворения потребностей рынка, то его эффективность падает, особенно если затруднена доставка ресурсов или товаров.

Третья группа принципов напрямую обусловлена действием рыночной среды.

Ведущим фактором, влияющим на ценообразование в рыночной экономике, является соотношение спроса и предложения. Если спрос и предложение находятся в равновесии, то цены остаются стабильными и могут совпадать со стоимостью, особенно в условиях совершенного рынка.

Если рынок предлагает незначительное число прибыльных предприятий, т. е. спрос превышает предложение, то цены на них могут превысить их стоимость. Если на рынке имеет место избыток предприятий-банкротов, то цены на их имущество окажутся ниже реальной рыночной стоимости.

В долгосрочном аспекте спрос и предложение являются относительно эффективными силами в определении направления изменения цен. Но в короткие промежутки времени силы спроса и предложения могут и не иметь возможности эффективно работать на рынке имущества предприятий. Рыночные искажения могут быть следствием монопольного положения собственников. Кроме того, на этот рынок могут влиять государственные механизмы контроля. Например, органы власти могут установить контроль над продажей предприятий.

Как уже отмечалось, полезность определена во времени и пространстве. Рынок учитывает эту определенность, прежде всего, через цену. Если предприятие соответствует рыночным стандартам, характерным в данное время для данной местности, то цена на него будет колебаться вокруг среднерыночного значения; если же объект не соответствует требованиям рынка, то это, как правило, отражается через более низкую цену на данное предприятие.

С действием такой закономерности связан другой принцип — принцип соответствия, согласно которому предприятия, которые не соответствуют требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, уровню доходности и т. д., скорее всего, будут оценены ниже среднего.

С принципом соответствия связаны принципы регрессии и прогрессии. Регрессия имеет место, когда предприятие характеризуется излишними применительно к данным рыночным условиям улучшениями. Рыночная цена такого предприятия вероятно не будет отражать его реальную стоимость и будет ниже реальных затрат на его формирование. Прогрессия имеет место, когда в результате функционирования соседних объектов, например, объектов, обеспечивающих улучшенную инфраструктуру, рыночная цена данного предприятия, скорее всего, окажется выше его стоимости.

На ценообразование влияет конкуренция. Если отрасль, в которой действует предприятие, приносит избыточную прибыль, то в свободной рыночной экономике в эту область пытаются проникнуть и другие предприниматели. Это увеличит предложение в будущем и снизит норму прибыли.

В настоящее время многие наши предприятия получают сверхприбыли только в результате своего монополистического положения и по мере обострения конкуренции их доходы будут заметно сокращаться. Отсюда вытекает, что при оценке стоимости предприятий следует учитывать степень конкурентной борьбы в данной отрасли в настоящее время и в будущем.

Содержание принципа конкуренции сводится к следующему: если ожидается обострение конкурентной борьбы, то при прогнозировании будущих прибылей данный фактор можно учесть либо за счет прямого уменьшения потока доходов, либо путем увеличения фактора риска, что опять же снизит текущую стоимость будущих доходов.

Стоимость бизнеса определяется не только внутренними факторами, но, во многом, — внешними. Стоимость предприятия, стоимость его имущества в значительной мере зависит от состояния внешней среды, степени политической и экономической стабильности в стране. Отсюда следует, что при оценке предприятия необходимо учитывать принцип зависимости от внешней среды.

Изменение политических, экономических и социальных сил влияет на конъюнктуру рынка и уровень цен. Вследствие этого стоимость предприятия изменяется.

Следовательно, оценка стоимости предприятия должна проводиться на определенную дату. В этом заключается суть принципа изменения стоимости. Из этого принципа следует, что для того, чтобы рассмотреть возможные способы использования данного предприятия, необходимо исходить из условий рыночной среды. Спрос на рынке, возможности развития бизнеса, местоположение и другие факторы определяют альтернативные способы использования данного предприятия.

При рассмотрении альтернатив развития может возникнуть вопрос об экономическом разделении имущественных прав на собственность, если таковое позволит увеличить общую стоимость. Экономическое разделение имеет место, если права на объект можно разделить на два или более имущественных интереса, в результате чего общая стоимость объекта возрастает. Принцип экономического разделения гласит, что имущественные права следует разделить и соединить таким образом, чтобы увеличить общую стоимость объекта.

Результатом такого анализа является определение наилучшего и наиболее эффективного использования собственности, иначе говоря, определение направления использования собственности предприятия, которое юридически, технически осуществимо и которое обеспечивает собственнику максимальную стоимость оцениваемого имущества.

В этом заключается принцип наилучшего и наиболее эффективного использования. Данный принцип применяется, если оценка проводится в целях реструктурирования. Если же целью оценки является определение стоимости действующего предприятия без учета возможных изменений, то данный принцип не применяется.

1.12. Подходы и методы, используемые для оценки бизнеса

Оценку бизнеса осуществляют с позиций трех подходов: доходного, затратного и сравнительного. Каждый подход позволяет подчеркнуть определенные характеристики объекта. Так,

при оценке с позиции доходного подхода во главу угла ставится доход, как основной фактор, определяющий величину стоимости объекта.

Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях. При этом имеет значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс.

Оценщик, внимательно изучающий соответствующую рыночную информацию, пересчитывает эти выгоды в единую сумму текущей стоимости. **Доходный подход** — предполагает определение текущей стоимости будущих доходов, которые, как ожидается, принесут использование и возможная дальнейшая продажа собственности. В данном случае применяется оценочный принцип ожидания.

Хотя, как правило, доходный подход является наиболее подходящей процедурой для оценки бизнеса, полезно бывает использовать также сравнительный и затратный подходы. В некоторых случаях затратный или сравнительный подходы могут быть более точными или более эффективными. Во многих случаях каждый из трех подходов может быть использован для проверки оценки стоимости, полученной другими подходами.

Сравнительный подход особенно полезен тогда, когда существует активный рынок сопоставимых объектов собственности. Точность оценки зависит от качества собранных данных, так как применяя данный подход, оценщик должен собрать достоверную информацию о недавних продажах сопоставимых объектов.

Эти данные включают: экономические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и условия финансирования. Действенность такого подхода снижается в случае, если сделок было мало, если момент их совершения и момент оценки разделяет продолжительный период времени; если рынок находится в аномальном состоянии, так как быстрые изменения на рынке приводят к искажению показателей. Сравнительный подход основан на применении принципа замещения. Для сравнения выбираются конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты. Обычно между ними существуют различия, поэтому необходимо провести соответствующую корректировку данных. В основу приведения поправок положен принцип вклада.

Затратный подход наиболее применим для оценки предприятий, имеющих разнородные активы в т.ч. финансовые, а также в том случае, если бизнес не приносит устойчивый доход. Методы затратного подхода целесообразно использовать и при оценке специальных видов бизнеса (гостиниц, мотелей и т. п.), в целях страхования.

Собираемая информация обычно включает данные о характеристиках оцениваемых активов, в т. ч. ценах на землю, строительные спецификации, данные об уровне зарплаты, стоимости материалов, расходах на оборудование, о прибыли и накладных расходах строителей на местном рынке и т. п.

Необходимая информация зависит от специфики оцениваемого объекта. Данный подход сложно применять при оценке уникальных объектов, обладающих исторической ценностью, эстетическими характеристиками или устаревших объектов.

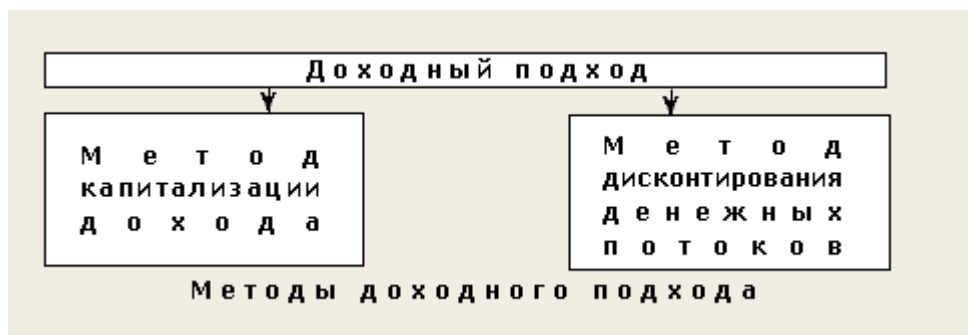
Затратный подход основан на принципе замещения, принципе наилучшего и наиболее эффективного использования, сбалансированности, экономической величины и экономического разделения.

В целом, все три подхода связаны между собой. Каждый из них предлагает 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 ставки дисконтирования и коэффициентов капитализации, которые также рассчитываются по данным рынка.

При выборе подхода перед оценщиком открываются различные перспективы.

Хотя эти подходы основываются на данных, собранных на одном и том же рынке, каждый имеет дело с различным аспектом рынка. На совершенном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков являются несовершенными, предложение и спрос не находятся в равновесии. Потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производители могут быть неэффективны. По этим, а также и по другим причинам данные подходы могут давать различные показатели стоимости.

Каждый из трех рассмотренных подходов предопределяет использование присущих ему методов.



Согласно методу капитализации рыночная стоимость бизнеса определяется по формуле $V = D/R$, где D — чистый доход бизнеса за год; R — коэффициент капитализации.

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



Рыночная стоимость бизнеса методом чистых активов определяется как разность между суммами рыночных стоимостей всех активов предприятия и его обязательствами.

Ликвидационная стоимость предприятия определяется как разность между суммарной стоимостью всех активов предприятия и затратами на его ликвидацию.

Метод рынка капитала основан на рыночных ценах акций аналогичных компаний. Инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), может инвестировать либо в эти компании, либо в оцениваемую.



Поэтому, данные о компании, чьи акции находятся в свободной продаже, при использовании соответствующих корректировок, должны послужить ориентиром для определения цены оцениваемой компании. Данный метод используется для оценки миноритарных пакетов акций.

Метод сделок основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний.

Метод отраслевых коэффициентов позволяет рассчитывать ориентировочную стоимость бизнеса по формулам, выведенным на основе отраслевой статистики.

1.13. Оценка бизнес-линий.

Бизнес-линию можно определить как совокупность прав собственности, достаточно долгосрочных привилегий и конкурентных преимуществ, специального (по возможному применению) и универсального имущества, технологий, а также контрактов (по закупке ресурсов, аренде имущества,

найму работников и сбыту продукта), которые обеспечивают возможность получать определенные доходы (поток доходов — cash-stream).

В таком широком смысле бизнес-линию называют еще продуктовой линией. В инвестиционном анализе бизнес-линию именуют также инвестиционным проектом, который может находиться на разных стадиях своего жизненного цикла. В узком смысле о бизнес-линии говорят как о совокупности контрактов (особенно долгосрочных), включая лицензии на вид деятельности и на технологии, которые являются ключевыми (так называемые закупочные и сбытовые линии бизнеса) для обусловленного ими потока доходов.

Соответственно бизнес-линии могут служить в качестве:

продуктовых линий либо инвестиционных проектов (бизнес-линии в широком смысле);
совокупности контрактов, обеспечивающих закупочные и сбытовые линии бизнеса (бизнес-линии в узком смысле).

Предметом оценки в последнем случае может выступать даже отдельный долгосрочный контракт, позволяющий регулярно получать определенные дополнительные доходы или регулярно получать определенную экономию на затратах. Примерами здесь могут служить долгосрочные льготные (выгодные) договоры поставки товара по цене выше рыночной либо, наоборот, долгосрочные льготные договоры закупки ресурса (товара, сырья, комплектующего изделия, найма работника и пр.) по цене ниже рыночной. Такой же смысл имеет и оценка долгосрочных льготных договоров аренды недвижимости или оборудования (для арендодателя — по цене выше рыночной, для арендатора — по цене ниже рыночной).

Цели оценки бизнес-линий

Оценка бизнес-линий в хозяйственной практике может иметь пять основных целей.

1. Нужно ценить все бизнес-линии предприятия, чтобы суммой их стоимости (плюс рыночная стоимость указанных выше нефункционирующих активов) охарактеризовать подлинную рыночную стоимость данного предприятия как постоянно действующего.

2. Следует определить ориентировочную обоснованную максимальную стартовую цену, по которой держателю составляющих бизнес-линию контрактов можно продать третьим лицам свою контрактную позицию (права по контакту) в форме контрактной цессии,

3. Требуется оценить целиком однопродуктовое предприятие, цена которого совпадает с оценкой его единственной бизнес-линии.

4. Необходимо оценить рыночную стоимость инвестиционного проекта, совпадающего с рассматриваемой бизнес-линией (что, в свою очередь, может быть использовано в целях отбора инвестиционных проектов для финансирования).

5. Целесообразно установить ориентировочную обоснованную рыночную стоимость уставного (собственного) капитала предприятия, учрежденного для реализации планируемого инвестиционного проекта, имеющего для этого решающие конкурентные преимущества, до реализации оцениваемого проекта.

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

Если период, в течение которого планируется осуществлять приносящие доходы операции, окажется короче периода учета в оценке бизнеса потенциально возможных от него доходов, то оценка бизнеса при таком подходе будет завышена. И наоборот.

Иначе говоря, при оценке бизнес-линий важны планы конкретного предпринимателя (менеджера), касающиеся времени продолжения операций (деятельности) в рамках оцениваемой бизнес-линии. Цели оценки здесь пересекаются с целями ведения бизнеса и предпочтениями предпринимателя (владельца бизнес-линий) по поводу времени, к которому ему необходимо накопить доходы для реализации своих более широких потребительских, инвестиционных и других планов. Другими словами, период учета в оценке бизнес-линии ожидаемых по ней доходов не может быть больше временного горизонта процесса анализа инвестора, для которого производится оценка.

Применительно ко всем инвесторам или к некоему среднему инвестору это означает, что период, в течение которого для рассматриваемой оценки выявляются и учитываются ожидаемые по бизнес-линии доходы, не может быть больше среднего временного горизонта анализа или горизонта планирования (жизни, потребления), характерного для хозяйствующих субъектов в данной стране и в данных условиях ее развития. Что касается учета рискованности ожидаемых по бизнес-линии доходов, то это предмет отдельного исследования, осуществляемого специальными методами.

Первая и вторая из указанных выше целей оценки совпадают, когда предметом оценки оказывается однопродуктовое предприятие, имеющее только одну бизнес-линию. Этот простой и наглядный случай в последующем часто будет выбираться в качестве базового. Оценка бизнес-линии в применении к оценке инвестиционных проектов чаще всего используется для оценки вновь начинаемых инвестиционных проектов, когда критично необходимые для их реализации права собственности, контактные права, другие нематериальные, а также материальные активы имеются

именно у того, кто на основании оценки данного проекта принимает решение о том, финансировать его или не финансировать.

Наконец, тот, кто имеет перечисленные критичные для реализации проекта конкурентные преимущества, может принять решение продать их и, следовательно, права на получение ожидаемых по проекту доходов. Максимальной ценой, которую продавец тогда может ожидать, и явится результат оценки подобного еще не начатого бизнеса.

Самой распространенной формой запродажи прав (конкурентных преимуществ) на еще не начатый, но спланированный и реально возможный выгодный бизнес, является перепродажа целиком нового продуктового предприятия, которое для реализации инвестиционного проекта уже учреждено, но которое к данному проекту еще не приступило.

ТЕМА 2. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ.

Одной из основных причин возникновения специальных методов оценки инвестиционных проектов является неодинаковая ценность денежных средств во времени. Практически это означает, что рубль сегодняшний считается нетождественным рублю через год. Причина такого разного отношения к одной и той же денежной сумме даже не инфляция, хотя мысль о ней может возникнуть в первую очередь. Куда более фундаментальной причиной является то, что рубль, вложенный в любого рода коммерческие операции (включая и простое помещение его на депозит в банке), способен через год превратиться в большую сумму за счет полученного с его помощью дохода.

Эта модель умножения сбережений, известная как модель сложных процентов, в общем виде может быть записана следующим образом:

$$FV = PV(1 + E)^K, \quad (2.1)$$

где FV – будущая величина той суммы, которую мы инвестируем в любой форме сегодня и которой будем располагать через интересующий нас период времени, в течение которого эти деньги будут работать;

PV (present value) – текущая (современная) величина той суммы, которую мы инвестируем ради получения дохода в будущем;

E – величина доходности наших инвестиций, в данном примере она равна ставке банковского процента по сберегательному вкладу, а в более общем случае – прибыльности инвестиций;

K – число стандартных периодов времени, в течение которых наши инвестиции будут участвовать в коммерческом обороте, “зарабатывая” нам доходы.

Теперь попробуем решить обратную задачу, т.е. определить текущую (современную) стоимость (PV) (или определение того, сколько надо было бы инвестировать сегодня, чтобы получить некоторую сумму в будущем).

Для осуществления такого расчета используется формула, которая является обратной по смыслу формуле (2.2):

$$PV = \frac{FV_K}{(1 + E)^K} = FV_K \frac{1}{(1 + E)^K}. \quad (2.2)$$

Эта истина является аксиомой финансовых операций и предопределяет весь механизм экономического обоснования и анализа инвестиционных проектов. Описанные выше процессы называются:

- *дисконтированием*, т.е. процессом приведения (корректировки) будущей стоимости денег к их текущей (современной стоимости).
- процесс обратный дисконтированию, а именно, определение будущей стоимости, есть не что иное, как *начисление* сложных процентов на первоначально инвестируемую стоимость.

2.1 Методы доходного подхода.

Использование доходного подхода к оценке основано на следующей предпосылке: стоимость имущества зависит от величины дохода, который, как ожидается, оно принесет. При применении данного подхода анализируется способность недвижимости генерировать определенный доход,

который обычно выражается в форме дохода от эксплуатации объекта и дохода от его последующей продажи.

Для оценки стоимости доходной недвижимости применяют метод прямой капитализации или метод дисконтирования доходов.

При использовании *метода прямой капитализации* сумма дохода за типичный («нормальный») год функционирования объекта делится на соответствующую норму дохода или умножается на соответствующий коэффициент дохода. В любом случае эта норма дохода (коэффициент дохода) называется коэффициентом капитализации.

Коэффициент капитализации определяется на основании рыночных данных путем выявления взаимосвязи между годовым доходом и стоимостью аналогичных объектов. В качестве показателя годового дохода может быть принят потенциальный валовый доход, действительный валовый доход, чистый операционный доход и другие виды дохода. Выбор показателя дохода зависит от наличия доступной информации и традиций рынка.

Метод капитализации дохода наиболее применим к объектам, приносящим доход со стабильными и предсказуемыми суммами доходов и расходов, а также продолжительным сроком экономической жизни.

При применении метода *дисконтирования доходов*, будущие потоки доходов каждого периода пересчитываются в текущую стоимость путем дисконтирования с использованием соответствующей ему нормы дисконтирования. Норма (ставка) дисконтирования представляет собой меру оценки инвесторами своих требований к отдаче на вложенный капитал с учетом риска получения дохода характерного для данного рода объекта недвижимости. Метод дисконтирования доходов обычно применяется к объектам, имеющим нестабильные потоки доходов и расходов.

Использование любого из методов при доходном подходе предполагает прогнозирование будущих доходов и пересчет их в текущую стоимость.

Процедура расчетов стоимости недвижимости с использованием доходного подхода состоит из следующих шагов:

Определение наиболее типичного периода владения объектом.

Прогнозирование доходообразующих показателей и вычисление ожидаемого потенциального валового дохода, т.е. максимально возможного валового дохода при 100 % загрузке.

Прогнозирование возможных потерь от простоя (недозагруженности) объектов недвижимости, потерь и задержек (в случае, когда речь идет о сборе арендной платы) для определения действительного валового дохода.

Прогнозирование всех операционных расходов и вычитание их из действительного валового дохода для определения чистого потока наличности.

Определение коэффициента дисконтирования и/или ставки капитализации.

Расчет стоимости объекта на дату оценки путем капитализации дохода за репрезентативный год или суммирования текущих стоимостей потоков доходов за период владения.

2.2. Методы доходного подхода к оценке недвижимости

Метод дисконтированных денежных потоков (принципы, лежащие в основе метода дисконтированных денежных потоков, схема использования метода, номинальные и реальные денежные потоки, расчет ставки дисконтирования, реверсия)

Метод прямой капитализации (схема применения метода, методы определения коэффициента капитализации).



Рис. 1. Классификация методов оценки по доходу.

В рамках доходного подхода различают метод прямой капитализации и метод капитализации доходов по норме отдачи на капитал (рис. 2.1). В основе этих методов лежит анализ и оценка чистого операционного дохода и коэффициента капитализации или дисконтирования.

При прямой капитализации осуществляется оценка чистого операционного дохода первого года использования актива при условии, что он находится в стадии генерации типичных доходов, и оценка коэффициента капитализации для преобразования дохода в текущую стоимость, а в методе капитализации по норме отдачи на капитал — прогноз чистого операционного дохода в процессе использования актива, включая чистый доход от реверсии в конце прогнозного периода, оценку коэффициента дисконтирования и определение суммы текущих стоимостей этих доходов.

Отличаются эти методы способами анализа и построения потока доходов и коэффициентов их преобразования в текущую стоимость. В методе прямой капитализации для оценки рыночной стоимости чистый доход первого года от использования актива делится на коэффициент капитализации, полученный на основе анализа данных о коэффициентах капитализации доходов активов, аналогичных оцениваемому активу. При этом нет необходимости оценивать тенденцию изменения дохода во времени, а при оценке коэффициента капитализации — учитывать отдельно его составляющие: норму отдачи на капитал и норму его возврата. Предполагается, что учет тенденций всех составляющих оцениваемого актива заложен в рыночных данных. Необходимо отметить, что метод прямой капитализации применим для оценки действующих активов, используемых наиболее эффективным образом и не требующих на дату оценки больших по длительности капиталовложений в ремонт или реконструкцию. При оценке же методом капитализации по норме отдачи на капитал отдельно учитывается тенденция изменения чистого дохода во времени и анализируются отдельно все составляющие коэффициента капитализации.

Метод анализа дисконтированных денежных потоков (DCF анализ) позволяет учесть любую динамику изменения доходов и расходов, а капитализация по расчетным моделям используется для потока доходов, тенденция изменения которого является предсказуемой и может быть описана некоторой математической моделью.

Таким образом, можно дать следующие определения методов анализа дисконтированных денежных доходов и капитализации по расчетным моделям.

2.3 Метод анализа дисконтированных денежных потоков

— метод капитализации по норме отдачи на капитал, при котором для оценки рыночной стоимости с использованием в качестве ставки дисконтирования нормы отдачи на капитал отдельно дисконтируются с по следующим суммированием денежные потоки каждого года эксплуатации оцениваемого актива, включая денежный поток от его пере продажи в конце периода владения.

Метод капитализации по расчетным моделям — метод капитализации по норме отдачи на капитал, при котором для оценки рыночной стоимости наиболее типичный доход первого года преобразуется в стоимость с использованием формализованных расчетных моделей дохода и стоимости, полученных на основе анализа тенденций их изменения в будущем.

В зависимости от структуры оцениваемого актива как источника доходов с физической и финансовой точек зрения метод капитализации доходов может иметь целый ряд разновидностей.

Так, в зависимости от источников финансирования методы капитализации доходов можно подразделить на метод капитализации до ходов собственного капитала, метод капитализации доходов заемного капитала (методы остатка для собственного и заемного капитала) и метод капитализации доходов смешанного (собственного и заемного) капитала, который применяется в рамках ипотечно-инвестиционного анализа.

Если рассматривать объект недвижимости с физической точки зрения, то можно говорить о методах остатка для соответствующих физических компонентов оцениваемой собственности (например, для недвижимости — методы остатка для земли и улучшений). Метод остатка для земли базируется на концепции остаточной доходности, в соответствии с которой доход, извлекаемый из земли, представляет то, что остается после возмещения расходов на три фактора производства: труд, управление и капитал. Метод остатка для улучшений также базируется на концепции остаточной доходности, но с другим набором факторов производства: труд, управление и земля.

Результат оценки доходным методом зависит от величины и динамики изменения чистого операционного дохода в течение прогнозного периода. Чистый операционный доход, который генерирует актив, является разностью действительного валового дохода и операционных расходов. Часть операционных расходов зависит от стоимости актива, а именно: налога на собственность, расходов капитального характера, расходов на страхование, расходов при продаже актива в конце прогнозного периода и т.п., т.е. зависят от результата оценки. Таким образом, в процессе оценки возникает несогласованность между исходными данными и результатом оценки. В экономике эта несогласованность получила название проблемы циркулятивности. При решении задачи оценки

стоимости она решается методом последовательных приближений. При этом обязательным условием решения задачи является знание функции изменения стоимости оцениваемого актива во времени.

Анализ методов оценки по доходу, используемых на Западе, пока дал, что в них при формировании операционных расходов для расчета налога на собственность в качестве налогооблагаемой базы используется балансовая стоимость актива. Такое допущение оправданно и не приводит к большим ошибкам оценки, так как в условиях развитого рынка балансовая стоимость близка к рыночной стоимости. Иная ситуация складывается на зарождающихся рынках, к числу которых можно отнести рынок активов России. Балансовая стоимость наших активов может отличаться от рыночной в несколько раз, и ее использование для оценки рыночной стоимости в качестве налогооблагаемой базы, как показывают исследования, может при вести к большим ошибкам. Таким образом, использование метода последовательных приближений, позволяющего определить итерационным путем справедливую базу для налогообложения, при оценке активов на российском рынке является необходимым условием получения достоверного результата.

Все разновидности методов оценки по доходу основаны на одном и том же принципе ожидания и имеют с экономической точки зрения формально одинаковую структуру.

Применяется метод ДДП, когда:

- предполагается, что будущие денежные потоки будут существенно отличаться от текущих;
- имеются данные, позволяющие обосновать размер будущих потоков денежных средств от недвижимости;
- потоки доходов и расходов носят сезонный характер;
- оцениваемая недвижимость - крупный многофункциональный коммерческий объект;
- объект недвижимости строится или только что построен и вводится (или введен в действие).

Метод ДДП позволяет оценить стоимость недвижимости на основе текущей стоимости дохода, состоящего из прогнозируемых денежных потоков и остаточной стоимости.

Для расчета ДДП необходимы данные:

- длительность прогнозного периода;
- прогнозные величины денежных потоков, включая реверсию(перепродажа объекта);
- ставка дисконтирования.

Алгоритм расчета метода ДДП.

1. Определение прогнозного периода. В международной оценочной практике средняя величина прогнозного периода 5-10 лет, для России типичной величиной будет период длительностью 3-5 лет. Это реальный срок, на который можно сделать обоснованный прогноз.

2. Прогнозирование величин денежных потоков.

При оценке недвижимости методом ДДП рассчитывается несколько видов дохода от объекта:

- 1) потенциальный валовой доход;
- 2) действительный валовой доход;
- 3) чистый операционный доход;
- 4) денежный поток до уплаты налогов;
- 5) денежный поток после уплаты налогов.

Расшифровка каждой из этих позиций будет представлена при описании алгоритма методом капитализации.

Необходимо учитывать, что требуется дисконтировать именно денежный поток, так как:

- денежные потоки не так изменчивы, как прибыль;
- понятие «денежный поток» соотносит приток и отток денежных средств, учитывая такие денежные статьи, как «капиталовложения» и «долговые обязательства», которые не включаются в расчет прибыли;

• показатель прибыли соотносит доходы, полученные в определенный период, с расходами, понесенными в этот же период, вне зависимости от реальных поступлений или расхода денежных средств;

• денежный поток - показатель достигнутых результатов как для самого владельца, так и для внешних сторон и контрагентов - клиентов, кредиторов, поставщиков и т. д., поскольку отражает постоянное наличие определенных денежных средств на счетах владельца.

Определение ставки дисконтирования.

«Ставка дисконта - коэффициент, используемый для расчета текущей стоимости денежной суммы, получаемой или выплачиваемой в будущем».

Ставка дисконтирования должна отражать взаимосвязь «риск - доход», а также различные виды риска, присущие этой недвижимости (коэффициент капитализации).

Метод мониторинга основан на регулярном мониторинге рынка, отслеживании по данным сделок основных экономических показателей инвестиций в недвижимость. Подобную информацию необходимо обобщать по различным сегментам рынка и регулярно публиковать. Такие данные служат ориентиром для оценщика, позволяют проводить качественное сравнение полученных расчетных показателей со среднерыночными, проверяя обоснованность различного рода допущений.

Расчет стоимости объекта недвижимости методом ДДП производится по формуле:

$$PV = \sum_{t=i}^n \frac{Ci}{(1+i)^t} + M * \frac{1}{(1+i)^n}$$

где

PV – текущая стоимость;

Ci – денежный поток периода t;

It – ставка дисконтирования денежного потока периода t;

M – остаточная стоимость.

Остаточная стоимость, или стоимость реверсии, должна быть продисконтирована (по фактору последнего прогнозного года) и прибавлена к сумме текущих стоимостей денежных потоков.

Таким образом, стоимость объекта недвижимости равна = Текущая стоимость прогнозируемых денежных потоков + Текущая стоимость остаточной стоимости (реверсии).

2.4. Метод прямой капитализации

— метод оценки рыночной стоимости доходного актива, основанный на прямом преобразовании наиболее типичного дохода первого года в стоимость путем деления его на коэффициент капитализации, полученный на основе анализа рыночных данных о соотношениях дохода к стоимости активов, аналогичных оцениваемому.

Достоинства и недостатки метода определяются по следующим критериям:

- возможность отразить действительные намерения потенциального покупателя (инвестора);
- тип, качество и обширность информации, на основе которой проводится анализ;
- способность учитывать конкурентные колебания;
- способность учитывать специфические особенности объекта, влияющие на его стоимость (месторасположение, размер, потенциальная доходность).

Метод капитализации доходов используется, если:

- потоки доходов стабильны длительный период времени, представляют собой значительную положительную величину;
- потоки доходов возрастают устойчивыми, умеренными темпами. Результат, полученный данным методом, состоит из стоимости зданий, сооружений и из стоимости земельного участка, т.е. является стоимостью всего объекта недвижимости. Базовая формула расчета имеет следующий вид:

$$C = \frac{NOY}{Rk} \text{ или } C = \frac{ЧОД}{KK}, \text{ где}$$

C - стоимость объекта недвижимости (ден.ед.);

KK - коэффициент капитализации (%).

Таким образом, метод капитализации доходов представляет собой определение стоимости недвижимости через перевод годового (или среднегодового) чистого операционного дохода (ЧОД) в текущую стоимость.

При применении данного метода необходимо учитывать следующие ограничивающие условия:

- нестабильность потоков доходов;
- если недвижимость находится в стадии реконструкции или незавершенного строительства.

Основные проблемы данного метода

1. Метод не рекомендуется использовать, когда объект недвижимости требует значительной реконструкции или же находится в состоянии незавершенного строительства, т.е. в ближайшем будущем не представляется возможным выход на уровень стабильных доходов.

2. В российских условиях основная проблема, с которой сталкивается оценщик, - «информационная непрозрачность» рынка недвижимости, прежде всего отсутствие информации по реальным сделкам продажи и аренды объектов недвижимости, эксплуатационным расходам, отсутствие статистической информации по коэффициенту загрузки на каждом сегменте рынка в различных регионах. В результате расчет ЧОД и ставки капитализации становится очень сложной задачей.

Основные этапы процедуры оценки методом капитализации:

1) определение ожидаемого годового (или среднегодового) дохода, в качестве дохода, генерируемого объектом недвижимости при его наилучшем и наиболее эффективном использовании;

2) расчет ставки капитализации;

3) определение стоимости объекта недвижимости на основе чистого операционного дохода и коэффициента капитализации путем деления ЧОД на коэффициент капитализации.

Потенциальный валовой доход (ПВД) - доход, который можно получить от недвижимости при 100%-ом ее использовании без учета всех потерь и расходов. ПВД зависит от площади оцениваемого объекта и установленной арендной ставки и рассчитывается по формуле:

$$ПВД = S * C_m, \text{ где}$$

S - площадь, сдаваемая в аренду, кв. м.;

C_m - арендная ставка за 1 кв. м,

Действительный валовой доход (ДВД) - это потенциальный валовой доход за вычетом потерь от недоиспользования площадей и при сборе арендной платы с добавлением прочих доходов от нормального рыночного использования объекта недвижимости:

$$ДВД = ПВД - \text{Потери} + \text{Прочие доходы}$$

Чистый операционный доход (ЧОД) - действительный валовой доход за минусом операционных расходов (ОР) за год (за исключением амортизационных отчислений):

$$ЧОД = ДВД - ОР.$$

Операционные расходы - это расходы, необходимые для обеспечения нормального функционирования объекта недвижимости и воспроизводства действительного валового дохода.

Преимущества метода капитализации доходов заключаются в том, что этот метод непосредственно отражает рыночную конъюнктуру, так как при его применении анализируются с точки зрения соотношения дохода и стоимости, как правило, большое количество сделок с недвижимостью, а также при расчете капитализируемого дохода составляется гипотетический отчет о доходах, основной принцип построения которого - предположение о рыночном уровне эксплуатации недвижимости.

Недостатки метода капитализации доходов состоят в том, что:

- применение его затруднительно, когда отсутствует информация о рыночных сделках;
- метод не рекомендуется использовать, если объект недостроен, не вышел на уровень стабильных доходов или серьезно пострадал в результате форс-мажорных обстоятельств и требует серьезной реконструкции.

2.5. Расчет коэффициента капитализации

Коэффициент капитализации состоит из двух частей:

1) ставки доходности инвестиции (капитала), являющейся компенсацией, которая должна быть выплачена инвестору за использование денежных средств с учетом риска и других факторов, связанных с конкретными инвестициями;

2) нормы возврата капитала, т.е. погашение суммы первоначальных вложений. Причем этот элемент коэффициента капитализации применяется только к изнашиваемой части активов.

Ставка дохода на капитал строится методом кумулятивного построения:

Безрисковая ставка дохода + Премии за риск +

+ Вложения в недвижимость + Премии за низкую ликвидность недвижимости + Премии за инвестиционный менеджмент.

Безрисковая ставка доходности - ставка процента в высоколиквидные активы, т.е. это ставка, которая отражает «фактические рыночные возможности вложения денежных средств фирм и частных лиц без какого то бы ни было риска не возврата».

Безрисковая ставка используется в качестве базовой, к которой добавляются остальные (ранее перечисленные) составляющие - поправки на различные виды риска, связанные с особенностями оцениваемой недвижимости.

Требования к безрисковой ставке:

доходность на наиболее ликвидные активы, для которых характерна относительно низкая ставка доходности, но с гарантией возврата капитала, и доступные для инвестора в качестве альтернативного варианта вложений.

Для определения безрисковой ставки можно пользоваться как российскими, так и западными показателями по безрисковым операциям. Безрисковой ставкой по западной методике считается ставка доходности по долгосрочным (20 лет) правительственным облигациям на мировом рынке (США, Германия, Япония и т.д.). При использовании данной безрисковой ставки к ней необходимо прибавить премию за риск инвестирования в Россию (страновой риск). Такой расчет безрисковой ставки принят в современной практике оценки, но нарушает принцип доступности инвесторов к высоколиквидным активам, поскольку российские предприятия не могут серьезно рассматривать в качестве альтернативы вложение капитала в долгосрочные правительственные облигации мирового рынка.

Ставка капитализации представляет собой уровень доходности, на который согласился бы инвестор, принимая решение о вложении денег в конкретный проект. Чем выше уровень риска, связанный с данным проектом, тем более высокую норму доходности требует инвестор. В связи с этим, расчет ставки дисконта заключается в оценке рисков, связанных с вложением денег в конкретный актив.

Расчет премии за риск:

Расчет различных составляющих премии за риск:

- надбавка за низкую ликвидность. При расчете данной составляющей учитывается невозможность немедленного возврата вложенных в объект недвижимости инвестиций, и она может быть принята на уровне долларовой инфляции за типичное время экспозиции подобных оцениваемых объектов на рынке;

- надбавка за риск вложения в недвижимость. В данном случае учитывается возможность случайной потери потребительской стоимости объекта, и надбавка может быть принята в размере страховых отчислений в страховых компаниях высшей категории надежности;

- надбавка за инвестиционный менеджмент. Чем более рискованны и сложны инвестиции, тем более компетентного управления они требуют. Надбавку за инвестиционный менеджмент целесообразно рассчитывать с учетом коэффициента недогрузки и потерь при сборе арендных платежей.

Коэффициент капитализации включает ставку дохода на инвестиции и норму возврата капитала. Если сумма капитала, вложенного в недвижимость, останется неизменной и будет возвращаема при ее перепродаже, нет необходимости в расчете нормы возврата.

Если прогнозируется изменение в стоимости актива, то возникает необходимость учета в коэффициенте капитализации, возврата основной суммы капитала (процесса рекапитализации). Норма возврата капитала в некоторых источниках называется коэффициентом рекапитализации. Для возврата первоначальных инвестиций часть чистого операционного дохода откладывается в фонд возмещения с процентной ставкой Y - ставкой процента для рекапитализации.

Пример построения ставки капитализации для офисного помещения класса «В» на апрель 2010г.

В соответствии с методом кумулятивного построения ставка дисконтирования равна сумме безрисковой ставки и премий за следующие систематические и несистематические риски: премия за риск вложения в конкретный объект недвижимости, риск недостаточной ликвидности и риск инвестиционного менеджмента.

В качестве безрисковой ставки доходности использовался такой инструмент, как еврооблигации. Доходность еврооблигаций Евро-30 (дата погашения – 31.03.2030 г.) на дату оценки составляет 6,6% годовых¹.

Расчет премии за риск вложений в объект оценки представлены в таблице 2. 1.

Таблица 2. 1.

Расчет премии за риск вложения в помещения офисного назначения с использованием балльного метода

Вид и наименование риска	Количество баллов									
	1	2	3	5	6	7	8	9	10	
Ухудшение общей экономической ситуации		1								
Увеличение числа конкурирующих объектов	1									
Изменение федерального или местного законодательства		1								
Природные и антропогенные чрезвычайные ситуации	1									
Ускоренный износ здания	1									
Неполучение арендных платежей	1									
Неэффективный менеджмент		1								
Криминогенные факторы	1									
Финансовый риск		1								
Риск инфляции		1								
Количество наблюдений	5	5	0	0	0	0	0	0	0	
Взвешенный итог	5	10	0	0	0	0	0	0	0	
Сумма	15									
Количество факторов	10									
Средневзвешенное значение риска, %	1,5%									

Поправка на недостаточную ликвидность представляет собой поправку на длительную экспозицию при аренде/продаже объектов. Учитывая месторасположение объектов оценки, спрос на подобные объекты, ситуацию на рынке, площадь объектов, состояние и прочие характеристики объектов Оценщик сделал вывод: срок экспозиции может составить 3 месяца.

Расчет поправки на недостаточную ликвидность осуществлялся по следующей формуле:

$$П_{н.л.} = 1 - \frac{1}{(1 + I_{б/р})^{T_{эк}/12}}$$

где $I_{б/р}$ – безрисковая ставка; $T_{эк}$ – срок экспозиции для объекта оценки.

Инвестиционный менеджмент представляет собой управление «портфелем инвестиций» и в зависимости от объекта инвестиций может составлять от 0,0 до 5,0%. При определении поправки на инвестиционный менеджмент учитывалась площадь оцениваемых помещений, сложность управления, спрос на данный тип недвижимости. Поправка на инвестиционный менеджмент принята к расчетам на уровне 2,0%.

Таблица 2.2

Расчет ставки дисконтирования

Наименование показателя	Значение показателя
Назначение	офисное
Безрисковая ставка	6,6%
Поправка на риск вложения в недвижимость	1,5%
Поправка на недостаточную ликвидность	1,6%
Поправка на инвестиционный менеджмент	2,0%
Ставка дохода на капитал (ставка дисконтирования)	11,7%

¹ Источник информации: http://www.alfabank.ru/_files/dailyreview/2010/ABDDaily_2010_3_23.pdf

Определение оставшегося срока экономической жизни здания и расчет нормы возврата капитала.

Срок экономической жизни – время, в течение которого улучшения вносят вклад в стоимость объекта, превышающий затраты на улучшение. Этот срок может быть продлен благодаря качественному обслуживанию здания, его своевременной модернизации и ремонтам. Срок экономической жизни для объекта оценки, по мнению Оценщика, составляет 100 лет (здание конструктивной системы КС-4). Оставшийся срок экономической жизни – 77 лет.

Таблица 2.3

Расчет нормы возврата капитала

Наименование показателя	Значение показателя
Срок экспозиции, мес.	3,0
Срок экономической жизни здания, лет	100,0
Срок жизни здания (физический возраст), лет	23,0
Оставшийся срок экономической жизни, лет	77,0
Норма возврата капитала (метод Ринга)	1,3%

Таблица 2.4

Расчет ставки капитализации

Наименование показателя	Значение показателя
Назначение	Офисное
Ставка дохода на капитал (ставка дисконтирования)	7 %
Ставка капитализации	8,0 %

ТЕМА 3. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОСТИ.

Сравнительный подход к оценке недвижимости базируется на информации о недавних сделках с аналогичными объектами на рынке и сравнении оцениваемой недвижимости с аналогами. Далее вносятся поправки, учитывающие различия между оцениваемым объектом и аналогами. Это позволяет определить цену продажи каждого аналога, как если бы он обладал теми же основными характеристиками, что и оцениваемый объект. Скорректированная цена дает оценщику возможность сделать заключение о том, что наиболее вероятная цена продажи аналогичных объектов отражает рыночную стоимость. Безусловно, фактическая цена продажи объекта может отклоняться от рыночной стоимости из-за мотивации участников сделки, степени их осведомленности, условий сделки. Однако в подавляющем большинстве случаев цены индивидуальных сделок имеют тенденцию отражать направление развития рынка. Если имеется достаточная информация по большому числу сделок и предложений на продажу, то можно определить ценовые тенденции, служащие индикатором динамики рыночной стоимости недвижимости.

Учитывая, что данный подход оценки недвижимости основывается на сравнении продаж, его называют сравнительным. В силу того, что рассматриваемый подход использует данные о сделках на рынке, его еще называют рыночным.

Основополагающим принципом сравнительного подхода к оценке недвижимости является принцип замещения. Он гласит, что при наличии на рынке нескольких схожих объектов рациональный инвестор не заплатит больше суммы, в которую обойдется приобретение недвижимости аналогичной полезности.

Под полезностью понимается совокупность характеристик объекта, которые определяют его назначение, возможность и способы использования, а также размеры дохода от владения им, сроки и вероятность получения этого дохода. Полезность учитывает также наличие и иных позитивных факторов, вытекающих из владения, пользования и распоряжения объектом, таких как, например, престижность.

Полезность является следствием всей совокупности свойств объекта, а также условий сделки с данным объектом. Например, применительно к рынку жилой недвижимости, офисных помещений данный принцип означает, что если объект может быть заменен на рынке, то его стоимость обычно устанавливается на уровне затрат на приобретение недвижимости равной степени привлекательности при допущении, что не понадобится много времени на осуществление замены. Мнение о том, что недвижимость можно продать за любую цену, если продавец может позволить себе достаточно долго

ждать покупателя, который готов будет купить данный объект за любую цену, в большинстве случаев является ошибочным. Недвижимость, внесенная в листинг на продажу по цене, значительно превышающей рыночную стоимость, обычно остается непроданной, вне зависимости от того, как долго она была выставлена на продажу. Принцип замещения обеспечивает основу той предпосылки, что рыночная стоимость, указанной информированными покупателями и продавцами для сопоставимой по важнейшим характеристикам недвижимости.

Принцип замещения применим также и к доходной недвижимости. Типичный информационный инвестор сравнивает объекты доходной недвижимости, выставленные на продажу, а также рассматривает альтернативные варианты вложения капитала. Инвесторы сравнивают сроки окупаемости инвестиций для различных проектов, нормы прибыли, а капиталовложения - при разных вариантах, учитывая при этом налоговые преимущества, затраты на управление и другие факторы.

Можно выделить следующие основные этапы оценки недвижимости сравнительным подходом:

1. На первом этапе изучают состояние и тенденции развития рынка недвижимости и особенно того сегмента, к которому принадлежит данный объект. Выявляются объекты недвижимости, наиболее сопоставимые с оцениваемым, которые были проданы недавно.

2. На втором этапе собирается и проверяется информация по объектам-аналогам; анализируется собранная информация и каждый объект-аналог сравнивается с оцениваемым.

3. На третьем этапе вносятся поправки в цены продаж сопоставимых объектов.

4. На четвертом этапе согласовываются скорректированные цены объектов-аналогов и выводится итоговая величина рыночной стоимости объекта недвижимости на основе сравнительного подхода.

На первом этапе оценки недвижимости сравнительным подходом изучается состояние рынка недвижимости и тенденции его развития, проводится его сегментирование и определяется, к какому сегменту рынка относится оцениваемый объект. Далее в этом сегменте по определенным критериям выявляются объекты, наиболее сопоставимые с исследуемым (объекты-аналоги).

Сегментирование рынка - это процесс разбивания рынка на секторы (сегменты). Разбивание происходит на сектора, имеющие сходные объекты и субъекты.

Объекты должны быть сходными по назначению использования, качеству, передаваемым правам, местоположению.

Субъекты должны быть сходными по платежеспособности, возможностям финансирования, инвестиционной мотивации.

Сопоставимые объекты должны относиться к тому же сегменту рынка недвижимости, что и оцениваемый; сделки с ними должны быть осуществлены на типичных для данного сегмента условиях.

Срок экспозиции - это время, которое объект должен находиться на рынке, для того, чтобы быть проданным. Срок экспозиции отличается для разных сегментов рынка. Так, в Москве для жилых квартир он равен примерно одному месяцу, для офисных зданий - от полутора до трех месяцев. В случае, если объект был продан за период времени гораздо меньший стандартного срока экспозиции, это скорее всего свидетельствует о том, что цена была занижена. Напротив, если объект находился на рынке значительно дольше стандартного срока экспозиции, цена, по всей вероятности, завышена. В обоих случаях сделка не является типичной для сегмента рынка и не должна рассматриваться в качестве сравнимой.

Независимость субъектов сделки. Если покупатель и продавец находятся в родственных отношениях, либо являются представителями холдинга и независимой дочерней компании, либо имеют иную взаимозависимость и взаимозаинтересованность, сделки между ними обычно заключаются не по рыночной цене и данные по ним не могут использоваться для сравнения.

Инвестиционная мотивация. Инвесторы должны иметь аналогичные мотивы, а объекты - аналогичное наилучшее и наиболее эффективное использование. Так, покупка здания в целях организации в нем офиса не может использоваться в качестве аналога, если здание планируется использовать под гостиницу, т.к. ожидаемые потоки доходов и расходов будут иными.

Основными критериями при выборе сопоставимых объектов (аналогов) являются:

- 1) Права собственности на недвижимость.

- 2) Условия финансирования.

- 3) Условия и время продажи.

- 4) Местоположение.

- 5) Физические характеристики.

1. *Права собственности*

В основном при сделках с недвижимостью происходит покупка передаваемых прав на владение и распоряжение имуществом. Полное право собственности определяется при рыночной арендной плате и доступном текущем финансировании. Корректировка на права собственности есть не что иное, как разница между рыночной и договорной арендной платой.

2. *Условия финансирования сделки*

Если условия финансирования сделки купли - продажи объекта недвижимости нетипичны (например, в случае полного кредитования сделки купли - продажи), то в таком случае необходим тщательный анализ, в результате которого вносится соответствующая поправка к цене данной сделки.

3. Условия продажи и время продажи

То же самое можно сказать применительно к условиям самих продаж. Поскольку затруднительно рассчитать поправку на условия финансирования и налогообложения, а также на передаваемые юридические права и ограничения, условия продажи, лучше, при наличии возможности, не рассматривать для анализа и сравнения подобные сделки. В противном случае поправки на эти характеристики делаются в первую очередь.

Время продажи является одним из основных элементов сравнения сопоставимых продаж. Для внесения поправки на данную характеристику в цену продажи аналога необходимо знать тенденции изменения цен на рынке недвижимости с течением времени.

4. Местоположение

Местоположение является также весьма существенным элементом сравнения сопоставимых продаж. Внесение поправки на местоположение довольно ощутимо сказывается на стоимости оцениваемого объекта.

5. Физические характеристики

Под физическими характеристиками объекта недвижимости подразумеваются размеры, вид и качество материалов, состояние и степень изношенности объекта и другие характеристики, на которые также вносятся поправки.

6. Единицы сравнения

Поскольку объекты часто различаются по размеру и числу входящих в них единиц, при проведении сравнения проданных объектов с оцениваемой собственностью можно столкнуться с большими сложностями; поэтому имеющиеся данные необходимо привести к общему знаменателю. Таким общим знаменателем может быть либо физическая единица (цена за кв. м.), либо экономическая.

Различными сегментами рынка недвижимости используются различные единицы сравнения.

Единицы сравнения земли:-

- цена за 1 га;
- цена за сотку;
- цена за 1 фронтальный метр:-
- цена за 1 кв. м.

Единицы сравнения застроенных участков:

- цена за 1 кв. м. общей площади;
- цена за 1 кв. м. чистой площади, подлежащей сдаче в аренду;
- цена за 1 куб. м.

В качестве экономической единицы сравнения при оценке проектов на основе соотношения дохода и цены продажи может использоваться валовой рентный мультипликатор или общий коэффициент капитализации.

3.1. Классификация и суть поправок

Разные способы расчета и внесения корректировок на различия, имеющиеся между оцениваемым объектом и сопоставимым аналогом, позволяют классифицировать вводимые поправки следующим образом:

Поправки

/ \

1. Процентные

2. Стоимостные (денежные)

Процентные поправки, как правило, вносятся путем умножения цены продажи объекта-аналога или его единицы сравнения на коэффициент, отражающий степень различий в характеристиках объекта-аналога и оцениваемого объекта. Рассуждения при этом сводятся к следующему: если оцениваемый объект лучше сопоставимого аналога, то к цене последнего вносится повышающий коэффициент. В противном случае к цене сопоставимого аналога применяется понижающий коэффициент.

К процентным поправкам можно отнести, например, поправки на местоположение, износ, время продажи.

Стоимостные поправки

а) Денежные поправки, вносимые к единице сравнения (1 Га, единица плотности, 1 сотка), изменяют цену проданного объекта аналога на определенную сумму, в которую оценивается различие в характеристиках объекта-аналога и оцениваемого объекта. Поправка вносится положительная, если оцениваемый объект лучше сопоставимого аналога. В противном случае к цене сопоставимого аналога применяется отрицательная поправка.

К денежным поправкам, вносимым к единице сравнения, можно отнести поправку на физическое состояние, а также поправки, рассчитанные статистическими методами.

б) Денежные поправки, вносимые к цене проданного объекта аналога в целом, изменяют ее на определенную сумму, в которую оценивается различие в характеристиках объекта-аналога и оцениваемого объекта. Рассуждения по использованию положительных или отрицательных поправок подобны рассуждениям в пункте "а".

К денежным поправкам, вносимым к цене проданного объекта аналога в целом, следует отнести поправки на наличие или отсутствие дополнительных улучшений (складских пристроек, стоянок автотранспорта и пр.).

Расчет и внесение поправок

Для расчета и внесения поправок применяются множество различных методов, среди которых можно выделить следующие:

- - методы, основанные на анализе парных продаж;
- - экспертные методы расчета и внесения поправок;
- - статистические методы.

Метод парных продаж

Под парной продажей подразумевается продажа двух объектов, в идеале являющихся точной копией друг друга за исключением одного параметра (например - местоположения), наличием которого и объясняется разница в цене этих объектов. Данный метод позволяет рассчитать поправку на вышеупомянутую характеристику и применить его для корректировки цены продажи сопоставимого с объектом оценки объекта-аналога на этот параметр.

Ограниченность применения данного метода объясняется сложностью подбора объектов парной продажи, поиском и проработкой большого количества информации.

Экспертные методы расчета и внесения поправок

Основу экспертных методов расчета и внесения поправок, обычно процентных, составляет субъективное мнение эксперта-оценщика о том, насколько оцениваемый объект хуже или лучше сопоставимого аналога. **Поправки производятся от сравниваемых объектов к оцениваемому: т.е необходимо определить, за какую цену был бы продан сравниваемый объект, если бы он имел те же характеристики, что и оцениваемый.**

При этом рассуждения сводятся к следующему:

1. Аналог лучше объекта оценки на 5% (допустим у аналогичной квартиры есть балкон, а у нашего объекта нет), тогда стоимость аналога надо уменьшить на 5%
2. Аналог хуже объекта оценки на 5 % (допустим у аналогичной квартиры нет балкона, а у нашего объекта есть), тогда стоимость аналога надо увеличить на 5%

Экспертными методами расчета и внесения поправок обычно пользуются, когда невозможно рассчитать достаточно точные долларовые поправки, но есть рыночная информация о процентных различиях.

Статистические методы расчета поправок

Надо сказать, что при оценке недвижимости методом сравнительного анализа продаж, в процессе внесения поправок на различия между оцениваемым объектом и аналогом, не всегда удастся относительно точный расчет вероятной цены объекта. Если не использовать такие методы расчета поправок, как корреляционно регрессионный анализ, следует вводить как можно меньше корректировок на различия в характеристиках сравниваемых объектов. В первую очередь это касается поправок на физические различия (в частности поправки на масштаб).

Суть метода корреляционно-регрессионного анализа состоит в допустимой формализации зависимости между изменениями цен объекта недвижимости и изменениями каких-либо его характеристик.

Данный метод трудоемок и требует для своего применения достаточно развитого рынка недвижимости, т.к. предполагает анализ большого количества репрезентативных выборок из базы данных.

Оценка проектов на основе соотношения дохода и цены продажи

В этом случае в качестве единиц сравнения следующие единицы сравнения:

1. Валовой рентный мультипликатор (ВРМ).
2. Общий коэффициент капитализаций ОКК).
1. Валовой рентный мультипликатор

Представляет собой - отношение продажной цены или к потенциальному валовому доходу (ПВД), или к действительному валовому доходу (ДВД).

Для применения ВРМ необходимо:

- а) Оценить рыночный рентный доход от оцениваемого объекта.
- б) Определить отношение валового (действительного) дохода к цене продажи по сопоставимым продажам аналога.
- в) Умножить рентный доход от оцениваемого объекта на ВРМ.

Вероятная цена продажи оцениваемого объекта рассчитывается по формуле:

$Цоб = Др \times ВРМ = Др \times Ца/ПВД$; где Цоб - вероятная цена продажи оцениваемого объекта;

Др - рентный доход от оцениваемого объекта;

ВРМ - валовой рентный мультипликатор;

Ца - цена продажи сопоставимого аналога; ПВД - потенциальный валовой доход.

ВРМ не корректируют на удобства или другие различия между объектом оценки и сопоставимыми аналогами, так как в основе расчета ВРМ положены фактические арендные платежи и продажные цены, в которых уже учтены указанные различия.

Метод достаточно прост, но имеет следующие недостатки:

- может применяться только в условиях развитого и активного рынка недвижимости;-
- в полной мере не учитывает разницу в рисках или к нормам возврата капитала между объектом оценки и его сопоставимым аналогом;
- не учитывает также вполне вероятную разницу в чистых операционных доходах.

2. Общий коэффициент капитализации.

При использовании общего коэффициента капитализации процесс определения вероятной цены продажи оцениваемого объекта может быть представлен в виде следующих этапов: 1. подбор сопоставимых (в т.ч. по степени риска и доходам) продаж в данном сегменте рынка недвижимости; 2. общий коэффициент капитализации (ОКК) определяется отношением чистого операционного дохода (ЧОД) сопоставимого аналога к его продажной цене:

$Ккап = ЧОДа/Ца$; где Ккап - коэффициент капитализации;

ЧОДа - чистый операционный доход аналога;

Ца - продажная цена аналога.

3. Далее, вероятная цена продажи объекта оценки будет определяться формулой:

$Цоб = ЧОДоб/Ккап$,

где Цоб - вероятная цена объекта оценки;

ЧОДоб - чистый операционный доход объекта оценки;

Ккап - коэффициент капитализации, рассчитанный из рыночных данных по сопоставимым аналогам.

Анализ полученных расчетов и итоговое заключение о вероятной цене объекта методом сравнительного подхода к оценке недвижимости.

Заключительным этапом сравнительного подхода к оценке недвижимости является анализ произведенных расчетов с целью получения итоговой величины стоимости оцениваемого объекта. При этом необходимо:

1. Тщательно проверить использованные для расчета данные по сопоставимым продажам и их скорректированные величины.

2. Провести согласование скорректированных величин сопоставимых продаж путем расчета средневзвешенной величины.

Рассчитанная оценщиком средневзвешенная величина и будет являться вероятной ценой продажи оцениваемого объекта, которая может быть округлена в допустимых пределах в каждом конкретном случае.

3.2. Практический пример расчета методом сравнения продаж.

Применение парного набора данных рассмотрим на примере оценки рыночной стоимости коттеджа общей площадью 120 кв.м. Коттедж имеет 6 комнат, 3 спальни, ванную комнату, душевую, законченный подвал. Гараж на дату оценки отсутствует. Площадь участка 1000 кв.м.

Для анализа использованы данные о пяти продаж сравниваемых объектов на этом же рынке .

	Объект №1	Объект №2	Объект №3	Объект №4	Объект №5
Цена продажи	65000	78000	56000	70000	54000
Право собственности	полное	полное	полное	полное	полное
Условия финансирования	нерыночные, цена завышена на 3000	нерыночные, цена завышена на 8000	рыночные	рыночные	рыночные
Условия продажи	рыночные	рыночные	рыночные	рыночные	рыночные

Условия рынка (время)	2 недели	6 недель	1 год	1 год	1 год
Площадь дома	120 м ²	145 м ²	120 м ²	145 м ²	120 м ²
Площадь участка	1000 м ²	1200 м ²	1000 м ²	1200 м ²	1000 м ²
Количество комнат	6	7	6	7	6
Количество спален	3	3	3	3	3
Ванна	1	1	1	1	1
Душ	1	1	1	1	1
Подвал	не закончен	не закончен	не закончен	закончен	не закончен
Гараж	есть	есть	есть	есть	нет

Как видно из исходных данных, объекты сравнения отличаются от оцениваемого условиями финансирования, временем продажи и физическими характеристиками.

Величина корректировки на условия финансирования определяется сравнением цены продажи объектов с рыночным и нерыночным финансированием, При этом платежи по кредиту дисконтируются при рыночной процентной ставке. В нашем расчете величины корректировок определены в размере 3000 для объекта №1 и 8000 для объекта №2.

Так как у всех сравнимых объектов условия продажи рыночные, то корректировки на условия продажи не требуется.

Для корректировки на условия рынка (время продажи) необходимо выделить объекты, отличающиеся только этим элементом. В нашем случае объекты №1 и №3 отличаются только условиями финансирования и временем продажи. Скорректировав цену продажи объекта №1 на условия финансирования, можно определить корректировку на время продажи:

$$(62000 - 56000)/56000 = 0.1.$$

То есть за год цены на рынке увеличились на 10%.

Таким образом, все сравнимые объекты приводятся в одинаковые условия по финансированию и времени продажи, что создает единую базу для проведения корректировок на остальные элементы сравнения.

В ряду объектов сравнения различия в размерах представлены разным количеством комнат и разной площадью дома и участка. Причем, участку площадью 1200 м² соответствует дом площадью 145 м² с 7 комнатами, а участку площадью 1000 м² соответствует дом площадью 120 м² с 6 комнатами. Отсюда корректировка на размер из сравнения объектов №1 и №2 имеет следующий вид:

$$70\,000 - 62\,000 = 8000$$

Корректировка на законченный подвал определяется из сравнения объектов №2 и №4:

$$66800 - 59800 = 7000$$

Для внесения поправки на наличие гаража выбираются объекты 5 и 3.

Результаты выполненных корректировок приведены в таблице ниже.. Для каждого объекта сравнения получена скорректированная цена. В соответствии с методологией сравнительного анализа продаж требуется на основании данного ряда скорректированных цен продаж вывести значение рыночной стоимости.

Обоснованно вывода единого показателя рыночной стоимости. заключается в придании каждому члену ряда скорректированных цен продаж весового коэффициента, учитывающего степень отличия объекта сравнения от объекта оценки. При этом следует принимать во внимание диапазон разброса скорректированных цен продаж, количество корректировок для каждого объекта, общий процент корректировок, взятых по абсолютной величине, общий процент корректировок, определенный как разница между положительными и отрицательными корректировками, а также любые другие данные, влияющие на вес объектов сравнения.

В данном расчете мы имеем практически очень узкий диапазон цен продажи — от 66400 до 66800. Однако продажной цене с меньшими корректировками присвоен больший удельный вес — для объекта №5 количество корректировок равно 2. Кроме того, сумма общей валовой коррекции для

объекта №5 так же почти наименьшая. Поэтому в качестве рыночной стоимости объекта сравнения принята скорректированная цена продажи объекта №5- 66 400. Данные расчета представлены в таблице 2.

Таблица 2

Результаты расчетов

	Объект оценки	Объект № 1	Объект N52	Объект №3	Объект №4	Объект №5
Цена продажи		65000	78000	56000	70000	54000
Переданные права собственности	полное	полное	полное	полное	полное	полное
Корректировка на права собственности		0	0	0	0	0
Скорректированная цена		65000	78000	56000	70000	54000
Условия финансирования		не рыночные	не рыночные	рыночные	рыночные	рыночные
Корректировка на условия финансирования		-3000	-8000	0	0	0
Скорректированная цена		62000	70000	56000	70000	54000
Условия сделки		коммерческие	коммерческие	коммерческие	коммерческие	коммерческие
Корректировка на условия сделки		0	0	0	0	0
Скорректированная цена		62000	70000-	56000	70000	54000
Условия рынка		2 недели	6 недель	1 год	1 год	1 год
Корректировка на условия рынка				+ 10%	+ 10%	+10%
Скорректированная цена		62000.	70000	61600	77000	59400
Местоположение		аналогичное	аналогичное	аналогичное	аналогичное	аналогичное
Корректировка на местоположение						
Скорректированная цена		62000	70000	61600	77000	59400
Размер	120 м ²	120	145	120	145	120
Корректировка на размер		0	-8000	0	-8000	0
Скорректированная цена		62 000	62 000	61600	69000	59400
Гараж	нет	есть	есть	есть	есть	нет
Корректировка наличие гаража		-2200	-2200	-2200	-2200	0
Скорректированная цена		59 800	59800	59 400	66 800	59400
Законченный подвал	да	нет	нет	нет	да	нет
Корректировка на подвал		+ 7000	+ 7000	+ 7000	0	+ 7000
Скорректированная цена		66800	66800	66400	66800	66400
Количество вносимых корректировок		3	4	3	3	2
Весовой коэффициент		0,2	0,18	0,2	0,2	0,22

Общая чистая коррекция (сложили все корректировки с учетом знака)		1800 (-3000 - 2200+7000)	11200	10400 (10%*56000+ 7000-2200	3200	12400
Общая чистая коррекция (с учетом знака)		1800	11200	10400	3200	12400
То же в % от цены продажи		3 (1800/650 000)	14 11200/78000	19	5	23
Весовой коэффициент		0,24	0,2	0,18	0,22	0,16
Общая валовая коррекция (значения по модулю)		12200	25200	14800	17200	12400
То же в % от цены продажи		19% (12200/65000)	32% (25200/78000)	26%	25%	23%
Весовой коэффициент		0,212	0,19	0,2	0,2	0,2
Средний весовой коэффициент		0,213	0,19	0,19	0,21	0,19
		0,213*66800= 14028	0,19*66800= 12692	0,19*66400= 12616	0,21*6680 0=14028	0,19*66400= 12616
ИТОГО		Сумма 65980				

Весовой коэффициент для количества корректировок

$$(1 - \frac{3}{3+4+3+3+2}) : 4 = 0.2 ; \text{ для первого аналога, где 4 рассчитывается как «количество}$$

аналогов -1»

$$(1 - \frac{4}{3+4+3+3+2}) : 4 = 0.18 \text{ для второго аналога}$$

Весовой коэффициент для общей чистой коррекции

$$(1 - \frac{3}{3+14+19+5+23}) / 4 = 0.24 \text{ для первого аналога}$$

$$(1 - \frac{14}{3+14+19+5+23}) / 4 = 0.2 \text{ для второго аналога}$$

Весовой коэффициент для общей валовой коррекции

$$(1 - \frac{19}{19+32+26+25+23}) / 4 = 0.212 \text{ для первого аналога}$$

$$(1 - \frac{32}{125}) / 4 = 0.19 \text{ для второго аналога}$$

ТЕМА 4. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОСТИ

1. Общие положения затратного подхода к оценке.
2. Методы определения стоимости нового строительства при оценке недвижимости (метод сравнительной единицы, метод укрупненных элементных показателей стоимости, метод единичных расценок базисно-индексный метод).
3. Износ. Виды износа и методы определения накопленного износа.
4. Практика использования отечественных и зарубежных справочников укрупненных показателей восстановительной стоимости и стоимости строительства зданий и сооружений.
5. Определение стоимости земельных участков.

4.1. Общие положения затратного подхода к оценке.

В основе затратного подхода лежит принцип замещения, согласно которому инвестор не заплатит за объект недвижимости сумму большую, чем та, в которую обойдется возведение аналогичного по назначению и качеству объекта без чрезмерной задержки.

При затратном подходе стоимость объекта недвижимости равна стоимости земельного участка плюс стоимость улучшений за вычетом накопленного износа, но с учетом предпринимательской прибыли.

Процедура оценки, с учетом вышеизложенных особенностей, включает следующие последовательные шаги:

Расчет затрат на возведение нового, аналогичного оцениваемому, объекта, определение стоимости восстановления.

Определение величины накопленного износа оцениваемого объекта.

Уменьшение (полной – т. е. до вычитания накопленного износа) восстановительной стоимости на сумму износа для получения остаточной стоимости оцениваемого объекта, а также увеличение ее на сумму предпринимательской прибыли.

Расчет стоимости приобретения свободной имеющейся в распоряжении земли в целях ее оптимального использования. В затратном подходе процесс определения стоимости земельного участка выделен в самостоятельный этап. Выделение стоимости земельного участка в общей стоимости недвижимости позволяет определить, является ли существующий вариант его использования оптимальным. Кроме того, изменение стоимости основных компонентов недвижимости – строений и земельных участков – может иметь различную динамику в силу износа строений, изменения рыночной ситуации и т.д. Для оценки рыночной стоимости земельного участка применяют следующие методы: сравнение продаж, долевое распределение стоимости между землей и строениями, выделение стоимости, разбивка на участки, техника остатка и капитализация земельного арендного дохода.

Добавление к рассчитанной остаточной стоимости здания стоимости прав на земельный участок.

4.2. Методы определения стоимости нового строительства при оценке недвижимости (метод сравнительной единицы, метод укрупненных элементных показателей стоимости, метод единичных расценок, базисно-индексный метод).

В оценочной практике используются следующие методы определения полной восстановительной стоимости:

- 1) Метод сравнительной единицы,
- 2) Метод разбивки по компонентам,
- 3) Метод количественного обследования.

Выбор метода определяется целью оценки и необходимой точностью расчета.

Метод сравнительной единицы основан на использовании стоимости строительства сравнительной единицы (1кв.метр, 1куб.метр) аналогичного здания. Стоимость сравнительной единицы аналога требует корректировки на выявленные различия между ним и оцениваемым объектом (физические параметры, наличие легко монтируемого оборудования, условия финансирования и т.д.).

Полная восстановительная стоимость оцениваемого объекта определяется путем умножения откорректированной стоимости единицы сравнения на количество единиц сравнения (площадь, кубатура).

Для определения величины затрат обычно применяются различные справочные и нормативные материалы, например, “Укрупненные показатели стоимости строительства”, “Укрупненные показатели стоимости восстановительной стоимости.”

Для расчета используется следующая формула:

$$C_n = C_{e.c.} \times S_o \times K_1 \times K_2 \times K_3 \times K_4 \times K_5,$$

где:

C_n — стоимость оцениваемого объекта;

$C_{e.c.}$ — стоимость 1 кв. или кубического метра типичного сооружения на базовую дату;

S_o — количество единиц сравнения (площадь или объем оцениваемого объекта)

K_1 — коэффициент, учитывающий выявленные отличия между оцениваемым объектом и выбранным типичным сооружением по площади, объему, прочим физическим параметрам;

K_2 — коэффициент корректировки на местоположение объекта;

K_3 — коэффициент изменения стоимости строительно-монтажных работ в период между базовой датой и датой на момент оценки;

K_4 — коэффициент, учитывающий прибыль застройщика;

K_5 — коэффициент, учитывающий НДС (%).

В основе данного метода лежит стоимость единицы сравнения типичного объекта или аналога, при выборе которого необходимо соблюдать сходство функционального назначения, физических характеристик, класса конструктивных систем, даты ввода объекта в эксплуатацию и другие характеристики.

Метод сравнительной единицы оценивает стоимость объекта по стоимости замещения. Это связано с тем, что используемая в расчетах стоимость сравнительной единицы представляет, как правило, не идентичный объект, а близкий аналог.

Информационной базой для приведенной методики расчета может являться ежеквартальное издание КОИНВЕСТ “Индексы цен в строительстве” (межрегиональный информационно-аналитический бюллетень, из которого можно получить информацию о динамике текущих и прогнозных цен на здания, сооружения, строительно-монтажные работы, материалы, конструкции, технологическое оборудование по всем регионам России).

Метод разбивки по компонентам основан на использовании качественно другой информации. Отдельные строительные компоненты здания: фундамент, стены, перекрытия и др. — оцениваются по стоимостным показателям, включающим прямые и косвенные затраты, необходимые для возведения единицы объема конкретного компонента. Стоимость всего здания рассчитывается как сумма стоимостей всех компонентов по формуле:

$$C_{зд.} = [\sum V_j \times C_j] \times K_n \times K_i,$$

где

$C_{зд.}$ — стоимость строительства здания в целом;

V_j — объем j-го компонента;

C_j — стоимость единицы объема;

n — количество выделенных компонентов здания;

K_n — коэффициент, учитывающий имеющиеся отличия между оцениваемым объектом и выбранным типичным сооружением (для идентичного объекта $K_n = 1$);

K_i — коэффициент, учитывающий совокупный износ.

Метод разбивки по компонентам имеет несколько разновидностей:

- метод субподряда;
- разбивка по профилю работ;
- выделения затрат.

Метод субподряда основан на использовании информации о стоимости работ, выполняемых по договорам субподряда, заключаемых генеральным подрядчиком со специализированными строительными организациями — субподрядчиками. Полная восстановительная стоимость рассчитывается как сумма затрат по всем субподрядным строительно-монтажным работам.

Метод разбивки по профилю предполагает оценку полной восстановительной стоимости как суммы затрат по найму отдельных специалистов-строителей (каменщиков, штукатуров, плотников и др.)

Метод выделенных затрат предполагает системное использование единиц сравнения для оценки различных компонентов зданий, после чего результаты частных оценок суммируются.

Метод количественного обследования предполагает создание новой сметы на оцениваемый объект в ценах на дату оценки. Для этих целей проводятся детальный количественный и стоимостной анализ, а также расчет затрат на строительные и монтажные работы отдельных компонентов и здания в целом. При расчете учитываются прямые затраты, накладные расходы и иные затраты, представляющие полную смету на строительство оцениваемого объекта.

Метод количественного обследования дает наиболее точный результат полной восстановительной стоимости, однако является наиболее трудоемким и требующим от оценщика практических знаний в области проектно-сметного дела.

4.3. Износ. Виды износа и методы определения накопленного износа.

Термин износ, как он используется в оценке, следует отличать от износа в бухгалтерском учете. В бухучете износ — это процесс распределения ретроспективных затрат, связанных с

приобретением актива, на весь срок его полезной жизни, без попытки оценить стоимость самого актива. В оценке же недвижимости износ рассматривается как фактор текущей оценки, безотносительно к ретроспективным затратам. Износ определяется как "утрата полезности, а значит, и стоимости по любой причине". Износ начинается с момента создания улучшений. Здания и сооружения немедленно начинают подвергаться различным видам воздействий и испытывать влияние изменения архитектурных и иных требований, ведущих к функциональному износу. Негативное воздействие окружающей среды приводит к внешнему старению.

В затратном подходе фактор износа применяется для того, чтобы учесть различия между характеристиками специально выбранного здания, как если бы оно было новым, и физическим и экономическим состоянием оцениваемой собственности. Этот способ предполагает проведение корректировки стоимости гипотетически нового здания, используемого в качестве аналога для оценки, и проведения различий между ним и оцениваемой собственностью.

Оценщик может определить величину совокупного износа непосредственно путем осмотра здания и анализа износа его отдельных компонентов, влияющих на стоимость; используя формулу, учитывающую эффективный возраст и оставшийся срок жизни каждого компонента собственности, а также может рассчитать величину совокупного износа косвенно: с использованием подходов с точки зрения дохода или рыночных сопоставлений.

Итак, существует три метода, используемые оценщиками для определения степени износа:

1. Метод разбиения. При использовании этого метода отдельно определяются три вида износа: физический, функциональный и внешний. Физический и функциональный износы подразделяются на устранимый и неустраимый. Каждый компонент износа определяется отдельно с использованием инженерных и визуальных методов.

2. Метод срока жизни. Определение степени износа осуществляется путем расчета типичного срока экономической жизни улучшений и их эффективного возраста.

3. Метод экстракции или рыночный метод. Данный метод позволяет рассчитывать износ непосредственно на основании анализа рыночных данных. Этот метод оценки суммы износа заключается в вычитании стоимости объекта, полученной в результате применения рыночного или доходного подходов (или их обоих) из суммы полной стоимости воспроизводства зданий и стоимости земли. Полученная разница и есть полный накопленный износ. Однако такой метод не позволяет провести оценку износа внутри затратного подхода.

Наиболее распространенным при оценке износа недвижимости является метод разбиения, заключающийся в определении отдельно физического, функционального и внешнего износа, которым мы воспользуемся и в наших расчетах.

Формула для определения величины износа методом разбиения в общем виде выглядит следующим образом:

$$И = 1 - (1 - И_{\text{физ}}) \times (1 - И_{\text{функц}}) \times (1 - И_{\text{внеш}})$$

Физический износ имущества - износ имущества, связанный со снижением его работоспособности в результате, как естественного физического старения, так и влияния внешних неблагоприятных факторов, отражает изменение физических свойств недвижимости со временем, например, дефекты конструктивных элементов. Физический износ включает любое физическое изнашивание здания: от потускневшей краски до разрушения конструкций. Физический износ может быть либо устранимым, либо неустраимым.

Устранимый физический износ предполагает, что затраты на исправление меньше, чем добавленная стоимость. Любой недостаток можно исправить, но если при этом затраты превосходят потенциальные выгоды, он считается неустраимым. Данный вид износа включает все необходимые расходы по текущему ремонту, которые ответственный владелец должен выполнить на дату оценки для максимизации прибыли (для минимизации убытков) в том случае, если недвижимость продается.

Неустраимым физический износ считается тогда, когда затраты на исправление дефекта превосходят стоимость, которая при этом будет добавлена. Для определения неустраимого физического износа элементы строения подразделяются на две категории: долговременные (с долгим сроком жизни) и быстроизнашиваемые (с коротким сроком жизни).

Быстроизнашиваемыми являются элементы здания, оставшийся срок службы которых короче расчетной экономической жизни здания.

Износ элементов зданий определяется в соответствии с нормативными и рекомендательными документами, которые могут быть также использованы оценщиком:

- ВСН 53— 86 (р) «Правила оценки физического износа жилых зданий» Госгражданстроя;
- ВСН 57— 88 (р) «Положение по техническому обследованию жилых зданий»;
- ВСН 58— 88 (р) «Положение об организации и проведении реконструкции, ремонта и технического обслуживания жилых зданий, объектов коммунального хозяйства и социально-культурного назначения». ВСН 53-86(р) представлено в приложении к конспекту лекций.

Для применения метода разбивки при определении накопленного износа необходимо в качестве расчетной базы иметь данные о стоимости нового строительства, выполненные с разбивкой по конструктивным элементам.

Физический износ конструкции, элемента или системы, имеющих различную степень износа отдельных участков, следует определять по формуле

$$\Phi_k = \sum_{i=1}^{i=n} \Phi_i \frac{P_i}{P_k},$$

где физический износ конструкции, элемента или системы, %;

физический износ участка конструкции, элемента или системы, определенный по табл.1-71 ВСН 53— 86 (р) «Правила оценки физического износа жилых зданий», %

P_i - размеры (площадь или длина) поврежденного участка, кв.м или м;

P_k- размеры всей конструкции, кв.м или м;

n - число поврежденных участков.

Функциональный износ имущества - износ имущества из-за несоответствия современным требованиям, предъявляемым к данному имуществу; может возникнуть из-за плохой планировки, функционального несоответствия здания современным требованиям и т.д. Причиной функционального износа может быть недостаток или избыток. Оцениваемый объект может прекрасно функционировать, но не соответствовать при этом современным стандартам. Дефект может быть устранимым или неустраняемым в зависимости от того, как сумма затрат на его исправление соотносится с ожидаемыми от этого выгодами.

Измерением величины устранимого функционального износа является разница между потенциальной стоимостью здания на момент оценки с обновленными элементами и его же стоимостью на дату оценки без них.

Если устаревание устранимо, но связано с отсутствием какого-либо элемента, то износ измеряется разницей между затратами на его установку на оцениваемом объекте и затратами на его установку на новом сооружении. В этом случае стоимость воспроизводства здания, не обладающего этим элементом, не снижается; однако дополнительные затраты на устранение данного недостатка принимаются во внимание. Если устранимый недостаток вызван наличием устаревшего элемента, то величина устранимого функционального износа измеряется затратами на его замену.

Когда функциональное устаревание вызвано избытком (также называемым «сверхдостаточностью»), полная стоимость воспроизводства "сверхдостаточности" будет рассматриваться как функциональное устаревание. Этот избыток вычитается из полной стоимости воспроизводства для получения стоимости объекта. Следует быть осторожным, чтобы не учесть износ дважды. Поскольку по рассматриваемому избыточному элементу уже был начислен физический износ, то поправкой на функциональный устранимый износ будет лишь часть избытка, оставшаяся после вычета физического износа.

В нашем случае величина устранимого функционального износа не учитывается, это объясняется тем, что все расчеты проводились из предположения о принадлежности объекта оценки к достаточно представительной группе объектов с аналогичными показателями функционального устаревания, а соответственно и износ объекта по сравнению со средним по данной группе наблюдаться не будет.

Неустраняемый функциональный износ, вызванный каким-либо недостатком, обычно измеряется потерями в сумме ренты. Элементы здания с неустраняемым функциональным износом можно подразделить на две группы: уменьшение стоимости из-за характеристик, связанных с избытком или недостаточностью качественных характеристик данного элемента. Недостатки связаны с факторами несоответствия внешнего или внутреннего оформления зданий, т.е. факторами, которые не отвечает текущим требованиям рынка. Величину данного вида износа можно установить путем определения величины потерь от арендной платы при сдаче в аренду данных помещений, умноженных на мультипликатор валовой месячной арендной платы (MBP), характерный для данного типа недвижимости.

Внешний износ. Данный вид износа некоторые оценщики также называют экономическим устареванием. Внешний износ представляет собой убытки, вызванные внешними по отношению к границам недвижимости факторами. Данный вид износа присущ только недвижимости в силу ее фиксированного местоположения. На стоимость дома прямо влияет его местоположение (ближайшее окружение, район, город и т.д.). При анализе местоположения и окружающей среды, оценщик должен учитывать правительственную политику, экономические факторы, занятость, транспорт, отдых, систему образования, налоги и т.п. Также следует принимать во внимание факторы непосредственной

близости к природным или искусственным объектам, которые могут повлиять на стоимость имущества. Экономическое устаревание всегда считается неустранимым, поскольку величина потенциальных затрат делает нерациональной покупку окружающих объектов и удаление соответствующих вредных элементов только для того, чтобы увеличить стоимость одного затронутого объекта.

Величина внешнего износа (экономического устаревания) измеряется капитализированной величиной потерь от арендной платы, связанных с влиянием фактора местоположения. Часть капитализированных потерь, относимая к земле, отражена в стоимости последней, и поэтому ее не следует вычитать из стоимости воспроизводства зданий и сооружений.

4.4. Практика использования отечественных и зарубежных справочников укрупненных показателей восстановительной стоимости и стоимости строительства зданий и сооружений.

Определение восстановительной стоимости недвижимости на основе укрупненных показателей восстановительной стоимости (УПВС)

Расчет стоимости строительства с использованием сборников УПВС в общем виде производится по формуле:

$$C_v = C_{69} \times K_1 \times I_1 \times I_2 \times V, \text{ где:}$$

69 восстановительная стоимость удельной единицы аналогичного по конструктивным параметрам объекта по УПВС в ценах базисного периода 1969 г.;

1 коэффициент сравнения, учитывающий поправки, содержащиеся в технических и общей частях сборников УПВС (данный коэффициент отражает различия в конструктивных и объемно – планировочных решениях оцениваемого объекта и объекта – аналога, учет климатических условий, сейсмичности и т.д.);

1 индекс перехода от цен 1969 г. к ценам 1984 г. для соответствующего региона и определенной отрасли народного хозяйства (Постановление Госстроя СССР № 94 от 11.05.83 г. на основании Письма Госстроя СССР № 14-А от 06.09.90 г. «Об индексах применения стоимости строительно – монтажных работ и прочих работ и затрат в строительстве»);

2 индекс пересчета базисной сметной стоимости строительства в текущий уровень цен для соответствующего региона (по определенной отрасли народного хозяйства или конструктивной системы оцениваемого объекта).

строительная характеристика оцениваемого объекта (объем, площадь, погонный метр).

Определение восстановительной стоимости недвижимости на основе укрупненных показателей стоимости строительства

Расчет стоимости строительства с использованием сборников УПСС в общем виде производится по формуле:

$$C_v = C_{84} \times K_1 \times K_2 \times I_1 \times V, \text{ где:}$$

84 сметная стоимость удельной единицы аналогичного по конструктивным параметрам объекта по УПСС в ценах базисного периода 1984 г.;

1 коэффициент сравнения, учитывающий поправки, содержащиеся в технических частях каждого сборника УПСС (данный коэффициент отражает различия в конструктивных и объемно – планировочных решениях оцениваемого объекта и объекта – аналога, учет климатических условий, сейсмичности и т.д.);

2 коэффициент перехода от стоимости по 1 – 7 главам сводного сметного расчета к полной сметной стоимости с учетом лимитированных затрат (примерно равен 1,35 – 1,5);

2 индекс пересчета базисной сметной стоимости строительства в текущий уровень цен для соответствующего региона (по определенной отрасли народного хозяйства или конструктивной системы оцениваемого объекта).

строительная характеристика оцениваемого объекта в зависимости от принятой единицы измерения в УПСС.

Определение восстановительной стоимости недвижимости на основе типовых проектов
 Расчет стоимости строительства с использованием типовых проектов в общем виде производится по формуле:

$$C_{84,91} = C_{84,91} \times K_1 \times I_1 \times V, \text{ где:}$$

	(	стоимость удельной единицы аналогичного по конструктивным параметрам
84,91		объекта по типовому проекту в ценах базисного периода 1984 или 1991 г.г.;
1	†	коэффициент сравнения, (данный коэффициент отражает различия в конструктивных и объемно – планировочных решениях оцениваемого объекта и объекта – аналога, учет климатических условий, сейсмичности и т.д.);
2	↓	индекс пересчета базисной сметной стоимости строительства в текущий уровень цен для соответствующего региона (по определенной отрасли народного хозяйства или конструктивной системы оцениваемого объекта).
	\	строительная характеристика оцениваемого объекта в зависимости от принятой единицы измерения в типовом проекте.

Определение восстановительной стоимости недвижимости на сборниках КО-ИНВЕСТ

Расчет стоимости строительства с использованием сборников КО-ИНВЕСТ в общем виде производится по формуле:

$$C_{\text{базис}} = C_{\text{базис}} \times K_1 \times I_1 \times V, \text{ где:}$$

	(	стоимость удельной единицы аналогичного по конструктивным параметрам
базис		объекта по типовому проекту в ценах базисного периода;
1	†	коэффициент сравнения, (данный коэффициент отражает различия в конструктивных и объемно – планировочных решениях оцениваемого объекта и объекта – аналога, учет климатических условий, сейсмичности и т.д.);
2	↓	индекс пересчета базисной сметной стоимости строительства в текущий уровень цен для соответствующего региона (по определенной отрасли народного хозяйства или конструктивной системы оцениваемого объекта).
	\	строительная характеристика оцениваемого объекта в зависимости от принятой единицы измерения в типовом проекте.

4.5. Определение стоимости земельных участков.

Оценка рыночной участков проводится на основе комплексного применения трех подходов: затратного, сравнительного и доходного.

Затратный подход к оценке рыночной стоимости земельного участка исходит из того, что инвестор, проявляя должное благоразумие, не заплатит за земельный участок большую сумму, чем та, за которую обойдется приобретение соответствующего участка и возведение на нем аналогичного по назначению и полезности здания в приемлемый для строительства период.

Сравнительный подход к оценке рыночной стоимости земельного участка основан на принципе замещения, то есть предполагается, что рациональный покупатель не заплатит за конкретную собственность больше, чем обойдется приобретение другой сходной собственности, обладающей такой же полезностью.

Доходный подход к оценке земельного участка основывается на принципе ожидания. Этот принцип утверждает, что типичный инвестор или покупатель приобретает земельный участок, ожидая в будущем доходы или выгоды. Иными словами, стоимость земельного участка может быть определена, как его способность приносить доход в будущем.

В соответствии с «Методическими рекомендациями по определению рыночной стоимости земельного участка» утвержденными распоряжением Минимущества России от 06.03.2002 № 568-р в ред. распоряжения Минимущества РФ от 31.07.2002 № 2314-р в настоящее время в рамках рассмотренных подходов, как правило, при оценке рыночной стоимости земельного участка применяются следующие методы оценки:

- метод сравнения продаж;
- метод выделения;

- метод распределения;
- метод капитализации земельной ренты;
- метод остатка;
- метод предполагаемого использования.

Метод сравнения продаж применяется для оценки земельного участка, как занятых зданиями, строениями и (или) сооружениями (далее - застроенных земельного участка), так и земельного участка, не занятых зданиями, строениями и (или) сооружениями (далее - незастроенных земельного участка). Условие применения метода - наличие информации о ценах сделок с земельными участками, являющимися аналогами оцениваемого. При отсутствии информации о ценах сделок с земельными участками допускается использование цен предложения (спроса).

Метод предполагает следующую последовательность действий:

- определение элементов, по которым осуществляется сравнение объекта оценки с объектами - аналогами (далее - элементов сравнения);
- определение по каждому из элементов сравнения характера и степени отличий каждого аналога от оцениваемого земельного участка;
- определение по каждому из элементов сравнения корректировок цен аналогов, соответствующих характеру и степени отличий каждого аналога от оцениваемого земельного участка;
- корректировка по каждому из элементов сравнения цен каждого аналога, сглаживающая их отличия от оцениваемого земельного участка;
- расчет рыночной стоимости земельного участка путем обоснованного обобщения скорректированных цен аналогов.

Метод сравнения продаж может быть применен только при условии наличия информации о проданных или выставленных на продажу объектах-аналогах.

Оценщикам удалось получить информацию о выставленных на продажу объектах, подобных оцениваемому объекту.

Метод выделения применяется для оценки застроенных земельного участка.

Метод предполагает следующую последовательность действий:

- определение элементов, по которым осуществляется сравнение единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок, с объектами - аналогами;
- определение по каждому из элементов сравнения характера и степени отличий каждого аналога от единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок;
- определение по каждому из элементов сравнения корректировок цен аналогов, соответствующих характеру и степени отличий каждого аналога от единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок;
- корректировка по каждому из элементов сравнения цен каждого аналога, сглаживающая их отличия от единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок;
- расчет рыночной стоимости единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок, путем обоснованного обобщения скорректированных цен аналогов;
- расчет стоимости замещения или стоимости воспроизводства улучшений оцениваемого земельного участка;
- расчет рыночной стоимости оцениваемого земельного участка путем вычитания из рыночной стоимости единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок, стоимости замещения или стоимости воспроизводства улучшений земельного участка.

Метод распределения применяется для оценки застроенных земельного участка. Метод предполагает следующую последовательность действий:

- определение элементов, по которым осуществляется сравнение единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок, с объектами - аналогами;
- определение по каждому из элементов сравнения характера и степени отличий каждого аналога от единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок;
- определение по каждому из элементов сравнения корректировок цен аналогов, соответствующих характеру и степени отличий каждого аналога от единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок;
- корректировка по каждому из элементов сравнения цен каждого аналога, сглаживающая их отличия от единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок;
- расчет рыночной стоимости единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок, путем обоснованного обобщения скорректированных цен аналогов;
- расчет рыночной стоимости оцениваемого земельного участка путем умножения рыночной стоимости единого объекта недвижимости, включающего в себя оцениваемый земельный участок, на наиболее вероятное значение доли земельного участка в рыночной стоимости единого объекта недвижимости.

Метод капитализации земельной ренты применяется для оценки застроенных и незастроенных земельного участка. Условие применения метода - возможность получения земельной ренты от оцениваемого земельного участка.

Метод предполагает следующую последовательность действий:

- расчет земельной ренты, создаваемой земельным участком;
- определение величины соответствующего коэффициента капитализации земельной ренты;
- расчет рыночной стоимости земельного участка путем капитализации земельной ренты.

Метод остатка применяется для оценки застроенных и незастроенных земельного участка. Условие применения метода - возможность застройки оцениваемого земельного участка улучшениями, приносящими доход.

Метод предполагает следующую последовательность действий:

- расчет стоимости воспроизводства или замещения улучшений, соответствующих наиболее эффективному использованию оцениваемого земельного участка;
- расчет чистого операционного дохода от единого объекта недвижимости за определенный период времени на основе рыночных ставок арендной платы;
- расчет чистого операционного дохода, приходящегося на улучшения, за определенный период времени как произведения стоимости воспроизводства или замещения улучшений на соответствующий коэффициент капитализации доходов от улучшений;
- расчет величины земельной ренты как разности чистого операционного дохода от единого объекта недвижимости за определенный период времени и чистого операционного дохода, приходящегося на улучшения за соответствующий период времени;
- расчет рыночной стоимости земельного участка путем капитализации земельной ренты.

Метод предполагаемого использования применяется для оценки застроенных и незастроенных земельного участка.

Условие применения метода - возможность использования земельного участка способом, приносящим доход.

Метод предполагает следующую последовательность действий:

- определение суммы и временной структуры расходов, необходимых для использования земельного участка в соответствии с вариантом его наиболее эффективного использования (например, затрат на создание улучшений земельного участка или затрат на разделение земельного участка на отдельные части, отличающиеся формами, видом и характером использования);
- определение величины и временной структуры доходов от наиболее эффективного использования земельного участка;
- определение величины и временной структуры операционных расходов, необходимых для получения доходов от наиболее эффективного использования земельного участка;
- определение величины ставки дисконтирования, соответствующей уровню риска инвестирования капитала в оцениваемый земельный участок;
- расчет стоимости земельного участка путем дисконтирования всех доходов и расходов, связанных с использованием земельного участка.

ЧАСТЬ 2. ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА.

ТЕМА 5. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ СТРОИТЕЛЬНОГО БИЗНЕСА

1. Общие положения затратного подхода.
2. оценка машин и оборудования
3. оценка нематериальных активов
4. оценка финансовых вложений.

Общие положения затратного подхода

Затратный подход (подход на основе активов) — совокупность методов оценки стоимости предприятия (бизнеса), основанных на определении рыночной или иной стоимости активов за вычетом рыночной или иной стоимости обязательств.

Затратный подход (оценка на основе анализа активов) наиболее применим для предприятий специального назначения, материалоемких и фондоемких производств, а также в целях страхования. Оценка на основе анализа активов основана на принципе замещения и сбалансированности.

Затратный подход в оценке бизнеса рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек. Стоимость бизнеса определяется суммой затрат ресурсов на его воспроизводство или замещение с учетом физического и морального износа. Этот подход наиболее эффективен, когда покупатель собирается сравнить затраты на приобретение бизнеса с затратами по созданию аналогичного предприятия.

Оценка предприятий затратным подходом используется для предприятий, обладающих значительными материальными и/или финансовыми активами. Обычно это холдинговые или инвестиционные фирмы. Данный подход применяется также в случае отсутствия ретроспективных данных о прибылях или невозможности достаточно точно оценить прибыли предприятия или денежные потоки и когда большая часть активов оцениваемой компании состоит из ликвидных активов (например. Обращающихся на рынке ценных бумаг, вложений в недвижимость и т.д.)- Используется он и для оценки новых и проблемных предприятий (находящихся в стадии банкротства или близки к этой стадии).

Преимущество данного подхода заключается в возможности достаточно точно подсчитать рыночную стоимость активов и пассивов предприятия, кроме, пожалуй, нематериальных активов. Недостаток подхода в том он не учитывает будущую доходность рассматриваемого бизнеса. Кроме того, методы затратного подхода дают тем большие погрешности, чем больше возраст оцениваемого объекта.

Базовой формулой в затратном подходе является:

Собственный капитал = Активы — Обязательства

В практических оценках предприятия (бизнеса) в рамках затратного подхода, в основном, используют два метода:

- метод скорректированных чистых активов (NAV - Net Asset Value);
- метод ликвидационной стоимости (LV- Liquidation Value).

МЕТОД СКОРРЕКТИРОВАННЫХ ЧИСТЫХ АКТИВОВ

При использовании метода скорректированных чистых активов стоимость предприятия оценивается с точки зрения издержек на его создания при условии, что предприятие останется действующим и у него имеются значительные материальные активы. Рыночная стоимость предприятия методом скорректированных чистых активов определяется как рыночная стоимость всех активов предприятия за вычетом его обязательств.

В соответствии с этим методом статьи бухгалтерского баланса приводятся к рыночной стоимости. Для этого:

- проводится оценка рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности;
- затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец;
- из обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств.

Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала предприятия. Следует отметить, что отраженные в балансах предприятий стоимостные параметры активов не отражают их рыночную стоимость по следующим причинам:

- В балансах не отражены стоимость прав на земельные участки и/или недра;
- Нематериальные активы если отражаются, то не по рыночной стоимости;
- Балансовая стоимость основных средств отражена не по рыночной стоимости из-за несовершенства процедур проведения переоценок, отраженных в правилах нашего бухгалтерского учета.
- Стоимость незавершенного строительства отражена по периодам капитальных вложений в ценах на дату этих вложений. При этом длительность строительства может составлять несколько лет и даже десятков лет;
- Запасы могут отражаться в учете по ценам приобретения, по ценам реализации или по средним ценам;
- На учете может стоять безнадежная дебиторская задолженность;
- Стоимость пассивов отражена в виде фиксированного значения, хотя займы и кредиты имеют сроки погашения, определенные договорами и, следовательно, имеют иную стоимость.

Процедура определения бухгалтерских чистых активов компании формализована совместным Приказом Минфина РФ №10н и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг №03-6/пз от 29.01.2003 г., зарегистрированным в Минюсте РФ 12 марта 2003 г. № 4252.

Задача оценщика при применении метода скорректированных чистых активов состоит в том, чтобы скорректировать статьи баланса по рыночным показателям. Рассмотрим корректировку основных статей.

5.1. Определение обоснованной рыночной стоимости недвижимого имущества предприятия (см. часть 1)

5.2. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования.

Оценку машин и оборудования, как и другого имущества, проводят в соответствии с общепринятыми понятиями и принципами, содержащимися в международных и отечественных стандартах оценки, рассматривающих интересы субъектов рынка в приобретении, продаже имущества как товара.

Вместе с тем в отличие от других видов активов машины и оборудование характеризуются следующими отличительными чертами:

- являются активной частью основных фондов;
- могут быть перемещены в другое место без причинения невосполнимого физического ущерба, как самим себе, так и той недвижимости, к которой они были временно привязаны;
- могут быть как функционально самостоятельными, так и образовывать технологические комплексы;
- отличаются высокой конструктивной сложностью и наличием множества ценообразующих характеристик;
- оцениваются в основном сравнительным и затратным подходом; возможности доходного подхода для оценки отдельных единиц оборудования ограничены;
- тесной методологической связью затратного и сравнительного подходов при оценивании;
- наличием специфических видов оценочных стоимостей и методов их расчета (полная восстановительная стоимость, рыночная стоимость при продолжающемся использовании и др.);
- необходимостью учета в рассчитываемой стоимости приобретаемой полноты прав собственности;
- отсутствием общепринятой нормативно-информационной базы (за исключением некоторых сегментов рынка машин и оборудования, например транспортных средств);
- сложностью измерения общего накопленного износа и его составляющих;
- тесной связью с оценкой производственного бизнеса в целом;
- отличиями в ценообразовании, обусловленными наличием многих видов производств, начиная с экспериментального и заканчивая массовым, а также проводимой ценовой политикой предприятий-изготовителей.

В зависимости от целей и мотивов оценки объектом оценки могут выступать:

одна отдельно взятая машина или единица оборудования (типичный случай — определение страховой стоимости или рыночной стоимости при сделках купли-продажи);

множество условно независимых друг от друга единиц машин и оборудования (типичный случай — переоценка основных фондов);

производственно-технологические системы: комплекс машин и оборудования с учетом имеющихся производственно-технологических связей (типичный случай — при ликвидации предприятия, когда имущество распродается так, чтобы на его основе потенциальный покупатель мог организовать собственное производство).

В первом случае говорят об оценке «россыпью», во втором — «поток», а в третьем имеет место «системная оценка». Системная оценка, в отличие от двух других случаев, наиболее близка к оценке производственного бизнеса в целом.

При оценке машин и оборудования важным является правильность выбора методов оценки. Эти методы опираются на три подхода: затратный, сравнительный (рыночный), доходный. (см. рис.5.1.)

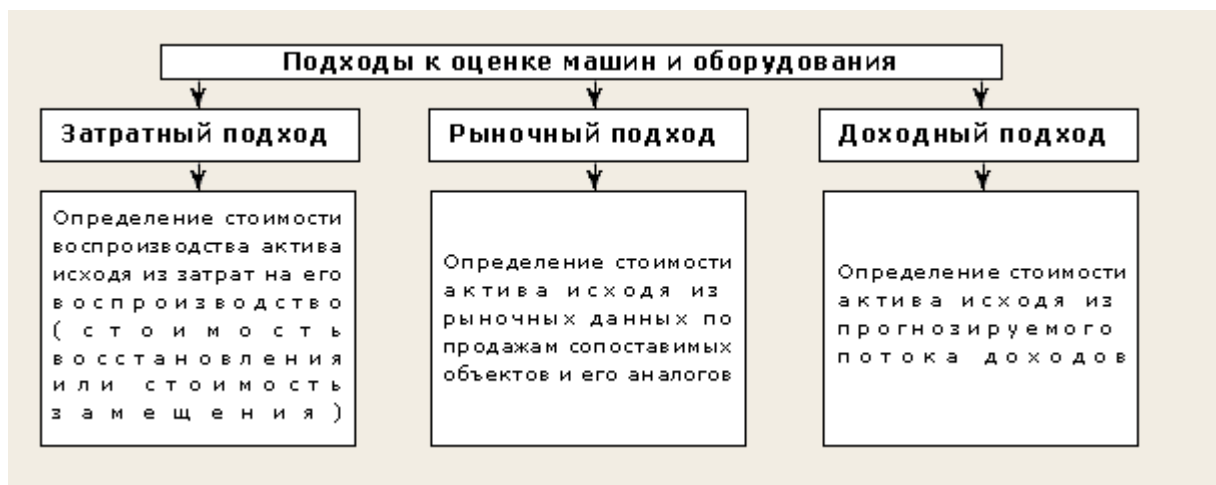


Рис. 5.1 Подходы к оценке машин и оборудования

Поскольку в большинстве случаев расчету подлежит рыночная стоимость, являющаяся базой для расчета любого вида оценочной стоимости за исключением восстановительной, необходимо стремиться к использованию всех трех вышеупомянутых подходов при проведении расчетных процедур. Однако основным методологическим приемом оценки машин и оборудования является, безусловно, сравнительный подход.

Затратный подход в оценке машин и оборудования

Затратный метод в оценке машин и оборудования опирается в теоретическом плане на трудовую теорию стоимости, а из оценочных принципов основывается на принципе замещения, который гласит, что осведомлённый инвестор не заплатит за объект большую сумму, по сравнению с затратами на производство (приобретение) аналогичного объекта одинаковой полезности с сопоставимыми технико-эксплуатационными показателями.

Затратный подход — подход к оценке, который определяет текущую стоимость оборудования путём расчета восстановительной стоимости с последующим учетом в ней обесценения, вызванного выявленными элементами накопленного износа:

физическим, функциональным, экономическим:

$$\text{Соб.тек.} = \text{BC} - \text{O};$$

где Соб.тек. — текущая стоимость оборудования (на дату оценки);

BC — восстановительная стоимость, определение которой базируется на расчете стоимости воспроизводства (Своспр.) или стоимости замещения (Сзам.);

O — обесценение, вызванное выявленными элементами совокупного износа: физическим, функциональным, экономическим.

BC — рассчитываемая в текущих ценах стоимость оцениваемого оборудования как нового, без учета износа и соотнесенная к дате оценки.

Восстановительная стоимость может рассчитываться на базе стоимости воспроизводства или стоимости замещения. При этом перед оценщиком стоит проблема обоснованного выбора расчета указанных стоимостей и, как следствие, соответствующих методик их определения. Стоимость воспроизводства представляет собой текущие затраты на производство или приобретение нового оборудования, полностью идентичного оцениваемому по функциональным, конструктивным и эксплуатационным характеристикам.

Стоимость замещения — это минимальные текущие затраты по приобретению на рынке аналогичного оборудования, максимально близкого по своим функциональным, конструктивным и эксплуатационным характеристикам к оцениваемому.

Таким образом, в первом случае идет речь об идентичных объектах, а во втором — об аналогичных. Для определения того, какие объекты могут быть отнесены к аналогичным, необходимо остановиться на потребительских свойствах машин и оборудования и описывающих их показателях:

- функциональные показатели (производительность или мощность, грузоподъемность, тяговое усилие, размеры рабочего пространства, класс точности, степень автоматизации);
- эксплуатационные показатели (безотказность, долговечность, ремонтпригодность, сохраняемость);

- конструктивные показатели (масса, вес, состав основных конструктивных материалов);
- показатели экономичности эксплуатации машин, характеризующие расходы различных ресурсов при функционировании машин в единицу времени, на единицу продукции или работ;
- эстетические показатели;
- показатели эргономичности, характеризующие машину как элемент системы «человек- машина».

При установлении сходства машин и оборудования выделяют три уровня:

- функциональное сходство (по области применения, назначению);
- конструктивное сходство (по конструктивной схеме, составу и однородности элементов);
- параметрическое сходство (по значению главных ценообразующих параметров).

При полном достижении функционального, конструктивного и параметрического сходства принято говорить об идентичности объектов, а при приблизительном и частичном сходстве — об аналогичности.

Основу расчета стоимости воспроизводства или стоимости замещения составляет расчет издержек производства того или иного вида машинотехнической продукции, т. е. себестоимости.

Себестоимость — выраженные в денежной форме текущие затраты на производство и реализацию машинно-технической продукции.

Себестоимость переходит в категорию восстановительной стоимости при учете следующих дополнительных факторов:

- нормы прибыли производственной организации;
- торговой наценки;
- транспортных издержек по доставке оборудования к месту эксплуатации;
- сопутствующих затрат, необходимых для начала эксплуатации актива (монтаж, пуско-наладка оборудования и др.).

Затем, из рассчитанной таким образом базы, вычитаются потери стоимости оборудования в результате износа.

Исходя из ранее сказанного, можно сделать вывод о том, что наиболее определяющим моментом расчета восстановительной стоимости является расчет себестоимости. В теории затратного подхода в оценке машин и оборудования выделяют прямые и косвенные методы расчета себестоимости или ВС.

К прямым относят:

- метод прямой калькуляции;
- метод трендов;
- метод расчета по цене однородного объекта;
- метод поэтапного расчета.

К косвенным относят группу методов целостной оценки.

Метод прямой калькуляции достаточно сложен и требует обработки больших массивов информации, т. к. по каждой конкретной отрасли необходимо знать множество норм различных экономических показателей. Однако этот метод дает наиболее точный и достоверный результат. В практической оценке метод прямой калькуляции оценщиками не применяется в силу указанных выше причин. Однако в частном случае может быть применен метод трендов.

Метод трендов позволяет определить себестоимость или ВС оцениваемого оборудования на основании имеющейся ретроспективной информации об изменении себестоимости или ВС на идентичное (аналогичное) оборудование с последующим приведением ее к текущему уровню (на дату оценки) при помощи индексов (трендов). Такое приведение может осуществляться как по отдельным статьям затрат, формирующих себестоимость, так и по себестоимости в целом.

Метод расчета *по цене однородного объекта* полагает проведение следующих этапов:

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

1. Определяется полная себестоимость производства однородного объекта по формуле:

$$C_{п.од} = \frac{(1 - Н_{дс})(1 - Н_{пр} - K_p)Ц_{од}}{1 - Н_{пр}}$$

Сп.од — полная себестоимость производства однородного объекта;
 Цод — цена однородного объекта;
 Ндс — ставка налога на добавленную стоимость;
 Нпр — ставка налога на прибыль;
 Кр — показатель рентабельности продукции.

Допустимо принять показатель рентабельности для пользующейся повышенным спросом продукции в интервале 0,25—0,35, для продукции, имеющей средний спрос — 0,1—0,25, для низкорентабельной продукции — 0,05—0,1.

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

$$C_{п} = C_{п.од} \frac{G_o}{G_{од}}$$

Сп — полная себестоимость производства оцениваемого объекта
 G0 / Год — масса конструкции оцениваемого и однородного объектов соответственно.

3. Определяется восстановительная стоимость оцениваемого объекта по формуле:

$$S_B = \frac{(1 - Н_{пр}) \cdot C_{п}}{(1 - Н_{пр} - K_p)}$$

Св — восстановительная стоимость оцениваемого объекта.

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

При использовании метода поэлементного расчета осуществляют следующие этапы работы:

1. Составляется перечень комплектующих узлов и агрегатов оцениваемого объекта. Собирается ценовая информация по комплектующим, но это становится возможным только при наличии развитого рынка комплектующих изделий.

1. Определяется полная себестоимость объекта оценки по формуле:

$$C_{п} = \sum C_{з} + B$$

Сп — полная себестоимость объекта;
 Цз — стоимость комплектующего узла или агрегата;
 В — собственные затраты изготовителя (например, стоимость сборки).

3. Рассчитывается восстановительная стоимость оцениваемого объекта (Sв).

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

$$S_B = S_0 \cdot Y$$

S_B — восстановительная стоимость объекта;

S_0 — базовая стоимость объекта;

Y — индекс изменения цен.

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

Физический износ машин и оборудования преимущественно измеряется:

- методом срока жизни;
- методом укрупненной оценки технического состояния.

Метод срока жизни. Процент физического износа при применении данного метода рассчитывается как отношение эффективного возраста к сроку экономической жизни.

Метод укрупненной оценки технического состояния. Целесообразно использовать специальные оценочные шкалы. (см. табл.)

Физический износ, %	Оценка технического состояния	Общая характеристика технического состояния
0-20	Хорошее	Повреждений и деформаций нет. Имеются отдельные неисправности, не влияющие на эксплуатацию элемента, и устраняются в период текущего ремонта
21-40	Удовлетворительное	Элементы в целом пригодны для эксплуатации, однако требуют ремонта уже на данной стадии эксплуатации
41-60	Неудовлетворительное	Эксплуатация элементов возможна лишь при условии проведения ремонта
61-80	Аварийное	Состояние элементов аварийное. Выполнение элементами своих функций возможно лишь при проведении специальных охранительных работ или полной замене этих элементов
81-100	Непригодное	Элементы находятся в не пригодном к эксплуатации состоянии

Функциональный износ представляет собой уменьшение потребительской привлекательности тех или иных свойств объекта, обусловленное развитием новых технологий в сфере производства аналогичных машин или оборудования. Снижение привлекательности машины вследствие перечисленных причин влечет за собой ее обесценение.

Внешний износ определяется методом связанных пар продаж. Сравниваются два сопоставимых объекта, один из которых имеет признаки внешнего износа, а другой — нет. Разница в ценах продаж трактуется как внешний (экономический) износ.

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

Расчет методом прямого сравнения продаж осуществляется в несколько этапов.

1. Нахождение объекта-аналога.
2. Внесение корректировок в цену аналога. Корректировки бывают двух видов:

коэффициентные, вносимые умножением на коэффициент;
поправочные, вносимые прибавлением или вычитанием абсолютной поправки.

Таким образом, стоимость машины или единицы оборудования определяется по формуле:

$$V = V_{\text{анал}} \cdot K_1 \cdot K_2 \cdot K_3 \dots K_m \pm V_{\text{доп}}$$

где $V_{\text{анал}}$ — цена объекта-аналога;
 K_1, K_2, K_3, K_m — корректирующие коэффициенты, учитывающие отличия в значениях параметров оцениваемых объекта и аналога;
 $V_{\text{доп}}$ — цена дополнительных устройств, наличием которых отличается сравниваемый объект.

При применении метода прямого сравнения следует соблюдать определенную последовательность при внесении поправок: в первую очередь делаются дифференциальные корректировки, а потом — поправочные.

Доходный подход в оценке машин и оборудования. Для реализации доходного подхода необходимо спрогнозировать ожидаемый доход от оцениваемого объекта. Применительно к машинам и оборудованию напрямую решить эту задачу невозможно, так как доход создается всем производственно-имущественным комплексом (ПИК).

При использовании доходного подхода предлагается поэтапное решение задачи:

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

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

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

5.3 Оценка нематериальных активов.

В ряде российских нормативных документов дается определение нематериальных активов, рассматриваются их виды.

Согласно ПБУ "УЧЕТ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ" (ПБУ 14/2007) для принятия к бухгалтерскому учету объекта в качестве нематериального актива необходимо одновременное выполнение следующих условий:

а) объект способен приносить организации экономические выгоды в будущем, в частности, объект предназначен для использования в производстве продукции, при выполнении работ или оказании услуг, для управленческих нужд организации либо для использования в деятельности, направленной на достижение целей создания некоммерческой организации (в том числе в предпринимательской деятельности, осуществляемой в соответствии с законодательством Российской Федерации);

б) организация имеет право на получение экономических выгод, которые данный объект способен приносить в будущем (в том числе организация имеет надлежаще оформленные документы, подтверждающие существование самого актива и права данной организации на результат интеллектуальной деятельности или средство индивидуализации - патенты, свидетельства, другие охранные документы, договор об отчуждении исключительного права на результат интеллектуальной деятельности или на средство индивидуализации, документы, подтверждающие переход исключительного права без договора и т.п.), а также имеются ограничения доступа иных лиц к таким экономическим выгодам (далее - контроль над объектом);

в) возможность выделения или отделения (идентификации) объекта от других активов;

г) объект предназначен для использования в течение длительного времени, т.е. срока полезного использования, продолжительностью свыше 12 месяцев или обычного операционного цикла, если он превышает 12 месяцев;

д) организацией не предполагается продажа объекта в течение 12 месяцев или обычного операционного цикла, если он превышает 12 месяцев;

е) фактическая (первоначальная) стоимость объекта может быть достоверно определена;

ж) отсутствие у объекта материально-вещественной формы.

При выполнении условий, установленных в пункте 3 настоящего Положения, к нематериальным активам относятся, например, произведения науки, литературы и искусства; программы для электронных вычислительных машин; изобретения; полезные модели; селекционные достижения; секреты производства (ноу-хау); товарные знаки и знаки обслуживания.

В составе нематериальных активов учитывается также деловая репутация, возникшая в связи с приобретением предприятия как имущественного комплекса (в целом или его части).

Нематериальные активы можно подразделить на три основные группы:

1. Интеллектуальная собственность (ИС);
2. Имущественные права;
3. Цена фирмы (гудвилл).

1. Интеллектуальная собственность. В рамках ИС выделяются:

права на объекты промышленной собственности (изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки и знаки обслуживания, фирменные наименования, наименования мест происхождения товаров и меры по пресечению недобросовестной конкуренции).

Состав объектов промышленной собственности определяется согл. ст. 1/2 Парижской конвенции по охране промышленной собственности. Изобретения и полезные модели рассматриваются как техническое решение задачи. Под промышленным образцом понимается соответствующее установленным требованиям художественно-конструкторское решение изделия, определяющее его внешний вид.

Товарные знаки, знаки обслуживания, фирменные наименования, наименования мест происхождения товаров — обозначения или названия, служащие для отличия товаров или услуг другого производителя, для отличия товаров, обладающих особыми свойствами. Право на пресечение недобросовестной конкуренции включено в промышленную собственность в связи с тем, что акты недобросовестной конкуренции часто являются нарушением права на объекты промышленной собственности:

- права на секреты производства (ноу-хау);
- права на объекты авторского права и смежных прав: все виды научных, литературных, художественных произведений, программные продукты для ЭВМ и базы данных, топологии интегральных микросхем.

Классификация интеллектуальной собственности показана на рис. (см. рис5.2.)

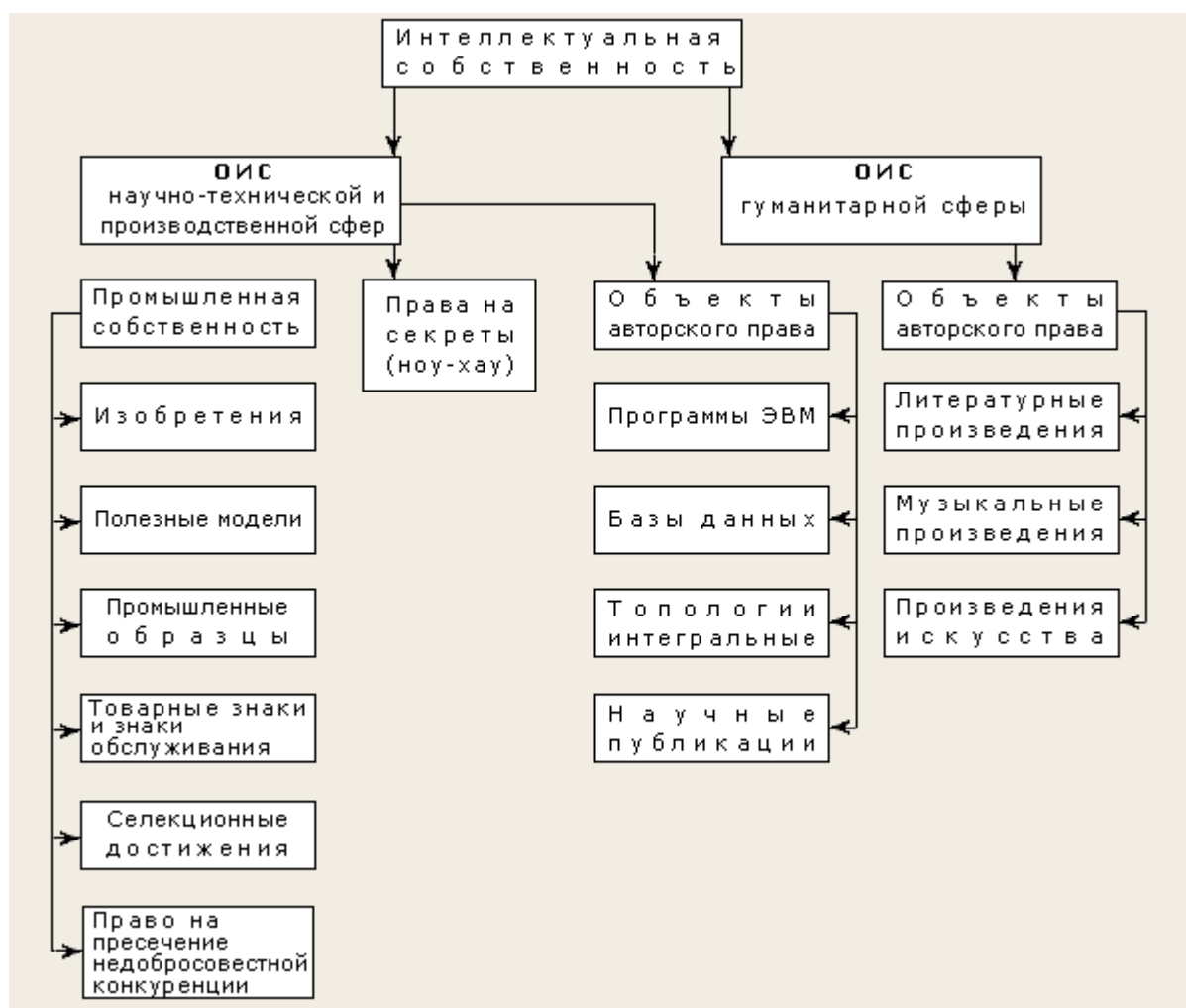


Рис. 5.2. Классификация интеллектуальной собственности

2. **имущественные права** (права пользования земельными участками, природными ресурсами, водными объектами) — вторая группа нематериальных активов. Подтверждением таких прав служит лицензия. Юридическое или физическое лицо, получив лицензию на право пользования недрами, земельными участками и т. д. получает исключительное право пользования в отведенных границах в течение указанного срока.

3. **Цена фирмы (гудвилл)**. Под ценой фирмы понимается стоимость ее деловой репутации. Деловая репутация в структуре нематериальных благ выделена согласно ст. 150 ГК РФ.

Гудвилл в деловом мире рассматривается как стоимость деловой репутации фирмы. Одни экономисты интерпретируют гудвилл как стоимость практически всех элементов нематериальных активов, другие определяют гудвилл как величину, на которую стоимость бизнеса превосходит рыночную стоимость его материальных активов и той части нематериальных активов, что отражена в бухгалтерской отчетности (учтена в балансе). В процессе оценки целесообразно использовать понятие «гудвилл» во втором значении.

Сторонники и первой, и второй точки зрения сходятся в том, что гудвилл:

присутствует только при наличии избыточной прибыли,
не может быть отделен от действующего предприятия, т. е. не может быть продан отдельно от него.

Гудвилл возникает, когда компания получает стабильные, высокие прибыли, ее доход на активы (или на собственный капитал) — выше среднего, в результате чего стоимость бизнеса превосходит стоимость его чистых активов. Гудвилл как экономическая величина принимается на баланс только в момент смены владельца предприятия.

В практической деятельности предприятия часто встает проблема оценки нематериальных активов.

Это происходит в связи с:

- куплей-продажей прав на объекты интеллектуальной собственности;
- добровольной продажей лицензий на использование объектов интеллектуальной собственности;
- принудительным лицензированием и определением ущерба в результате нарушения прав интеллектуальной собственности;
- внесением вкладов в уставной капитал;
- оценкой бизнеса;
- акционированием, приватизацией, слиянием и поглощением;
- оценкой нематериальных активов предприятия, проводимой в целях внесения изменений в финансовую отчетность.

К особенностям оценки интеллектуальной собственности можно отнести зависимость стоимости от:

- объема передаваемых прав;
- возможности несанкционированного использования;
- уровня готовности к коммерческому использованию.

Работа по оценке нематериальных активов, прежде всего интеллектуальной собственности, в составе нематериальных активов производится в определенной последовательности:

- экспертиза объектов интеллектуальной собственности;
- экспертиза охранных документов (патентов и свидетельств);
- экспертиза прав на интеллектуальную собственность;

Экспертиза объектов интеллектуальной собственности. Проверяется факт наличия объектов интеллектуальной собственности, а также факт их использования. Для этого необходимо проверить первичные документы, в которых данный объект зафиксирован.

Это может быть конструкторско-технологическая документация, изображения образцов продукции, программы для ЭВМ, базы данных и другая документация.

Экспертиза охранных документов (патентов и свидетельств). Для объектов промышленной собственности должны иметься официальные охранные документы, подтверждающие права на них — патенты на изобретение и промышленные образцы, свидетельства на полезные модели и товарные знаки.

Объекты авторского права не имеют официальных охранных документов, хотя возможно наличие регистрационных документов, например, свидетельства о регистрации программы для ЭВМ в Рос АПО и права на них возникают непосредственно по факту их создания.

Экспертиза охранных документов проводится прежде всего по территории и срокам действия .

При экспертизе охранного документа по территории необходимо учитывать, на какой территории действует охранный документ.

Патент РФ на промышленный образец действует в течение 10 лет с даты подачи заявки с возможностью продления еще на 5 лет. Свидетельство на полезную модель действует в течение 5 лет с возможным продлением до 3 лет (п.3 ст.3 Патентного Закона РФ). Свидетельства на товарный знак, знак обслуживания и наименование мест происхождения товара действует 10 лет, причем возможно неоднократное продление срока каждый раз на 10 лет (п. 1.2. ст. 16 Закона РФ «О товарных знаках»).

Действие охранного документа может быть досрочно прекращено в связи с неуплатой в установленный срок пошлин за поддержание охранного документа в силе. Сведения о досрочном прекращении действия охранных документов публикуются в официальных изданиях Патентного ведомства.

Экспертиза прав на интеллектуальную собственность.

Оценщик должен провести проверку документов, подтверждающих права предприятия на объекты интеллектуальной собственности: патентов, лицензий, свидетельств, учредительных договоров о передаче имущественных прав в уставные капиталы предприятия, контрактов или

авторских договоров между предприятием и разработчиками ОИС актов, актов приема-передачи при безвозмездной передаче прав на ОИС.

На предприятии использующем ОИС в качестве нематериального актива должен быть акт о передаче первого в эксплуатацию и постановке на учет. Оценщик должен помнить, что официально незарегистрированные договоры по полной переуступке патента, а также официально незарегистрированные лицензионные договоры на использование изобретений, полезных моделей, промышленных образцов и товарных знаков признаются недействительными.

Оценщик также должен помнить, что при внесении ОИС в качестве вклада в уставной капитал наряду с учредительным договором одновременно должен быть заключен лицензионный договор на передачу прав. Об этом четко прописано в Постановлении Пленума Верховного суда РФ и Пленума Высшего арбитражного суда РФ № 6/8 от 1 июля 1996г. После проведения экспертизы прав на объекты интеллектуальной собственности целесообразно перейти непосредственно к оценочным расчетам.

В процессе оценки данных активов оценщики используют доходный, затратный и рыночный подходы. Применение доходного подхода в оценке нематериальных активов

Доходный подход представлен:

- методом избыточных прибылей;
- методом дисконтированных денежных потоков;
- методом освобождения от роялти;
- методом преимущества в прибылях.

Метод избыточных прибылей основан на предпосылке о том, что избыточные прибыли приносят предприятию неотраженные в балансе нематериальные активы, которые обеспечивают доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня. Этим методом оценивают преимущественно гудвилл.

Основные этапы метода избыточных прибылей:

1. Определяют рыночную стоимость всех активов.
2. Оценивают нормализованную прибыль оцениваемого предприятия.
3. Определяют среднеотраслевую доходность на активы или на собственный капитал.
4. Рассчитывают ожидаемую прибыль на основе умножения среднего по отрасли дохода на величину активов (или на собственный капитал). (эт.1* эт.3).
5. Определяют избыточную прибыль (эт.2 — эт. 4). Для этого из нормализованной прибыли вычитают ожидаемую прибыль.
6. Рассчитывают стоимость гудвилла путем деления избыточной прибыли на коэффициент капитализации.

Необходимо учесть, что оценщик должен убрать неоперационные доходы из фактической чистой прибыли предприятия. Некоторые оценщики используют для расчета избыточной прибыли среднюю величину активов и среднюю прибыль за определенный период времени, обычно за пять лет. Но данный подход оправдан, если данные выбранного периода отражают обоснованные будущие ожидания, более того, «аномальные годы» с уровнем прибыли значительно выше или ниже среднего должны быть исключены из рассмотрения.

Использование же простой средней или средневзвешенной величины прибыли за несколько последних лет без учета того, насколько ретроспективная информация отражает возможную будущую прибыль приведет к недооценке или переоценке предприятия.

Важнейшей проблемой при использовании метода избыточных прибылей является правильность выбора ставки капитализации для расчета стоимости гудвилла. Стоимость гудвилла определяется способностью генерировать экономическую прибыль.

Обычно инвесторы оплачивают ожидаемую будущую прибыль, получаемую от гудвилла в течение периода, не превышающего пять лет. При таких допущениях ставка капитализации рассчитывается как величина обратная количеству приносящих избыточную прибыль лет, за которые инвестор готов заплатить.

Например, если инвестор готов заплатить сумму эквивалентную пятилетнему избыточному доходу, то ставка капитализации будет равна 20%. Метод **дисконтированных денежных потоков**

При дисконтировании денежных потоков проводятся следующие работы:

1. Определяется ожидаемый оставшийся срок полезной жизни, т. е. определяется период, в течение которого прогнозируемые доходы нужно будет дисконтировать.
2. Прогнозируется денежный поток (ДП), прибыль, генерируемая нематериальным активом.
3. Определяется ставка дисконтирования.
4. Рассчитывается суммарная текущая стоимость будущих доходов.
5. Определяется текущая стоимость доходов от нематериального актива в постпрогнозный период (если в этом есть необходимость).
4. Определяется сумма всех стоимостей доходов в прогнозный и постпрогнозный периоды.

Метод освобождения от роялти

Этот метод обычно используется для оценки стоимости патентов и лицензии. Владелец патента предоставляет другому лицу право на использование объекта интеллектуальной собственности за определенное вознаграждение (роялти).

Роялти выражается в процентах от общей выручки, полученной от продажи товаров, произведенных с использованием патентованного средства. Согласно данному методу стоимость интеллектуальной собственности представляет собой текущую стоимость потока будущих платежей по роялти в течение экономического срока службы патента или лицензии.

Размер роялти определяется на основании анализа рынка. Этот метод несет черты как доходного, так и рыночного подходов.

Основные этапы метода:

1. Составляют прогноз объема продаж, по которым ожидается выплаты роялти.
2. Определяется ставка роялти. Данные берутся из таблицы стандартных размеров роялти (см. табл. ниже).
3. Определяется экономический срок службы патента или лицензии. Юридический срок службы и экономический могут не совпадать, поэтому нужно сделать реалистический прогноз относительно продолжительности платежа.
4. Рассчитываются ожидаемые выплаты по роялти путем расчета процентных отчислений от прогнозируемого объема продаж.
5. Из ожидаемых выплат по роялти вычитают все расходы, связанные с обеспечением патента или лицензии (юридические, организационные, административные издержки).
6. Рассчитываются дисконтированные потоки прибыли от выплат по роялти.
7. Определяется сумма текущих стоимостей потоков прибыли от выплат по роялти.

Таблица. Стоимость лицензии методом освобождения от роялти

Номер строки	Показатели	Первый год	Второй год	Третий год
1.	Расчетный объем продаж, ден. ед.			
2.	Ставка роялти, %			
3.	Ожидаемые выплаты по роялти (стр.1 x стр.2), долл.			
4.	Расходы, долл.			
5.	Прибыль от выплат по роялти (стр.3 – стр. 4), долл.			
6.	Фактор текущей стоимости			
7.	Текущая стоимость прибыли от выплат по роялти (стр. 5 x стр.6)			
8.	Сумма текущих стоимостей прибылей от выплат по роялти, долл.			

Расчет определяемого объема производства продукции лицензии.

Этот показатель определяется исходя из следующих источников:

- экспертной оценки специалистов лицензиара о возможном объеме производства продукции по лицензии лицензиатом на установленной территории;
- информации лицензиата о получаемых им объемах производства продукции по лицензии на той же территории.

Определять объем произведенной продукции по лицензии нужно по каждому году с учетом того, что в первые годы освоения выпуска может и не быть, потом будет происходить наращивание объемов, а затем пойдет спад в связи с моральным старением нововведения.

Для расчета берутся цены на дату заключения сделки. Однако, с учетом их изменения за срок действия лицензионного договора они корректируются на базе индексации цен в соответствующих отраслях промышленности. Для проведения индексации в расчетах используются индексы цен, публикуемые в приложениях к БИКИ, издаваемых научно-исследовательским конъюнктурным институтом. Но индексация дается за прошедший период. Поэтому улавливается тенденция и экстраполируется на прогнозный период.

Цены лицензии на базе роялти будет иметь следующий вид:

$$P_E = \sum_{i=1}^{i=T} V_i \cdot R_i \cdot Z_i \cdot K_d$$

где

V_i — объем определяемого выпуска продукции по лицензии в i -м году (шт., кг, куб. м);

Z_i — продажная цена продукции по лицензии в i -м году (у. е.);

R_i — размер роялти в i -м году (в %);

T — срок действия лицензионного договора (года);

i — порядковый номер рассматриваемого года действия лицензионного договора;

K_d — коэффициент дисконтирования.

Берутся ставки роялти из таблицы стандартных ставок, затем с учетом факторов, влияющих на ставку, проводятся уточнения.

Ставка роялти зависит от целой серии факторов:

- Объем правовой охраны: патентная эта лицензия или беспатентная. Продажа незапатентованной разработки снижает цену лицензии до 30%.
- Вида лицензионного договора. Наиболее дорогая — полная лицензия, наиболее дешевая — простая лицензия.
- Срока. Чем больше срок, тем меньше ставка.
- Спроса на рынке.
- Научно-технической значимости и коммерческих возможностей использования нововведения.
- Размера капиталовложений, необходимых для организации производства продукции по лицензии.
- Правовой защиты изобретений.
- Объем передаваемых прав использования.
- Объем передаваемой технической документации: передается ли в полном объеме (конструкторская, технологическая, эксплуатационная) или частично (только конструкторская). В последнем случае размер роялти уменьшается до 30%.

Зависимости лицензианта от лицензиара в поставках материалов, инструментов, комплектующих изделий, деталей для организации производства продукции по лицензии. А также от объема технической помощи со стороны лицензиара в освоении объекта.

Метод преимущества в прибылях

Часто этим методом оценивается стоимость изобретений. Стоимость изобретений определяется тем преимуществом в прибыли, которое ожидается получить от их использования. Под преимуществом в прибыли понимается дополнительная прибыль, обусловленная оцениваемым нематериальным активом. Она равна разнице между прибылью, полученной при использовании изобретений и той прибылью, которую производитель получает от реализации продукции без использования изобретения. Это ежегодное преимущество в прибыли дисконтируется с учетом предполагаемого времени его получения. Применение затратного подхода в оценке нематериальных активов

При использовании затратного подхода в оценке нематериальных активов применяются:

- метод стоимости создания;
- метод выигрыша в себестоимости.

Метод стоимости создания. Основные этапы:

1. Определяется полная стоимость замещения или полная стоимость восстановления нематериального актива. Выявляются все фактические затраты, связанные с созданием, приобретением и введением его в действие. При приобретении и использовании нематериального актива необходимо учитывать следующие виды затрат:

- на приобретение имущественных прав;
- на освоение в производстве товаров с использованием нематериального актива;
- на маркетинг: исследование, анализ и отбор информации для определения аналогов предполагаемых объектов промышленной собственности.

При создании же нематериального актива на самом предприятии необходимо учитывать следующие затраты:

- на поисковые работы и разработку темы;
- на создание экспериментальных образцов;
- на услуги сторонних организаций (например, на выявление ОИС, за выдачу охранных документов);
- на уплату патентных пошлин (поддержание патента в силе);
- на создание конструкторско-технической, технологической, проектной документации;
- на составление и утверждение отчета.

$$З_С = \sum [(З_{pi} + З_{poi})] \cdot \left(1 + \frac{P}{100}\right) \cdot K_d$$

$З_С$ — сумма всех затрат, связанных с созданием и охраной нематериального актива, (в денежн. ед.);

$З_p$ — стоимость разработки нематериального актива, (в денежн. ед.);

$З_{по}$ — затраты на правовую охрану объекта, руб. (в денежн. ед.);

P — рентабельность в %;

K_d — коэффициент дисконтирования, с помощью которого разновременные затраты приводятся к единому моменту времени;

i — порядковый номер рассматриваемого года действия.

$З_p = (З_{нир} + З_{ктд})$, где

$З_{нир}$ — затраты на проведение НИР (в денежн. ед.);

$З_{ктд}$ — затраты на разработку конструкторско-технической, технологической и (или) проектной документации, связанные с созданием объекта, (в денежн. ед.);

$З_{нир} = З_p + З_{ти} + З_э + З_{и} + З_о + З_{др}$, где

$З_p$ — затраты на поисковые работы, (в денежн. ед.);

$З_{ти}$ — затраты на проведение теоретических исследований, (в денежн. ед.);

$З_э$ — затраты на проведение экспериментов, (в денежн. ед.);

$З_о$ — затраты на составление, рассмотрение и утверждение отчета, (в денежн. ед.);

$З_{и}$ — затраты на проведение испытаний, (в денежн. ед.);

$З_{др}$ — другие затраты, (в денежн. ед.);

$З_{ктд} = З_{эп} + З_{тп} + З_{рп} + З_p + З_{и} + З_{ан} + З_{д}$, где

$З_{эп}$ — затраты на выполнение эскизного проекта, (в денежн. ед.);

$З_{тп}$ — затраты на выполнение технического проекта, (в денежн. ед.);

$З_{рп}$ — затраты на выполнение рабочего проекта, (в денежн. ед.);

$З_p$ — затраты на выполнение расчетов, (в денежн. ед.);

$З_{и}$ — затраты на проведение испытаний, (в денежн. ед.);

$З_{ан}$ — затраты на проведение авторского надзора, (в денежн. ед.);

$З_{д}$ — затраты на дизайн, (в денежн. ед.);

2. Определяется величина коэффициента, учитывающего степень морального старения нематериального актива.

$$K_{мс} = 1 - T_d / T_n, \text{ где}$$

T_n — номинальный срок действия охранного документа;

T_d — срок действия охранного документа по состоянию на расчетный год.

3. Рассчитывается остаточная стоимость нематериального актива с учетом коэффициента технико-экономической значимости, коэффициента морального старения.

$$C_o = Z_c * K_{мс} * K_t * K_i, \text{ где}$$

C_o — стоимость объекта (нематериального актива);

Z_c — сумма всех затрат;

$K_{мс}$ — коэффициент морального старения;

K_t — коэффициент технико-экономической значимости (определяется только для изобретений и полезных моделей);

K_i — коэффициент, отражающий процессы в i -м году, учитывается на основе динамики цен.

Коэффициент технико-экономической значимости K_t устанавливается по следующей шкале:
(Шкала предложена специалистами Инженерной академии РФ)

1.0 — изобретения, относящиеся к одной простой детали, изменению одного параметра простого процесса, одной операции процесса, одного ингредиента рецептуры;

1.5 — изобретения, относящиеся к конструкции сложной детали неосновного узла, изменению нескольких параметров несложных операций, изменению нескольких неосновных ингредиентов в рецептуре;

2.0 — изобретения, относящиеся к одному основному или нескольким неосновным узлам, части неосновных процессов, части неосновной рецептуры;

2.5 — изобретения, относящиеся к конструкциям машин, приборов, станков, аппаратов, технологическим процессам, рецептурам;

3.0 — изобретения, относящиеся к конструкциям со сложной системой контроля, сложным комплексным технологическим процессам, рецептуре особой сложности;

4.0 — изобретения, относящиеся к конструкциям, технологическим процессам, рецептуре особой сложности и, главным образом, относящиеся к новым разделам науки и техники;

5.0 — изобретения, не имеющие прототипа — пионерские изобретения.

При оценке стоимости нематериального актива, иногда используется такой метод затратного подхода как метод выигрыша в себестоимости. Он содержит элементы как затратного, так и рыночного подходов. Стоимость нематериального актива измеряется через определение экономии на затратах в результате его использования, например, при применении ноу-хау.

Сравнительный подход к оценке нематериальных активов.

основан на принципе эффективно функционирующего рынка, на котором инвесторы покупают и продают аналогичного типа активы, принимая при этом независимые индивидуальные решения. Данные по аналогичным сделкам сравниваются с оцениваемыми.

Преимущества и недостатки оцениваемых активов по сравнению с выбранными аналогами учитываются посредством введения соответствующих поправок.

Необходимо учесть, что в силу специфики оцениваемого объекта существуют значительные ограничения на применение сравнительного подхода при оценке нематериальных активов.

Оценка стоимости средства индивидуализации. Понятие товарного знака. Классификация товарных знаков.

По типовой классификации объектов интеллектуальной собственности товарные знаки относятся к так называемым объектам промышленной собственности наряду с изобретениями, полезными моделями, промышленными образцами и селекционными достижениями.

В соответствии с федеральным законом «О товарных знаках, знаках обслуживания и наименовании мест происхождения товаров», принятом в 1992 году, товарный знак — обозначение, способное отличать товары и услуги одних юридических или физических лиц от однородных товаров и услуг других юридических или физических лиц.

Определением выделены две основные функции товарного знака:

1. отличительная;
2. индивидуализирующая;

Кроме того, можно выявить вспомогательные функции товарного знака:

1. рекламную (продвижение товара);
2. стимулирующую (стимулирует поддерживать (повышать) качество товара);
3. охранительную (защищает товарный знак от использования третьими лицами);
4. регулирующую (упорядочивает выпуск и статус товаров).

На сегодняшний день можно с уверенностью говорить, что по крайней мере на рынке потребительских товаров и услуг конкуренция непосредственно между товарами уступила место конкуренции товарных знаков. Потребитель не утруждает себя изучением потребительских свойств конкретных товаров, полностью доверяя известной ему торговой марке. Из-за этого повышается роль правовой охраны товарных знаков. Товарные знаки являются фактором расширения экспорта. Непонимание значения товарных знаков для роста рыночного потенциала подрывает конкурентные позиции российских производителей.

Как объект промышленной собственности товарный знак подлежит правовой охране путем государственной регистрации и получения свидетельства на товарный знак.

Через государственную регистрацию:

- а) фиксируется объект охраны, т. е. перечень товаров, для обозначения которых используется товарный знак;
- б) оповещаются третьи стороны об исключительных правах владельца на товарный знак, то есть (согласно ст.4 п.1 Закона «О товарных знаках...») «владелец товарного знака имеет исключительное право пользоваться и распоряжаться товарным знаком, а также запрещать его использование другими лицами. Никто не может использовать охраняемый в России товарный знак без разрешения его владельца».

Товарный знак может быть зарегистрирован на имя юридического, либо физического лица, осуществляющего предпринимательскую деятельность и, будучи оборотоспособным активом, может быть объектом реальной оценки. В современной патентоведческой литературе и в прикладных экономических исследованиях выделяют различные критерии классификации товарных знаков.

а) по формам выражения товарные знаки делятся на:

1. Словесные — Представляют собой слово, сочетание слов, логически выстроенную фразу. Данный вид товарных знаков воздействует в первую очередь на слуховое восприятие пользователя.
2. Изобразительные — Представляют собой плоское художественное изображение. Воспринимаются пользователем визуально. Рассчитаны на зрительное запоминание.
3. Объемные — Представляют собой трехмерное воспроизведение с отличительными индивидуальными чертами. Рассчитаны на визуальное восприятие.
4. Комбинированные — Представляют собой комбинацию двух или трех из вышеперечисленных видов товарных знаков. Например, изображение совместно с написанием.

б) по основаниям использования: индивидуальные и коллективные товарные знаки. Индивидуальный товарный знак — обозначение, регистрируемое на имя отдельного юридического или физического лица, занимающегося предпринимательской деятельностью.

Коллективный знак — знак союза, хозяйственной ассоциации или иного добровольного объединения предприятий, предназначенный для обозначения выпускаемых и/или реализуемых ими товаров, обладающих едиными качественными характеристиками;

в) по географическому распространению: локальные, национальные, международные.

Развитие национальных и международных патентно-правовых отношений приводит к трансформации товарного знака из средства индивидуализации товара в самостоятельный товар.

Кругообороту товарных знаков, свойственна все большая схожесть с кругооборотом обычных товаров. И роль оценки стоимости прав на товарные знаки заключается в создании предпосылок для вовлечения их в оборот. Развиваются новые формы обращения товарных знаков: франчайзинг, залог, страхование, лицензирование.

Причем лицензирование товарных знаков становится одним из наиболее прибыльных видов международной торговли промышленной собственностью. В общем объеме лицензионных сделок доля договоров по товарным знакам составляют примерно 65%.

В России внутренний оборот прав на товарные знаки стал зарождаться после 1992 года, когда были приняты нормативные документы, регламентирующие данный процесс, в том числе закон «О товарных знаках...», «Гражданский кодекс РФ». Следует отметить, что темпы роста количества лицензионных договоров по товарным знакам превышают аналогичный показатель по другим видам промышленной собственности.

Цели оценки товарного знака

Теория оценки выделяет целую совокупность случаев, когда может иметь место оценка прав на товарные знаки.

Как правило, оценка прав на товарные знаки не выделяется из общего понятия оценки интеллектуальной собственности и нематериальных активов. Это вполне обосновано, так как большинство ситуаций, в которых необходима оценка нематериальных активов, применимо и к товарным знакам.

1. Внесение товарного знака в качестве вклада в уставный капитал. Будучи средством идентификации товаров и услуг, раскрученный товарный знак имеет несомненную ценность для вновь создаваемого предприятия как залог успешного продвижения на рынке его товаров. Поэтому, при внесении товарного знака в качестве вклада в уставный капитал требуется независимая оценка.

2. Купля-продажа прав на товарный знак (договор уступки прав на товарный знак).

Согласно стандартному договору уступки прав на товарный знак, стоимостное вознаграждение передающей стороны определяется согласованным решением двух сторон, участвующих в договоре. Независимая оценка в подобных случаях законом не требуется. Тем не менее, и в зарубежной, и в российской практике стороны все чаще стремятся определять стоимость прав на передаваемый товарный знак с привлечением независимого оценщика.

3. Заключение лицензионных соглашений.

Оценка товарных знаков в целях заключения лицензионных договоров является одним из самых перспективных направлений оценки товарных знаков.

Развитие франчайзинга в РФ также дало толчок к оценке товарных знаков применительно к данному случаю. Формирование нормативной базы, регулирующей обращение товарных знаков на территории РФ, а также сформировавшаяся деловая практика в этой области привели к тому, что основные параметры сделки, рассматриваемые в лицензионном соглашении на использование товарного знака в России в основных аспектах идентичны аналогичным параметрам лицензионных соглашений, оговариваемым в соответствии с международной практикой.

4. Определение ущерба в результате нарушения прав на товарный знак (производство и реализация контрафактной продукции).

В связи с массовым использованием известных товарных знаков при производстве контрафактной продукции в Российской Федерации данный вид оценки имеет весьма широкие перспективы. Тем не менее его применение тормозится слабой защитой интеллектуальной собственности и слабой разработанностью механизма выявления и борьбы с фактами нарушения прав на объект промышленной собственности и товарные знаки в частности.

5. Реструктуризация и приватизация предприятия.

При слиянии, поглощении, разделении, выделении, а также при новой эмиссии акций заинтересованные стороны должны выяснить всю совокупность активов, которыми владеет реструктуризируемое предприятие. В их число входят и нематериальные активы.

В этой ситуации товарные знаки и другие объекты промышленной собственности могут составлять значительную долю в активной части баланса предприятия.

6. Процесс банкротства предприятия.

Несмотря на то, что Закон «О несостоятельности (банкротстве)» не требует проведения независимой оценки нематериальных активов ни в одной из стадий банкротства, такая возможность допускается и при наблюдении, и при внешнем управлении, и при конкурсном производстве.

7. Получение предприятием кредита.

В качестве обеспечения кредита могут выступать любые активы предприятия. Российская практика уже знает случаи оценки товарных знаков с целью определения стоимости кредитного обеспечения, хотя такие случаи пока носят единичный характер. В будущем расширению использования права на товарный знак в качестве залога будет способствовать сближение критериев охраноспособности актива по российскому законодательству с критериями и принятыми в других ведущих в области патентно-лицензионной деятельности странах мира (США, Япония, ФРГ, Великобритания и др.), так как это увеличит ликвидность патентных прав.

8. Страхование товарного знака.

Существует множество причин возможной полной или частичной утраты прав на товарный знак. От ненадлежащего оформления прав на товарный знак до нарушения патентного права путем выпуска контрафактной продукции. Все эти риски в теории могут быть застрахованы. Тем не менее отечественная практика пока не знает случаев подобного страхования.

Доходный подход в определении стоимости товарных знаков.

Оценка стоимости товарных знаков начала развиваться с конца 80-х годов. Несмотря на тот факт, что некоторые товарные знаки существуют более столетия, очень медленно приходило понимание того, что товарные знаки могут быть оценены, также как и материальные активы.

Оценка товарных знаков, как и любого другого вида промышленной собственности, традиционно осуществляется тремя подходами: доходным, затратным и сравнительным.

Сразу оговоримся, что, на наш взгляд, применительно к товарным знакам наиболее целесообразно использовать различные методы доходного подхода, так как именно доход, получаемый от использования товарного знака, в наибольшей степени определяет его стоимость.

Использование сравнительного подхода в российских условиях затруднено в связи с крайне скудной базой сравнения (небольшим количеством уже оцененных товарных знаков), а также в связи с закрытостью информации о результатах проведенных оценок.

Затратный подход в большей степени применим для оценки вновь создаваемых товарных знаков, то есть знаков, еще не выпущенных на рынок. Более подробно вопросы применения различных методик оценки в зависимости от целей оценки будет рассмотрен.

В зависимости от подхода и конкретного метода, применяемого в оценке товарного знака, будет различаться тот объем информации, который необходимо собрать для объективной оценки стоимости.

При оценке товарного знака одним из методов доходного подхода оценщик должен собрать следующую информацию:

- регистрационные документы (свидетельство) на товарный знак, подтверждающие его правовую защищенность;
- полный перечень продукции, выпускаемой под этим товарным знаком, прогнозируемые объемы выпуска, цены, себестоимость и др. показатели;
- аналогичные показатели по отрасли;

- факты обременения оцениваемого товарного знака какими-либо обязательствами;
- расходы, связанные с поддержанием защищенности товарного знака (продлением срока действия свидетельства на товарный знак);
- данные для расчета ставки дисконта при приведении к текущей стоимости генерируемого товарным знаком потока доходов;
- стандартные (или выведенные) ставки роялти при использовании метода освобождения от роялти.

В рамках доходного подхода при оценке товарных знаков традиционно выделяются четыре основных метода.

- метод дисконтированных будущих прибылей;
- метод избыточных прибылей;
- метод освобождения от роялти;
- метод преимущества в прибылях.

Основываясь на методе дисконтированных будущих прибылей, оценщик приводит прогнозируемые доходы, генерируемые товарным знаком, по соответствующей ставке дисконта, к чистой текущей стоимости (Net Present Value — NPV).

Оценка товарного знака включает в себя 3 элемента:

- анализ рынка (с целью определить условия, в которых функционирует компания-владелец товарного знака и уровень конкурентной борьбы)
- финансовый анализ для идентификации доходов, создаваемых бизнесом, использующем товарный знак (т. е., с целью установить поступления, относящиеся к маркированному данным товарным знаком продукту и выявить долю доходов, обеспеченную непосредственно товарным знаком — добавочную стоимость, принесенную именно товарным знаком — для этой цели компанией Brand Finance разработан метод Brand Value Added™)
- определение рисков, связанных с товарным знаком для определения ставки дисконта.

Необходимо определить не только потенциал товарного знака, необходимый для того, чтобы создавать прибыль, но и вероятность получения прибыли и риск возможных убытков. И, как следствие, необходимо точно рассчитать размер ставки дисконта.

Стоимость товарного знака может быть определена и методом освобождения от роялти.

Суть метода освобождения от роялти заключается в том, что стоимость объекта промышленной собственности, по которому заключено лицензионное соглашение, рассматривается как текущая сумма всех лицензионных платежей (роялти) по данному лицензионному соглашению.

Напомним, что формула цены лицензии на базе роялти будет иметь следующий вид:

$$P_{\text{л}} = \sum V_i * R_i * Z_i * K_g$$

где V_i — объем определяемого выпуска продукции по лицензии в i -м году;

R_i — размер роялти в i -м году;

Z_i — продажная цена продукции по лицензии в i -м году;

K_g — коэффициент дисконтирования.

Следует отметить, что данная формула отражает именно стоимость лицензионного договора по товарному знаку, а не стоимость товарного знака как такового.

Метод преимущества в прибылях.

Под преимуществом в прибыли понимается дополнительная прибыль, генерируемая оцениваемым товарным знаком. Преимущество в прибыли образуется либо по сравнению с предприятиями, выпускающими аналогичную продукцию, но без использования оцениваемого товарного знака, либо по сравнению с выпуском продукции тем же предприятием, но до использования оцениваемого товарного знака.

Суть данного метода заключается в том, чтобы спрогнозировать и оценить в денежной форме преимущество в прибыли, возникающее на протяжении всего срока использования товарного знака, привести его к текущей стоимости и просуммировать — это и будет стоимостью оцениваемого товарного знака.

Затратный подход в оценке товарных знаков.

Методы затратного подхода как правило показывают стоимость объекта оценки с позиций прошлых или настоящих затрат на создание оцениваемого объекта интеллектуальной собственности или приобретение альтернативного (замещающего) аналогичного по назначению и выполняемым функциям объекта. Это и полной мере относится и к товарным знакам.

Если оценка производится не в момент создания товарного знака, то все затраты необходимо привести к текущей стоимости:

$$ТЗ = \sum [(З_{дi} + З_{пi} + З_{мi} + З_{рi}) * (1 + P/100) * K_{иi}] * K_{в} * M * K_{эв}$$

где $З_{дi}$ - затраты на дизайн в i -м году;
 $З_{пi}$ — затраты на правовую охрану в i -м году;
 $З_{мi}$ — затраты на маркетинг в i -м году;
 $З_{рi}$ — затраты на рекламу в i -м году;
 $K_{эв}$ — коэффициент эстетического восприятия рекомендовано принимать согласно следующим значениям:

1.3	- при использовании более 10 лет, мировая известность у потребителей.
1.2	- при использовании более 5 лет, широкая узнаваемость.
1.1	- при использовании менее 5 лет, устойчивая ассоциация у потребителей по отношению к производителю.
1.05	- при использовании не менее 3 лет.
1	- при использовании в течение 1 года

P — рентабельность (в %);

$K_{в}$ — коэффициент времени использования товарного знака;

$$K_{в} = 1 + T_{ф}/T_{н},$$

где $T_{ф}$ — фактический срок службы товарного знака;

$T_{н}$ — номинальный срок службы товарного знака (целесообразно в знаменателе, чтобы определить силу товарного знака оставлять 10 лет);

$K_{иi}$ — коэффициент индексации в i -м году;

M — коэффициент масштабности использования товарного знака при следующей величине товарооборота:

- до 10 тыс.долл. в месяц — $M=1.0$;
- 10-50 тыс.долл. в месяц — $M=1.2$;
- 50-100 тыс.долл. в месяц — $M=1.4$;
- 100-500 тыс.долл. в месяц — $M=1.6$;
- 500-1000 тыс.долл. в месяц — $M=1.8$;
- более 1 млн.долл. в месяц — $M=2.0$;

Выше уже говорилось, что в силу небольшого числа и закрытости информации об уже оцененных товарных знаках рыночный подход пока не находит широкого применения в России. Тем не менее, в теории сравнительный подход применим в частности в виде метода прямого сравнения анализа продаж, суть которого состоит в сравнительном анализе рыночных продаж сопоставимых товарных знаков и внесении соответствующих поправок в стоимость товарных знаков.

Следует учитывать, что в силу специфики объекта оценки оценщику необходимо внести множество поправок в стоимость товарного знака.

В частности межрегиональный научный фонд «Промышленная собственность» рекомендует учитывать следующие факторы:

- рыночная новизна товарного знака и ее динамика;
- состояние и прогноз расширения рынков сбыта товаров или услуг, маркируемых товарным знаком;
- изменение соотношения цен на продукцию компании;
- изменение цен на однородную продукцию компаний-конкурентов;
- стадия научно-технического развития продукции;
- наличие однородной продукции (собственного производства либо конкурентов);
- социально-экономическая значимость продукции;
- долевое участие на региональном и мировом товарных рынках однородной продукции (в динамике);
- устойчивость платежеспособного спроса на продукцию в компании (к динамике);
- наличие, возможность и сроки регистрации товарного знака (и его правовой защиты) в странах экспорта (патентно-правовая информация);
- другие факторы в зависимости от специфики компании, товарного знака, маркируемой продукции и т. п.

3. Особенности применения методик оценки товарных знаков при различных целях оценки.

В данном разделе приведены особенности проведения оценки товарных знаков при различных целях оценки. Несмотря на то, что в большинстве случаев оценщику целесообразно находить рыночную стоимость товарного знака, в ряде целей оценки существуют свои нюансы, так или иначе влияющие на искомую стоимость товарного знака.

5.4. Оценка рыночной стоимости финансовых активов (вложений)

К финансовым вложениям относятся инвестиции предприятия в ценные бумаги и в уставные капиталы других организаций, а также предоставленные другим организациям займы на территории Российской Федерации и за ее пределами.

Оценка финансовых вложений осуществляется исходя из их рыночной стоимости на дату оценки и является предметом пристального внимания оценщика. Если определяется рыночная стоимость вложений в ценные бумаги, котирующиеся на рынке (на бирже, на специальных аукционах) — то информация берется, например, из сборников Финмаркет, АК&М и других. Если же ценные бумаги не котируются, то оценщик должен самостоятельно определить их рыночную стоимость.

Определение рыночной стоимости облигаций

Облигация, — согласно «Федерального Закона О рынке ценных бумаг», — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента».

Оценщик, как правило, работает со следующими основными видами облигаций:

- с купоном с постоянным уровнем выплат;
- с купоном с плавающим процентом;
- с бессрочными облигациями (эта форма не используется в РФ, но имеет место в мировой практике).

Оценка облигации с купоном с постоянным уровнем выплат. Когда купонные платежи процентов фиксированы, оценщик имеет дело с простым процентным обязательством и постоянные процентные платежи он может рассматривать как аннуитет. Текущая стоимость облигации в этом случае состоит из двух частей:

1. Текущей дисконтированной стоимости полученных до даты погашения процентных платежей.
2. Текущей дисконтированной стоимости выплаты номинала при наступлении срока погашения облигации.

Формула определения текущей стоимости облигации имеет следующий вид:

$$PV_{\text{обл}} = \frac{Y}{(1+r)} + \frac{Y}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Y}{(1+r)^N} + \frac{M}{(1+r)^N} = \sum_{n=1}^N \frac{Y}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^N}$$

$PV_{\text{обл}}$ — текущая стоимость облигаций, ден. ед.;

Y — годовые процентные выплаты, определяющиеся номинальным процентным доходом (купонной ставкой);

r — требуемая норма доходности, %;

M — номинальная стоимость облигации (сумма, выплачиваемая при погашении облигации), ден. ед.;

n — число лет до момента погашения.

Таким образом:

- если необходимый уровень дохода превышает установленную по облигации купонную ставку, то стоимость облигации будет ниже ее номинальной стоимости;
- если необходимый уровень дохода уступает установленной по облигации купонной ставке, то текущая стоимость облигации будет выше ее номинальной стоимости;
- если требуемый уровень дохода равен установленной по облигации процентной ставке, то текущая стоимость облигации будет равна ее номинальной стоимости.

При выплате же процентов по облигациям несколько раз в году ранее приведенное уравнение примет следующий вид:

$$PV = \frac{\frac{Y}{m}}{(1+\frac{r}{m})^{1m}} + \frac{\frac{Y}{m}}{(1+\frac{r}{m})^{2m}} + \dots + \frac{\frac{Y}{m}}{(1+\frac{r}{m})^{nm}} + \frac{M}{(1+\frac{r}{m})^{nm}}$$

m — частота выплат процентов в году.

Оценка облигации с плавающим купоном.

Если купонные платежи не фиксированы, то оценщик имеет дело с облигацией с плавающей купонной ставкой. В этом случае поступления процентных платежей нельзя рассматривать как аннуитет: поскольку каждый процентный платеж отличен от других, то он должен рассматриваться как самостоятельный единовременный платеж.

Определение рыночной стоимости акции

Акция, — согласно Федерального Закона «О рынке ценных бумаг», — «эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации».

Оценка привилегированных акций. По своей природе привилегированная акция занимает промежуточное положение между облигацией и обыкновенной акцией.

Эта акция подразумевает обязательство выплаты стабильного, фиксированного дивиденда, но не гарантирует возмещения своей номинальной стоимости.

При анализе привилегированных акций с точки зрения инвестора необходимо оценивать используемую в расчетах собственную норму прибыли инвестора, показывающую максимальную цену, которую инвестор готов заплатить за акции или минимальную цену, за которую инвестор готов продать эту акцию. Если стандартная норма прибыли инвестора составила 10% против 7% дивиденда от объявленной стоимости привилегированной акции в 100 долл., то индивидуальная текущая стоимость акции для инвестора составит:

$$PV = D / r = 7 / 0,1 = 70 \text{ долл., где}$$

PV — текущая стоимость привилегированной акции;

D — объявленный уровень дивидендов;

r — требуемая норма прибыли (требуемая ставка доходности).

Оценка обыкновенных акций.

Задача определения стоимости обыкновенных акций значительно отличается от оценки облигаций и привилегированных акций, так как получение доходов по ним характеризуется неопределенностью как в плане величины, так и времени их получения.

Имеет место некоторая неопределенность информации относительно будущих результатов, прежде всего, темпов роста дивидендов. Единственный источник данных для инвестора — статистические сведения о деятельности компании в прошлом. С учетом прошлого опыта и предполагаемых перспектив развития выводятся наиболее точные предположения о будущей доходности.

Модель бесконечного (постоянного) роста

Если ожидается, что дивиденды компании будут расти одинаковыми темпами (g) в неопределенном будущем, то текущая стоимость акций составит:

$$PV = \frac{D_0(1+g)}{(1+r)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^N}{(1+r)^N} = \frac{D_0(1+g)}{(r-g)}$$

D_0 — базовая величина дивиденда;

r — требуемая норма доходности;

g — прогноз темпов роста дивидендов.

Для зрелых компаний предположение о бессрочном росте является допустимым.

Модель двухстадийного роста.

Многие модели оценки базируются на предположении, что темпы роста в конце концов уменьшаются, и, следовательно, происходит переход от уровня роста превышающего нормальный (т. е. от сверхнормального) к нормальному темпу роста.

$$PV = \sum_{n=1}^N \frac{D_0(1+g_s)}{(1+r_s)^n} + \frac{D_N + 1}{r_s - g_n} \cdot \frac{1}{(1+r_s)^n}$$

g_s — сверхнормальный темп роста;

g_n — нормальный темп роста;

N — число лет сверхнормального роста.

Таким образом, текущая стоимость акции равна:

- текущей стоимости дивидендов за период сверхнормального роста;
- дисконтированной стоимости цены акции в конце периода сверхнормального роста.

Оценка производственных запасов. Производственные запасы оцениваются по текущим ценам с учетом затрат на транспортировку и складирование. Устаревшие запасы списываются.

Оценка дебиторской задолженности. Требуется анализ дебиторской задолженности по срокам погашения, выявление просроченной задолженности с последующим разделением ее на:

- безнадежную (она не пойдет в экономический баланс);
- ту, которую предприятие еще надеется получить (она пойдет в экономический баланс).

При анализе дебиторской задолженности оценщик должен проверить не являются ли сомнительными векселя, выпущенные другими предприятиями. Несписанная дебиторская задолженность оценивается дисконтированием будущих основных сумм и выплат процентов к их текущей стоимости.

Оценка денежных средств. Эта статья не подлежит переоценке.

5.5 Метод ликвидационной стоимости.

Оценка ликвидационной стоимости предприятия осуществляется в следующих случаях:

компания находится в состоянии банкротства, или есть серьезные сомнения относительно ее способности оставаться действующим предприятием;

стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности.

Ликвидационная стоимость представляет собой стоимость, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и раздельной продажи его активов.

Расчет ликвидационной стоимости предприятия включает в себя несколько основных этапов:

1. Берется последний балансовый отчет (желательно последний квартальный).
 2. Разрабатывается календарный график ликвидации активов, так как продажа различных видов активов предприятия: недвижимого имущества, машин и оборудования, товарно-материальных запасов требует различных временных периодов.
 3. Определяется валовая выручка от ликвидации активов.
 4. Оценочная стоимость активов уменьшается на величину прямых затрат. К прямым затратам, связанным с ликвидацией предприятия, относятся комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы, которые платятся при продаже. С учетом календарного графика ликвидации активов скорректированные стоимости оцениваемых активов дисконтируются на дату оценки по ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск.
 5. Ликвидационная стоимость активов уменьшается на расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, сохранение оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации. Срок дисконтирования соответствующих затрат определяется по календарному графику продажи активов предприятия.
 6. Прибавляется (или вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода.
 7. Вычитаются преимущественные права на удовлетворение: выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами.
- Таким образом, ликвидационная стоимость предприятия рассчитывается путем вычитания из скорректированной стоимости всех активов баланса суммы текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также величины всех обязательств.

Тема 6. Доходный подход к оценке стоимости строительного бизнеса.

1. Метод дисконтированного денежного потока.
2. Денежный поток для собственного и заемного капитала.
3. Построение ставки дисконтирования для выбранного денежного потока.
4. Метод капитализации и построение ставки капитализации

6.1 Метод дисконтированного денежного потока.

Рыночная оценка бизнеса во многом зависит от того, каковы его перспективы. При определении рыночной стоимости бизнеса учитывается только та часть его капитала, которая может приносить доходы в той или иной форме в будущем. При этом очень важно, когда именно собственник будет получать данные доходы, и с каким риском это сопряжено. Все эти факторы, влияющие на оценку бизнеса, позволяет учесть метод дисконтированных денежных потоков (далее — метод ДДП). Сущность

Определение стоимости бизнеса методом ДДП основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса. Аналогичным образом, собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. В результате своего взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Данный метод оценки считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном

счете покупает не набор активов, состоящий из зданий, сооружений, машин, оборудования, нематериальных ценностей и т. д., а поток будущих доходов, который позволит ему окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние. С этой точки зрения все предприятия, к каким бы отраслям экономики они не принадлежали, производят всего один вид товарной продукции — деньги.

Метод дисконтированных денежных потоков может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Тем не менее, существуют ситуации, когда он объективно дает наиболее точный результат рыночной стоимости предприятия.

Применение данного метода наиболее обосновано для оценки предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности (желательно, прибыльной) и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития. Данный метод в меньшей степени применим к оценке предприятий, терпящих систематические убытки (хотя и отрицательная величина стоимости бизнеса может быть фактом для принятия управленческих решений). Следует соблюдать разумную осторожность в применении этого метода для оценки новых предприятий, пусть даже и многообещающих. Отсутствие ретроспективы прибылей затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков бизнеса. Основные этапы оценки предприятия методом дисконтированных денежных потоков.

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

Выбор модели денежного потока

При оценке бизнеса мы можем применять одну из двух моделей денежного потока: ДП для собственного капитала или ДП для всего инвестированного капитала. На таблице вы видите, как рассчитывается денежный поток для собственного капитала. Применяя эту модель, мы рассчитываем рыночную стоимость собственного (акционерного) капитала предприятия (см. табл. 5.1)

Таблица 5.1

	Чистая прибыль после уплаты налогов
плюс	амортизационные отчисления
плюс (минус)	уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала
плюс (минус)	уменьшение (прирост) инвестиций в основные средства
плюс (минус)	прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности
итого равно	денежный поток

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

В обеих моделях денежный поток может быть рассчитан как на номинальной основе (в текущих ценах), так и на реальной основе (с учетом фактора инфляции).

Определение длительности прогнозного периода.

Согласно методу ДДП, стоимость предприятия основывается на будущих, а не на прошлых денежных потоках. Поэтому задачей оценщика является выработка прогноза денежного потока (на основе прогнозных отчетов о движении денежных средств) на какой-то будущий временной период, начиная с текущего года.

В качестве прогнозного берется период, который должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются (предполагается, что в постпрогнозный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечный поток доходов).

Определение адекватной продолжительности прогнозного периода — это непростая задача. С одной стороны, чем длиннее прогнозный период, тем больше число наблюдений и тем более обоснованным с математической точки зрения выглядит итоговая величина текущей стоимости предприятия.

С другой стороны, чем длительнее прогнозный период, тем сложнее прогнозировать конкретные величины выручки, расходов, темпов инфляции и, соответственно, потоков денежных средств. По сложившейся в странах с развитой рыночной экономикой практике прогнозный период для оценки предприятия может составлять, в зависимости от целей оценки и конкретной ситуации, от 5 до 10 лет.

В странах с переходной экономикой, где велик элемент нестабильности, и адекватные долгосрочные прогнозы особенно затруднительны, на наш взгляд, допустимо сокращение прогнозного периода до 3 лет. Для точности результата следует осуществлять дробление прогнозного периода на более мелкие единицы измерения: полугодие или квартал.

Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации

Анализ валовой выручки и ее прогноз требуют детального рассмотрения и учета целого ряда факторов, среди которых:

- номенклатура выпускаемой продукции;
- объемы производства и цены на продукцию;
- ретроспективные темпы роста предприятия;
- спрос на продукцию;
- темпы инфляции;
- имеющиеся производственные мощности;
- перспективы и возможные последствия капитальных вложений;
- общая ситуация в экономике, определяющая перспективы спроса;
- ситуация в конкретной отрасли с учетом существующего уровня конкуренции;
- доля оцениваемого предприятия на рынке;
- долгосрочные темпы роста в послепрогнозный период;
- планы менеджеров данного предприятия.

Следует придерживаться общего правила, гласящего, что прогноз валовой выручки должен быть логически совместимым с ретроспективными показателями деятельности предприятия и отрасли в целом. Оценки, основанные на прогнозах, которые заметно расходятся с историческими тенденциями, представляются неточными.

Как известно, темпы инфляции измеряются с помощью индексов цен, которые характеризуют среднее изменение уровня цен за определенный период. Для этого используется следующая формула:

$$I_p = \frac{\sum \cdot P_1 \cdot G_1}{\sum \cdot P_0 \cdot G_1}$$

где I_p — индекс инфляции

P_1 — цены анализируемого периода

P_0 — цены базового периода

G_1 — количество товаров, реализованных в анализируемом периоде.

Внутри любой отрасли, по меньшей мере, несколько предприятий борются за свою долю рынка.

И здесь возможны разные варианты. Можно увеличить свою долю на уменьшающемся рынке за счет неудачливых конкурентов, а можно и наоборот, потерять свою долю на растущем рынке. В связи с этим важно точно оценить размер и границы рыночного сегмента, на котором собирается работать предприятие.

Анализ и прогноз расходов

На данном этапе оценщик должен:

- учесть ретроспективные взаимозависимости и тенденции;
- изучить структуру расходов, в особенности, соотношение постоянных и переменных издержек;
- оценить инфляционные ожидания для каждой категории издержек;
- изучить единовременные и чрезвычайные статьи расходов, которые могут фигурировать в финансовой отчетности за прошлые годы, но в будущем не встретятся;
- определить амортизационные отчисления, исходя из нынешнего наличия активов и из будущего их прироста и выбытия;
- рассчитать затраты на выплату процентов на основе прогнозируемых уровней задолженности;
- сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими показателями для предприятий-конкурентов или с аналогичными среднеотраслевыми показателями.

Главным в отношении производственных издержек — это разумная экономия. Если она систематически достигается без ущерба для качества, продукция предприятия остается конкурентоспособной. Для правильной оценки этого обстоятельства необходимо, прежде всего, четко выявлять и контролировать причины появления отдельных категорий затрат.

Эффективное и постоянное управление издержками неразрывно связано с обеспечением адекватной и качественной информации о себестоимости отдельных видов выпускаемой продукции и их относительной конкурентоспособности.

Умение постоянно «держать руку на пульсе» текущих издержек позволяет корректировать номенклатуру производимой продукции в пользу наиболее конкурентоспособных позиций, строить разумную ценовую политику фирмы, реально оценивать отдельные структурные подразделения с точки зрения их вклада и эффективности. Классификация затрат может производиться по нескольким признакам:

- по составу: плановые, прогнозируемые или фактические;
- по отношению к объему производства: переменные, постоянные, условно-постоянные;
- по способу отнесения на себестоимость: прямые, косвенные;
- по функции управления: производственные, коммерческие, административные.

Для оценки бизнеса важны две классификации издержек.

Первая — это деление издержек на постоянные и переменные, то есть, в зависимости от их изменения при изменении объемов производства. Постоянные издержки не зависят от изменения объемов производства (к примеру, административные и управленческие расходы; амортизационные отчисления; расходы по сбыту, за вычетом комиссионных; арендная плата; налог на имущество и т. д.). Переменные же издержки (сырье и материалы; заработная плата основного производственного персонала; расход топлива и энергии на производственные нужды) обычно считают пропорциональными изменению объемов производства. Классификация издержек на постоянные и переменные используется, прежде всего, при проведении анализа безубыточности, а также для оптимизации структуры выпускаемой продукции.

Вторая классификация — это разнесение издержек на прямые и косвенные. Она применяется для отнесения издержек на определенный вид продукции.

Четкое и единообразное разделение на прямые и косвенные постоянные издержки особенно важно для поддержания однородной отчетности по всем подразделениям.

Анализ и прогноз инвестиций.

Таблица. Анализ инвестиций включает три основных компонента, см. таблицу 5.2:

Таблица 5.2.

Собственные оборотные средства	Капиталовложения	Потребности в финансировании
Анализ собственных оборотных средств включает:	Включают инвестиции, необходимые для:	Включают: получение и погашение долгосрочных

		кредитов
определение суммы начального собственного оборотного капитала	замены существующих активов по мере их износа	выпуск акций
установление дополнительных величин, необходимых для финансирования будущего роста предприятия	покупки или строительства активов для увеличения производственных мощностей в будущем	
Осуществляется:		
на основе прогноза отдельных компонентов собственных оборотных средств	на основе оцененного остающегося срока службы активов	на основе потребностей в финансировании существующих уровней задолженности и графиков погашения долгов
в процентах от изменения объема продаж	на основе нового оборудования для замены	

Величина собственных оборотных средств (в западной литературе применяется термин «рабочий капитал») — это разность между текущими активами и текущими обязательствами. Она показывает, какая сумма оборотных средств финансируется за счет средств предприятия.

Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода.

Существуют два основных метода расчета величины потока денежных средств: косвенный и прямой. Косвенный метод анализирует движение денежных средств по направлениям деятельности. Он наглядно демонстрирует использование прибыли и инвестирование располагаемых денежных средств.

Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, то есть по бухгалтерским счетам.

При расчете величины денежного потока для каждого прогнозного года можно руководствоваться следующей схемой (иллюстрирующей косвенный метод расчета ДП) (см. Табл 5.3.):

Таблица 5.3.

Виды деятельности предприятия и денежные потоки по ним.

ДП от основной деятельности	
Прибыль (за вычетом налогов)	Чистая прибыль = прибыль отчетного года за вычетом налога на прибыль
плюс амортизационные отчисления	Амортизационные отчисления прибавляются к сумме чистой прибыли, так как они не вызывают оттока денежных средств
минус изменение суммы текущих активов	Увеличение суммы текущих активов означает, что денежные средства уменьшаются за счет связывания в дебиторской задолженности и запасах
- краткосрочные фин.вложения	
- дебиторская задолженность	
- запасы	
- прочие текущие активы	
плюс изменение суммы текущих обязательств	Увеличение текущих обязательств вызывает увеличение денежных средств за счет предоставления отсрочки оплаты от кредиторов, получения авансов от покупателей
- кредиторская задолженность	
- прочие текущие обязательства	
плюс ДП от инвестиционной деятельности	
минус изменение суммы долгосрочных активов Увеличение суммы долгосрочных активов означает уменьшение денежных средств	- нематериальные активы

за счет инвестирования в активы долгосрочного использования. Реализация долгосрочных активов (основных средств, акций др.предприятий и пр.) увеличивает денежные средства	
- основные средства	- незавершенные капитальные вложения
- долгосрочные финансовые вложения	- прочие внеоборотные активы
плюс ДП от финансовой деятельности	
плюс изменение суммы задолженности Увеличение (уменьшение) задолженности указывает на увеличение (уменьшение) денежных средств за счет привлечения (погашения) кредитов	- краткосрочных кредитов и займов
- долгосрочных кредитов и займов	плюс изменение величины собственных средств Увеличение собственного капитала за счет размещения дополнительных акций означает увеличение денежных средств, выкуп акций и выплата дивидендов приводят к их уменьшению
- уставного капитала	- накопленного капитала
- целевых поступлений	
плюс изменение суммы задолженности Увеличение (уменьшение) задолженности указывает на увеличение (уменьшение) денежных средств за счет привлечения (погашения) кредитов	- краткосрочных кредитов и займов
- долгосрочных кредитов и займов	плюс изменение величины собственных средств Увеличение собственного капитала за счет размещения дополнительных акций означает увеличение денежных средств, выкуп акций и выплата дивидендов приводят к их уменьшению
- уставного капитала	- накопленного капитала

Суммарное изменение денежных средств. Оно должно быть равным увеличению (уменьшению) остатка денежных средств между двумя отчетными периодами.

Определение ставки дисконта.

С технической, то есть, математической, точки зрения ставка дисконта — это процентная ставка, используемая для пересчета будущих (то есть отстоящих от нас во времени на разные сроки) потоков доходов, которых может быть несколько, в единую величину текущей (сегодняшней) стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости бизнеса.

В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или, другими словами, это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Если рассматривать ставку дисконта со стороны предприятия как самостоятельного юридического лица, обособленного и от собственников (акционеров), и от кредиторов, то можно определить ее как стоимость привлечения предприятием капитала из различных источников. Ставка дисконта или стоимость привлечения капитала должна рассчитываться таким образом, чтобы учесть три фактора.

Первый — наличие у многих предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации.

Второй — необходимость учета для инвесторов стоимости денег во времени.

Третий — фактор риска.

В данном контексте мы определяем риск как степень вероятности получения ожидаемых в будущем доходов.

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

для денежного потока для собственного капитала:

- модель оценки капитальных активов;
- метод кумулятивного построения;

для денежного потока для всего инвестированного капитала:

- модель средневзвешенной стоимости капитала.

Расчет ставки дисконта зависит от того, какой тип денежного потока используется в качестве базы для оценки.

Для денежного потока для собственного капитала применяется ставка дисконта, равная требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал;

для денежного потока для всего инвестированного капитала применяется ставка дисконта, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала.

Такая ставка дисконта называется средневзвешенной стоимостью капитала (weighted average cost of capital — WACC).

Средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается по следующей формуле:

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

где: k_d — стоимость привлечения заемного капитала

t_c — ставка налога на прибыль предприятия

k_p — стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции)

k_s — стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции)

w_d — доля заемного капитала в структуре капитала предприятия

w_p — доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия

w_s — доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

Концептуально только долгосрочные обязательства включаются в структуру капитала. Однако многие закрытые компании, особенно небольшие, фактически используют как долгосрочный долг то, что технически является краткосрочным долгом (отягощенным процентами). В этих случаях аналитик должен определить, классифицировать ли такой долг как долгосрочный и включать ли его в структуру капитала для оценки.

Случаи применения WACC. Например, предусматривается покупка компании, после которой покупатель намерен полностью расплатиться со всеми держателями акционерного и заемного капиталов и полностью рефинансировать компанию по-новому, так, как ему удобно. Важный момент состоит в том, что относительные веса долга и собственного капитала должны базироваться на рыночных стоимостях каждого компонента, а не на балансовых стоимостях.

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

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

где R — требуемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал);

R_f — безрисковая ставка дохода;

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

R_m — общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

S_1 — премия для малых предприятий;

S_2 — премия за риск, характерный для отдельной компании;

C — страновой риск.

Модель оценки капитальных активов (CAPM — в общеупотребимой аббревиатуре на английском языке) основана на анализе массивов информации фондового рынка, конкретно —

изменений доходности свободно обращающихся акций. Применение модели для вывода ставки дисконта для закрытых компаний требует внесения дополнительных корректировок.

В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике используется обычно ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям или векселям); считается, что государство является самым надежным гарантом по своим обязательствам (вероятность его банкротства практически исключается).

Однако, как показывает практика, государственные ценные бумаги в условиях России психологически не воспринимаются как безрисковые.

Для определения ставки дисконта в качестве безрисковой может быть принята ставка по вложениям, характеризующимся наименьшим уровнем риска (ставка по валютным депозитам в Сбербанке или других наиболее надежных банках).

Можно также основываться на безрисковой ставке для западных компаний, но в этом случае обязательно прибавление странового риска с целью учета реальных условий инвестирования, существующих в России. Для инвестора она представляет собой альтернативную ставку дохода, которая характеризуется практическим отсутствием риска и высокой степенью ликвидности. Безрисковая ставка используется как точка отсчета, к которой привязывается оценка различных видов риска, характеризующих вложения в данное предприятие, на основе чего и выстраивается требуемая ставка дохода.

Коэффициент бета

Согласно модели CAPM риск разделяется на две категории: систематический и несистематический риск. Систематический риск — это риск, связанный с изменением конъюнктуры на рынке ценных бумаг в целом под влиянием макроэкономических и политических факторов (роста или снижения ставки процента, инфляции, изменений в политике правительства и т.д.). Мерой систематического риска в модели служит коэффициент бета β , с помощью которого может быть измерена амплитуда колебаний (неустойчивость) цен на акции какой-либо отдельно взятой компании по сравнению с изменениями на фондовом рынке в целом, для всех зарегистрированных компаний, которые, собственно, и образуют рынок.

Рынок капитала в России не имеет ни достаточно долгой истории, ни достаточного объема накопленной информации, для того чтобы определить коэффициенты β для большинства отраслей промышленности. В этих условиях коэффициент β рассчитывается по методике, приведенной в учебном пособии Всемирного банка «Основы анализа и оценки бизнеса» М. 1997г.2. Данный подход опирается на результаты исследования, согласно которому оценка коэффициента бета для конкретной компании может быть получена исходя из анализа тех показателей ее деятельности, от которых предположительно зависит величина риска, связанного с этой компанией. К показателям риска относятся: показатели финансового риска, которые рассчитываются на основе финансовой отчетности компании, и подразумевает проведение анализа как финансовых показателей деятельности компании за ряд лет, так и относительных финансовых показателей (для сопоставления с другими компаниями); показатели отраслевого риска; показатели, отражающие влияние макроэкономических изменений на деятельность предприятия. В табл. 6.1 . представлен перечень ключевых факторов, которые необходимо принимать во внимание при определении уровня риска, связанного с инвестицией. В таблице также приведена итоговая оценка степени влияния каждого фактора на риск инвестирования в абстрактное предприятие, которая должна основываться на результатах финансового анализа, предшествующим построению ставки дисконтирования. Основные факторы представлены в табл. 5.4.

Таблица 5.4.

Факторы риска	Уровень фактора риска				
	0,5	0,75	1	1,5	2
Факторы финансового риска					
ликвидность					1
уровень рентабельности					1
стабильность доходов					1
прибыльность					1

² Основы анализа и оценки бизнеса / Линг Р. Определение ставки дисконта. Исследование на конкретном примере. М., 1997. С. 6—7.

Факторы риска	Уровень фактора риска				
	0,5	0,75	1	1,5	2
финансовый левередж					1
операционный левередж					1
качество и доступность финансовой информации					1
ожидаемый рост прибылей					1
ретроспективная изменчивость прибылей					1
рыночная доля					1
качество управления/текучесть руководящих кадров					1
диверсифицированность клиентуры					1
продуктовая диверсификация			1		
территориальная диверсификация			1		
Отраслевые факторы риска					
нормативно-правовая база			1		
конкуренция			1		
рост спроса			1		
капиталоемкость				1	
Экономические факторы риска					
уровень инфляции			1		
ставки процента			1		
темпы экономического роста		1	1		
обменный курс			1		
Количество наблюдений	0	1	9	1	12
Вес	0,5	0,75	1	1,5	2
Взвешенная сумма	0	0,75	9	1,5	24
Итого	35,25				
Количество факторов	23				
Коэффициент бета	1,5326				

Показатель общей доходности рынка представляет собой среднерыночный индекс доходности и рассчитывается специалистами на основе долгосрочного анализа статистических данных.

Кумулятивное построение ставки дисконта.

Рассмотрим пример построения ставки дисконта на практическом примере. Безрисковая ставка определяется аналогично представленной ранее методике при оценке недвижимости. Методика расчета рисков для абстрактного предприятия представлена в таблице 5.5.

Таблица 5.5.

	Вид риска	Премия	Выбор
1	Ключевая фигура в руководстве; качество руководства	0 - 5%	2,0%
2	Размер компании	0 - 5%	3,0%
3	Финансовая структура (источники финансирования компании)	0 - 5%	1,5%
4	Товарная и территориальная диверсификация	0 - 5%	4,0%
5	Диверсификация клиентуры	0 - 5%	2,0%
6	Доходы: рентабельность и предсказуемость	0 - 5%	1,5%
7	Прочие особые риски	0 - 5%	1,0%
	Итого - базовая ставка, не включая безрисковую		15,0%

Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.

Определение стоимости в постпрогнозный период основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания

прогнозного периода доходы бизнеса стабилизируются, и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные равномерные доходы.

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период выбирают тот или иной способ расчета ставки дисконта. Существуют следующие методы расчетов:

- по ликвидационной стоимости: данный метод используется в том случае, если в послепрогнозный период ожидается банкротство компании с последующей продажей имеющихся активов. При расчете ликвидационной стоимости необходимо принять во внимание расходы, связанные с ликвидацией, и скидку на срочность (при срочной ликвидации). Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль, а тем более, находящегося в стадии роста этот подход неприменим;

- 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 значительные материальные 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. Поскольку практика продажи компаний на российском рынке крайне скудна отсутствует, применение данного метода к определению конечной стоимости весьма проблематично;

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

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

$$V_{(term)} = CF_{(t+1)} : (K - g)$$

где $V_{(term)}$ — стоимость в постпрогнозный период

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

K — ставка дисконта;

g — долгосрочные темпы роста денежного потока.

Конечная стоимость $V_{(term)}$ по формуле Гордона определяется на момент окончания прогнозного периода.

Полученную таким образом стоимость бизнеса в постпрогнозный период приводят к текущим стоимостным показателям по той же ставке дисконта, что применяется для дисконтирования денежных потоков прогнозного периода. Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.

Расчеты текущих стоимостей представляют собой техническую задачу, порядок решения которой подробно рассматривается в 4 главе данного учебника.

При применении в оценке метода ДДП необходимо суммировать текущие стоимости периодических денежных потоков, которые приносит объект оценки в прогнозный период, и текущую стоимость стоимости в постпрогнозный период, которая ожидается в будущем.

Предварительная величина стоимости бизнеса состоит из двух составляющих:

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

После того, как определена предварительная величина стоимости предприятия, для получения окончательной величины рыночной стоимости необходимо внести итоговые поправки. Среди них выделяются две: поправка на величину стоимости нефункционирующих активов и коррекция величины собственного оборотного капитала.

Первая поправка обосновывается тем, что при расчете стоимости мы учитывали только те активы предприятия, которые заняты в производстве, получении прибыли, то есть в формировании денежного потока. Но у любого предприятия в каждый конкретный момент времени могут быть активы, которые не заняты непосредственно в производстве.

Если так, то их стоимость не учтена в денежном потоке, но это вовсе не значит, что они вообще не имеют стоимости. В настоящее время у многих российских предприятий имеются такие нефункционирующие активы (в основном, недвижимость и машины и оборудование), поскольку вследствие затяжного спада производства уровень утилизации производственных мощностей крайне низок.

Многие такие активы имеют определенную стоимость, которая может быть реализована, например, при продаже. Поэтому необходимо определить рыночную стоимость таких активов и приплюсовать ее к стоимости, полученной при дисконтировании денежного потока.

Вторая поправка — это учет фактической величины собственного оборотного капитала. В модель дисконтированного денежного потока мы включаем требуемую величину собственного оборотного капитала, привязанную к прогнозируемому уровню реализации (обычно она определяется по отраслевым нормам).

Фактическая величина собственного оборотного капитала, которой располагает предприятие, может не совпадать с требуемой. Соответственно, необходима коррекция: избыток собственного оборотного капитала должен быть прибавлен, а дефицит — вычтен из величины предварительной стоимости.

В результате оценки предприятия методом ДДП получается стоимость контрольного ликвидного пакета акций. Если же оценивается неконтрольный пакет, то необходимо сделать скидку.

6.2. Метод капитализации прибыли

Метод капитализации прибыли 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:

$$\text{Чистая прибыль} / \text{ставка капитализации} = \text{Оцененная стоимость}$$

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).

Следует отметить, что, 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 обычно предусматривает следующие основные этапы:

1. Анализ финансовой отчетности, ее нормализация и трансформация (при необходимости).
 2. Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована.
 3. Расчет адекватной ставки капитализации.
 4. Определение предварительной величины стоимости.
 5. Проведение поправок на наличие нефункционирующих активов (если таковые имеются).
 6. Проведение поправок на контрольный или неконтрольный характер оцениваемой доли, а также на недостаток ликвидности (если они необходимы).
- Анализ финансовой отчетности

Основными документами для анализа финансовой отчетности предприятия в целях оценки его активов являются балансовый отчет и отчет о финансовых результатах и их использовании. Для целей оценки активов паевых инвестиционных фондов желательно наличие этих документов за последние три года. Оценщик также должен указать в отчете, прошли ли указанные финансовые отчеты аудиторскую проверку.

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

Примерами чрезвычайных и единовременных статей могут быть следующие:

доходы или убытки от продажи активов, особенно в тех случаях, когда компания не может постоянно продавать такие активы;

- доходы или убытки от продажи части предприятия;

- поступления по различным видам страхования;
- поступления от удовлетворения судебных исков;
- последствия забастовок или длительных перерывов в работе;
- последствия аномальных колебаний цен.

Кроме того оценщик может провести трансформацию бухгалтерской отчетности, под которой понимается перевод ее на общепринятые стандарты бухгалтерского учета (западные). Данная операция при оценке не является обязательной, но желательной.

После проведения трансформации баланс предприятия приобретает примерно такой вид:

АКТИВЫ:

1. Текущие активы (оборотные средства):

денежные средства
дебиторская задолженность (векселя и счета к получению)
товарно-материальные запасы (сырье и материалы, незавершенное производство, готовая продукция) ;

Всего текущие активы

2. Основные средства и внеоборотные активы:

здания, сооружения, машины и оборудование (по исторической стоимости)
минус начисленная амортизация
здания, сооружения, машины и оборудование (по остаточной стоимости)
и долгосрочные финансовые вложения
нематериальные активы

Всего основных средств

Итого активов

Обязательства и собственный капитал:

1. Текущие обязательства:

кредиторская задолженность (счета к оплате)
векселя к оплате
расчеты с прочими кредиторами

Всего текущих обязательств

2. Долгосрочные обязательства

Всего долгосрочных обязательств

3. Собственный капитал:

внесенный (оплаченный)
нераспределенная прибыль

Всего собственного капитала

Всего обязательств и собственного капитала

Отчет о финансовых результатах и их использовании после проведения трансформации выглядит примерно так:

1) Чистая выручка от реализации

2) минус себестоимость реализованной продукции в части переменных затрат

3) равняется маржинальная прибыль

4) минус операционные расходы:

общепроизводственные (постоянные затраты)
износ (амортизация)

- 5) равняется прибыль до выплаты процентов и налогов
- 6) минус проценты по долгосрочным кредитам
- 7) равняется прибыль до налогообложения
- 8) минус налог на прибыль
- 9) равняется чистая прибыль.

Кроме того, оценщик должен построить отчет о движении денежных средств (ДДС) по следующей схеме:

1. ДДС от операционной деятельности:

- 1.1. Чистая прибыль
- 1.2. Износ, амортизация (+)
- 1.3. Увеличение (-) или уменьшение (+) дебиторской задолженности
- 1.4. Увеличение (-) или уменьшение (+) товарно-материальных запасов
- 1.5. Увеличение (+) или уменьшение (-) кредиторской задолженности
- 1.6. Итого чистое ДДС от операционной деятельности

2. ДДС от инвестиционной деятельности

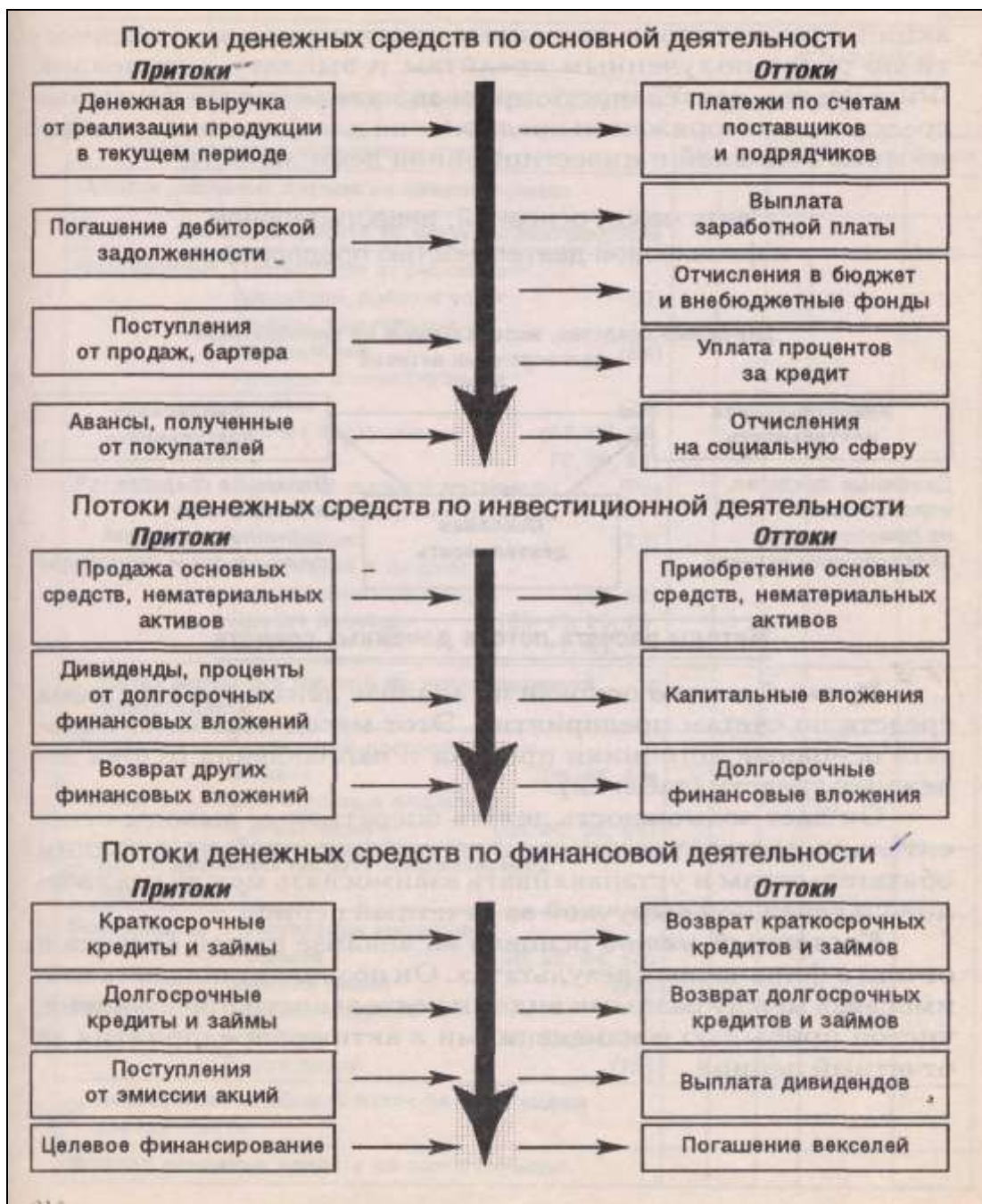
- 2.1. Прирост (-) основных средств
- 2.2. Прирост (-) капитального строительства
- 2.3. Прибыль (+) от продажи основных средств и капитальных вложений
- 2.4. Итого чистое ДДС от инвестиционной деятельности

3. ДДС от финансовой деятельности

- 3.1. Увеличение (-) или уменьшение (+) долгосрочных финансовых вложений в денежной форме
- 3.2. Увеличение (-) или уменьшение (+) краткосрочных финансовых вложений в денежной форме
- 3.3. Итого чистое ДДС от финансовой деятельности

Итого ДДС = 1,6+2,4+3,3

Денежные потоки по всем видам деятельности представлены на рисунке.



При проведении корректировки финансовых отчетов оценщику следует особое внимание уделять следующим статьям финансовых отчетов:

- дебиторская задолженность
- товарно-материальные запасы
- начисленная амортизация
- остаточная стоимость основных средств
- кредиторская задолженность

Дебиторская задолженность корректируется на потенциально безнадежные долги.

Корректировка проводится путем сравнения ретроспективного процента потерь по безнадежным долгам в стоимости продаж в кредит с долей сегодняшних продаж в кредит, начисляемой как убытки по безнадежным долгам. В результате можно сделать вывод о недостаточности или чрезмерности сегодняшних начислений.

При корректировке стоимости товарно-материальных запасов оценщику следует придерживаться принципа оценки по наименьшей стоимости из первоначальной (то есть, стоимости

приобретения) или рыночной. Согласно этому принципу, если рыночная стоимость запасов оказывается ниже себестоимости, то их учетная стоимость должна быть соответствующим образом снижена.

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

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

Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована.

Данный этап подразумевает фактически выбор периода текущей производственной деятельности, результаты которого будут капитализированы.

Оценщик может выбирать между несколькими вариантами:

- прибыль последнего отчетного года;
- прибыль первого прогнозного года;
- средняя величина 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 адекватной 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.

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

- модель оценки капитальных активов;
- метод кумулятивного построения;
- модель средневзвешенной стоимости капитала.

Кумулятивный подход.

Кумулятивный подход имеет определенное сходство с CAPM (модель оценки капитальных активов). В обоих случаях за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым ценным бумагам, к которой прибавляется дополнительный доход, связанный с риском инвестирования в данный вид ценных бумаг.

Затем вносятся поправки (в сторону увеличения или уменьшения) на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данной компании.

Приведенные ниже данные позволяют получить представление о зависимости между величиной ставок дохода и уровнем риска, связанного с теми или иными инвестициями. С их помощью может быть проиллюстрирована концепция кумулятивного роста ставок дохода при переходе от менее рискованных (безрисковых) к более рискованным инвестициям: (см. табл.)

Расчет стоимости собственного капитала согласно кумулятивному подходу проводится в два этапа:

- определение соответствующей безрисковой ставки дохода;
- оценка величины соответствующей премии за риск инвестирования в данную компанию.

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

$$R = d - g$$

где R — ставка капитализации,

d — ставка дисконта,

g — долгосрочные темпы роста прибыли или денежного потока

Последние этапы применения метода капитализации прибыли представляют собой достаточно несложные операции.

Предварительная величина стоимости рассчитывается по уже приводившейся формуле:

$$\text{Чистая прибыль} / \text{ставка капитализации} = \text{Оцененная стоимость} \\ (I / R = V)$$

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

Что касается поправок на контрольный или неконтрольный характер оцениваемой доли, а также на недостаток ликвидности, то порядок их применения подробно рассматривается ниже.

ТЕМА 7. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОПРЕДЕЛЕНИЮ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

7.1. Общая характеристика сравнительного подхода

Особенностью сравнительного подхода к оценке собственности является ориентация итоговой величины стоимости, с одной стороны, на рыночные цены купли-продажи акций, принадлежащих сходным компаниям; с другой стороны, на фактически достигнутые финансовые результаты.

Особое внимание уделяется:

- теоретическому обоснованию сравнительного подхода, сфере его применения, особенностям конкретных методов;
- критериям отбора сходных предприятий;
- характеристике важнейших ценовых мультипликаторов;
- основным этапам формирования итоговой величины стоимости;
- выбору величин мультипликаторов, взвешиванию промежуточных результатов, внесению поправок;
- анализу зарубежной практики оценки малого бизнеса методом отраслевых коэффициентов;
- возможности применения математических методов на различных этапах сравнительного подхода.

Общая характеристика сравнительного подхода.

Оценка имущества предприятия базируется на использовании трех основных подходов: доходного, затратного и сравнительного. Каждый из этих подходов отражает разные стороны оцениваемой компании, опирается на специфическую информацию, вместе с тем применение того или иного подхода возможно лишь при наличии необходимых условий.

Информация, используемая в том или ином подходе, отражает либо настоящее положение фирмы, либо ее прошлые достижения, либо ожидаемые в будущем доходы.

Сравнительный подход предполагает, что ценность собственного капитала фирмы определяется той суммой, за которую она может быть продана при наличии достаточно сформированного рынка. Другими словами наиболее вероятной ценой стоимости оцениваемого бизнеса может быть реальная цена продажи сходной фирмы, зафиксированная рынком.

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

Во-первых, оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на сходные предприятия, либо их акции. При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия. К таким факторам можно отнести соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности предприятия и многое другое, что, в конечном счете, облегчает работу оценщика, доверяющего рынку.

Во-вторых, сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает, прежде всего, будущий доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный доход на вложенный капитал при адекватном уровне риска и свободном размещении инвестиций обеспечивает выравнивание рыночных цен.

В-третьих, цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в сходных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими как прибыль, дивидендные выплаты, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала. Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

Сравнительный подход обладает рядом преимуществ и недостатков, которые должен учитывать профессиональный оценщик.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи сходных предприятий. В данном случае цена определяется рынком, т. к. оценщик ограничивается только корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оцениваемым объектом. При использовании других подходов, оценщик определяет стоимость предприятия на основе произведенных расчетов.

Сравнительный подход базируется на ретро-информации и, следовательно, отражает фактически достигнутые предприятием результаты производственно-финансовой деятельности, в то время как доходный подход ориентирован на прогнозы относительно будущих доходов.

Другим достоинством сравнительного подхода является реальное отражение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку цена фактически совершенной сделки наиболее интегрально учитывает ситуацию на рынке.

Вместе с тем, сравнительный подход имеет ряд существенных недостатков, ограничивающих его использование в оценочной практике.

Во-первых, базой для расчета являются достигнутые в прошлом финансовые результаты. Следовательно, метод игнорирует перспективы развития предприятия в будущем.

Во-вторых, оценка бизнеса сравнительным подходом возможен только при наличии самой разносторонней финансовой информации не только по оцениваемому предприятию, но и по большому числу сходных фирм, отобранных оценщиком в качестве аналогов. Получение дополнительной информации от предприятий-аналогов является достаточно сложным и дорогостоящим процессом.

В-третьих, оценщик должен делать сложные корректировки, вносить поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты, требующие серьезного обоснования. Это связано с тем, что на практике не существует абсолютно одинаковых предприятий. Поэтому оценщик обязан выявить эти различия и определить пути их нивелирования в процессе определения итоговой величины стоимости.

Практическое использование сравнительного подхода, в первую очередь, зависит от наличия активного финансового рынка, поскольку подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках. Второе условие — это открытость рынка или доступность финансовой информации, необходимой оценщику. Третьим необходимым условием является наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию. Формирование соответствующего банка данных облегчит работу оценщика, поскольку сравнительный подход является достаточно трудоемким и дорогостоящим.

Сравнительный подход предполагает использование трех основных методов, выбор которых зависит от целей, объекта и конкретных условий оценки.

1. Метод компании-аналога.
2. Метод сделок.

3. Метод отраслевых коэффициентов.

Рассмотрим содержание, оптимальную сферу и необходимые условия применения каждого метода

Метод компании-аналога или метод рынка капитала основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. Базой для сравнения служит цена одной акции акционерных обществ открытого типа. Следовательно, в чистом виде данный метод используется для оценки миноритарного пакета акций.

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

Метод отраслевых коэффициентов или метод отраслевых соотношений основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты обычно рассчитываются специальными аналитическими организациями на основе длительных статистических наблюдений за соотношением между ценой собственного капитала предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми показателями. На основе анализа накопленной информации и обобщения результатов были разработаны достаточно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия.

Например, цена бензозаправочной станции колеблется в диапазоне 1,2 — 2,0 месячной выручки от реализации.

Цена предприятия розничной торговли формируется следующим образом: 0,75 — 1,5 величины чистого годового дохода увеличивается на стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие.

В данной главе будет подробно рассматриваться метод компании-аналога. Это связано с тем, что технология применения метода компании-аналога и метода сделок практически совпадает, различие заключается только в типе исходной ценовой информации: либо цена 1 акции, не дающей никаких элементов контроля, либо цена контрольного пакета, включающая премию за элементы контроля.

Определенную сложность представляет ситуация, в которой объект оценки и имеющаяся у оценщика достоверная исходная информация не совпадают. Например, надо оценить контрольный пакет предприятия в условиях, когда ценовая информация по аналогам представлена только фактически проданными миноритарными пакетами. Следовательно, в данном случае оценщик должен провести необходимую корректировку и увеличить предварительно рассчитанную стоимость на величину премии за контроль.

Метод отраслевых коэффициентов пока не получил достаточного распространения в отечественной практике, поскольку отсутствует необходимая информация, накопленная за период достаточно длительного наблюдения в условиях относительно стабильного рынка.

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

Основные этапы оценки предприятия методом компании-аналога

- I этап. Сбор необходимой информации.
- II этап. Сопоставление списка аналогичных предприятий.
- III этап. Финансовый анализ.
- IV этап. Расчет ценовых мультипликаторов.
- V этап. Выбор величины мультипликатора, которую целесообразно применить к оцениваемой компании.
- VI этап. Определение итоговой величины стоимости, методом взвешивания промежуточных результатов.
- VII этап. Внесение итоговых корректировок.

7.2 Основные этапы оценки предприятия методом компании-аналога

Основные принципы отбора предприятий-аналогов

Оценка бизнеса методом компании-аналога основана на использовании двух типов информации.

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

Рыночная информация включает данные о фактических ценах купли-продажи акций компании, сходной с оцениваемой фирмой, а также информацию о количестве акций в обращении. Число акций, на которое поделен собственный капитал компании, оказывает прямое влияние на стоимость одной акции. Две компании, имеющие одинаковую ценность собственного капитала, могут иметь различную стоимость одной акции, если их число в сравниваемых компаниях различно.

Качество и доступность ценовой информации зависит от уровня развития фондового рынка. Формирование отечественного фондового рынка не завершено, однако целый ряд агентств, например, «Финмаркет», «АК&М», «Росбизнесконсалтинг» публикуют периодические бюллетени о состоянии финансовых рынков, предложениях на покупку/продажу ценных бумаг некоторых фирм, исследования активности рынков акций крупнейших предприятий по отраслям.

Кроме того, необходимую информацию можно найти на соответствующих сайтах в сети Интернет. В связи с тем, что российский фондовый рынок характеризуется слабой активностью, информационной закрытостью, отсутствием достоверных сведений о фактической цене сделки практикующие оценщики достаточно часто используют цены спроса и предложения на акции аналогичных предприятий.

Финансовая информация, прежде всего, представлена официальной бухгалтерской и финансовой отчетностью, а также дополнительными сведениями, перечень которых определяется непосредственно оценщиком в зависимости от конкретных условий оценки. Дополнительная информация позволит определить степень сходства аналогов с оцениваемой компанией. На ее основе оценщик может провести необходимые корректировки, устраняющие различия в финансовых и производственных параметрах, методах ведения учета и составления отчетности, выявить излишек или недостаток собственного оборотного капитала, наличие нефункционирующих активов, внести поправки на экстраординарные события и т. д.

Финансовая информация должна быть представлена отчетностью за текущий год и предшествующий период. Ретро-информация собирается обычно за 5 лет. Однако этот период может быть другим, если условия деятельности предприятия будут существенно отличаться от тех, в которых оно работает на момент оценки.

Следует подчеркнуть, что финансовая информация должна быть собрана не только по оцениваемой компании, но и по аналогам. Корректировке подлежит вся отчетность по полному списку предприятий, отобранных оценщиком, поэтому сравнительный подход является чрезвычайно трудоемким и дорогостоящим. Кроме того, как показывает практика, тщательный анализ информации может дать отрицательный результат. Оценщик приходит к заключению об отсутствии необходимого сходства и невозможности применения данного метода, хотя время и деньги потрачены.

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

7. 3 Процесс отбора сопоставимых компаний осуществляется в три этапа.

На первом этапе определяется так называемый круг «подозреваемых». В него входит максимально возможное число предприятий, сходных с оцениваемой фирмой. Поиск таких компаний начинается с определения основных конкурентов, просмотра списка слившихся и приобретенных компаний за последний год. Возможно использование электронных баз, однако такая информация нуждается в дополнительных сведениях, т. к. не бывает достаточно полной. Критерии сопоставимости на этом этапе достаточно условны и обычно ограничиваются сходством отрасли.

На втором этапе составляется список «кандидатов». Поскольку аналитику требуется дополнительная информация сверх официальной отчетности, он должен собрать ее непосредственно на предприятиях-аналогах.

Поэтому первоначальный список может сократиться из-за отказа некоторых фирм в предоставлении необходимых сведений, а также из-за плохого качества, недостоверности представленной информации. Критерии отбора должны соответствовать важнейшим характеристикам фирм. Если аналог отвечает всем критериям, то он может использоваться на последующих этапах оценки. Окончательное решение о степени сопоставимости предприятий принимает оценщик.

На третьем этапе составляется окончательный список аналогов, который позволит аналитику определить стоимость оцениваемой фирмы. Включение предприятий в этот список основано на тщательном анализе дополнительно полученной информации. На этом этапе аналитик ужесточает критерии сопоставимости и оценивает такие факторы как уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции и т. д.

Состав критериев сопоставимости 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 некоторые критерии отбора.

Отраслевое сходство. Список потенциально сопоставимых компаний всегда принадлежит одной отрасли, однако не все предприятия, входящие в отрасль или предлагающие свои товары на одном рынке, сопоставимы. Оценщик должен учитывать следующие дополнительные факторы:

Уровень диверсификации производства. Если какое-либо 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 рассматриваемый продукт дает не более 20% от общей массы прибыли, то такие компании не являются для оценщика сопоставимыми;

Возможность перепрофилирования производства и заменимость 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 сходный продукт на оборудовании, которое можно легко переналадить для производства новых товаров. Следовательно, предприятия не одинаково прореагируют на изменение ситуации на рынке;

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

Необходимо отметить, что 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 не 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. Оценка размера компании определяется по таким параметрам, как степень капитализации, численность персонала, объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и так далее. Однако принятие решения о включении компании в список только на основе размера может привести оценщика к неправильным выводам, так как объективно закрытые компании, наиболее часто нуждающиеся в оценке, обычно меньше, чем открытые. 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 учитывать факторы, обеспечивающие величину прибыли:

Географическая диверсификация — крупные компании обычно имеют более разветвленную сеть потребителей своей продукции, тем самым уменьшается риск нестабильности объемов продаж;

Количественные скидки — крупные компании закупают сырье в большом 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. В конечном счете, данный фактор оказывает влияние на уровень выручки от реализации и величину ценового мультипликатора.

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

Общий уровень инфляции.

Перспективы роста, отрасли в целом и индивидуальные возможности развития конкретной фирмы в рамках отрасли.

Динамика доли предприятия на рынке.

Эксперт должен внимательно изучить конкурентные преимущества и недостатки оцениваемой компании по сравнению с аналогами.

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

Структура капитала или соотношение собственных и заемных средств;

Уровень ликвидности или возможности оплачивать текущие обязательства текущими активами;

Кредитоспособность фирмы или ее способность привлекать заемные средства на выгодных условиях.

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

Решение вопроса о возможности использования зарубежных компаний в качестве аналогов осложняется несколькими причинами.

- Во-первых, это зачастую несопоставимые объемы реализации и других финансово-производственных показателей отечественных и зарубежных компаний. Данное несоответствие можно частично нивелировать с помощью проведения процедуры логарифмирования показателей для устранения эффекта масштаба.

- Во-вторых, это различия в условиях хозяйствования российских и зарубежных компаний, которые, в первую очередь, определяются макроэкономическими параметрами, а также различиями в системе учета хозяйственных операций и результатов финансово-хозяйственной деятельности.

Выявленная несопоставимость требует внесения поправок, учитывающих различия в макроэкономической и политической ситуации в странах (поправка на страновой риск), и трансформацию бухгалтерской отчетности. При больших объемах выборки, последняя процедура представляется достаточно трудоемкой.

Размер поправки на страновой риск зачастую носит субъективный характер и неадекватно учитывает постоянно меняющуюся ситуацию российской политической и экономической жизни.

Третья проблема связана с неразвитостью российского фондового рынка и другими причинами «недооцененности» российских компаний на отечественном рынке. Здесь практикующие оценщики расходятся во мнениях. Часть экспертов придерживается позиции, которая говорит о необходимости использования информации о зарубежных компаниях для того, чтобы избежать неоправданного занижения стоимости российских предприятий. Практика показывает, что результаты, полученные по зарубежным аналогам, как правило, превышают результаты расчета стоимости по отечественным компаниям в несколько раз. Остальные считают, что данный подход не отражает реальной рыночной стоимости российских компаний на рынке в конкретный момент, так как акции других предприятий продаются и покупаются на отечественном фондовом рынке по более низкой цене.

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 двух альтернативных 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.

Эксперт должен в письменной форме объяснить, почему он сделал данное заключение.

Итоговый список должен включать не менее трех аналогичных компаний. Оценщик может использовать зарубежные компании в качестве аналогов, однако в этом случае необходимо

убедиться, что уровень производства сходен с оцениваемым российским предприятием, трансформировать отчетность и скорректировать расчетную величину ценового мультипликатора на уровень странового риска.

Сопоставление финансовых показателей оцениваемой компании и фирм-аналогов.

Сравнительный подход к оценке предприятия предполагает использование уже существующих в российской практике приемов и методов финансового анализа. Оценщик анализирует балансы, отчеты о прибылях и убытках, дополнительную информацию, рассчитывает финансовые коэффициенты. Финансовый анализ является важнейшим компонентом определения сопоставимости аналогичных компаний с оцениваемым предприятием.

Отличительные черты финансового анализа при сравнительном подходе проявляются в следующем:

- во-первых, только по результатам финансового анализа оценщик принимает решение о сопоставимости и включении тех или иных фирм в список компаний-аналогов;
- во-вторых, финансовый анализ позволяет определить место или ранг оцениваемой компании среди аналогов;
- в-третьих, финансовый анализ является основой для внесения необходимых корректировок, обеспечивающих нужное сходство оцениваемой компании с аналогами;
- в-четвертых, финансовый анализ позволяет обосновать степень доверия оценщика к конкретному виду ценового мультипликатора в их общем числе, и, в конечном счете, определить вес каждого варианта стоимости при выведении итоговой величины;

По результатам финансового анализа составляется так называемая «Сводная таблица финансовых коэффициентов», которая должна отражать следующую информацию:

СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ФИНАНСОВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ

	Финансовые коэффициенты.
1.Аналог №1	
2.Аналог №2	
3.Аналог №3	
4.Аналог №4	
5. Аналог №5	
6.Среднеарифметическое значение	
7. Медиана	
8. Оцениваемая компания	
9.Место оцениваемой компании	

Таблица составляется в произвольной форме, однако она должна содержать по оцениваемой компании и полному списку аналогов расчетную величину наиболее важных финансовых коэффициентов, например таких как:

- Доля чистой прибыли в выручке от реализации;
- Доля собственного капитала в суммарных источниках финансирования фирмы;
- Коэффициенты ликвидности;
- Коэффициенты оборачиваемости активов;

В связи с тем, что значение показателей по аналогам и оцениваемой фирме, вероятнее всего будет существенно различаться, для принятия последующих решений кроме расчетных фактических значений финансовых коэффициентов по аналогам и оцениваемой фирме необходимо в таблицу включить вспомогательные показатели, такие как среднее арифметическое значение и медиана. Чрезвычайно важно на завершающем этапе финансового анализа определить место, занимаемое оцениваемой компанией среди отобранных аналогов по каждому из представленных показателей. Совокупность занимаемых мест служит основой для определения итогового рейтинга оцениваемой фирмы.

Материалы данной таблицы будут использованы аналитиком на этапе выбора величины ценового мультипликатора для оцениваемого бизнеса.

Характеристика ценовых мультипликаторов

Основным инструментом определения рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным подходом являются ценовые мультипликаторы.

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

Ценовой мультипликатор рассчитывается по всем аналогичным предприятиям.

Для оценки рыночной стоимости оцениваемой компании выбранная аналитиком величина ценового мультипликатора используется как множитель к ее аналогичному показателю.

Для расчета ценового мультипликатора необходимо:

1. Определить величину капитализации или рыночную стоимость собственного капитала компании-аналога. Для этого рыночная цена акции аналогичной компании умножается на число акций в обращении. Это даст нам значение числителя в формуле. Цена акции берется на последнюю дату, предшествующую дате оценки, либо она представляет среднюю величину между максимальной и минимальной ценой за последний месяц.

2. Вычислить необходимые финансовые показатели: прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и другие. Это даст нам величину знаменателя. В этом качестве может выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки.

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

К первому типу можно отнести мультипликаторы:

1. «Цена/прибыль»,
2. «Цена/денежный поток»,
3. «Цена/ дивидендные выплаты»,
4. «Цена/выручка от реализации».

К моментным мультипликаторам относят:

1. «Цена/балансовая стоимость»,
2. «Цена/ чистая стоимость активов».

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

Рассмотрим порядок расчета, сферу и основные условия применения ценовых мультипликаторов. Мультипликаторы «цена/прибыль», « цена/денежный поток».

Данная группа мультипликаторов является самым распространенным способом оценки, т.к. информация о прибыли оцениваемой компании и предприятий-аналогов является наиболее доступной. Для расчета мультипликатора может использоваться любой показатель прибыли, который может быть получен аналитиком в процессе ее распределения.

Поэтому кроме показателя чистой прибыли, можно использовать прибыль до налогообложения, прибыль до уплаты процентов и налогов и т. д. основное требование — полная идентичность используемого показателя для аналога и оцениваемой фирмы, т. е. мультипликатор, исчисленный на основе прибыли до уплаты налогов нельзя применять к прибыли до уплаты процентов и налогов.

Мультипликатор «цена/прибыль» существенно зависит от методов ведения бухгалтерского учета, поэтому, если в качестве аналога выступает зарубежная компания, необходимо привести систему распределения прибыли к единым стандартам. Только после проведения всех необходимых корректировок, можно достигнуть необходимого уровня сопоставимости, позволяющего использовать мультипликатор.

В качестве базы для расчета мультипликатора можно использовать не только сумму прибыли, полученную в последний год перед датой оценки. Оценщик может использовать среднегодовую величину прибыли, исчисленную за последние пять лет. Оценочный период может быть увеличен или уменьшен в зависимости от имеющейся информации и наличия экстраординарных ситуаций, искажающих основную тенденцию в динамике прибыли.

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

В процессе оценки аналитик стремится исчислить максимальное число мультипликаторов, поскольку применение их к финансовой базе оцениваемой компании приведет к появлению нескольких вариантов стоимости, существенно отличающихся друг от друга. Диапазон полученных результатов может быть достаточно широким. Поэтому большое число используемых мультипликаторов поможет оценщику выявить область наиболее обоснованной величины. Данное суждение основано на математических методах. Однако, существуют экономические критерии, обосновывающие степень надежности и объективности того или иного мультипликатора.

Например, крупные предприятия лучше оценивать на основе чистой прибыли. Мелкие компании — на основе прибыли до уплаты налогов, поскольку в этом случае устраняется влияние различий в налогообложении. Ориентация на мультипликатор

«Цена/денежный поток»

предпочтительна при оценке предприятий, в активах которых преобладает недвижимость. Если предприятие имеет достаточно высокий удельный вес активной части основных фондов, более объективный результат даст использование мультипликатора «Цена/прибыль».

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

Мультипликатор «Цена/дивиденды».

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

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

Мультипликатор «Цена/дивиденды» на практике используется достаточно редко, несмотря на доступность необходимой для расчета информации. Это связано с тем, что порядок выплаты дохода инвесторам в открытых и закрытых компаниях существенно различается. В закрытых обществах собственники могут получать денежную выгоду в виде различных выплат, снижения арендной платы и т. д.

Мультипликатор «Цена/дивиденды» целесообразно использовать, если дивиденды выплачиваются достаточно стабильно, как в аналогах, так и в оцениваемой компании, либо способность компании платить дивиденды может быть обоснованно спрогнозирована. Оценщик должен удостовериться, что сумма дивидендов рассчитана по годовой процентной ставке, даже если дивиденды выплачиваются ежеквартально.

Мультипликатор «Цена/выручка от реализации» «Цена/физический объем».

Данный мультипликатор используется довольно редко, в основном для проверки объективности результатов, получаемых другими способами.

Хорошие результаты мультипликатор «Цена/выручка от реализации» дает при оценке предприятий сферы услуг (реклама, страхование, ритуальные услуги и т. д.). Мультипликатор «Цена/выручка от реализации» не зависит от методов ведения бухгалтерского учета.

Несомненным достоинством данного мультипликатора является его универсальность, которая избавляет оценщика от необходимости проведения сложных корректировок, применяемых при расчете мультипликатора «Цена/прибыль».

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

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

Схема оценки предприятий с различным соотношением собственных и заемных средств.

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

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

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

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

Мультипликатор «Цена/физический объем» является разновидностью мультипликатора «Цена/выручка от реализации». 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»

Для расчета мультипликатора «цена/балансовая стоимость» в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость либо всех, либо чистых активов аналогичных компаний на дату оценки или на последнюю отчетную дату. Данный 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 оценка в случае необходимости срочной продажи крупного пакета акций, входящего в состав портфеля ценных бумаг оцениваемой компании.

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

Мультипликатор «цена/чистая стоимость активов» можно применять в том случае, если соблюдаются все следующие условия:

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

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

Если применение мультипликатора «цена/чистая стоимость активов» возможно, то, оценивая сопоставимость, оценщик должен дополнительно учитывать следующие факторы:

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

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

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

г) необходимо оценить ликвидность всех финансовых активов компании, так как соотношение долей акций, принадлежащих открытым и закрытым компаниям, является определяющим признаком сопоставимости.

7.5. Процесс формирования итоговой величины стоимости

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из трех основных этапов:

- выбор величины мультипликатора, которую целесообразно использовать для оцениваемой компании;
- согласование предварительных результатов рыночной стоимости, полученных в результате использования различных видов ценовых мультипликаторов;
- внесение итоговых корректировок.

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным и ответственным этапом, требующим особенно тщательного обоснования, зафиксированного впоследствии в отчете об оценке, представляемом заказчику.

Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же вида ценового мультипликатора, рассчитанного по всему списку компаний-аналогов, может быть достаточно широким. Аналитик, прежде всего, отсекает экстремальные величины мультипликатора и рассчитывает его среднюю и медианную величину по аналогам.

Выбор величины ценового мультипликатора производится на основе анализа фактических средних и медианных значений по каждому финансовому коэффициенту, а также позиции оцениваемой компании по элементу сравнения. Методика поиска аналогов сводится к отбору компаний, чьи показатели наиболее близки к оцениваемой по таким критериям, как:

- структура балансового отчета,
- отчеты о финансовых результатах,
- значения финансовых коэффициентов.

Для отбора аналогов можно предложить математическое обоснование: отбираются компании-аналоги, показатели которых не превышают заданного отклонения по всему диапазону значений от показателя оцениваемой компании, как в сторону уменьшения, так и в сторону увеличения. В этом случае перечень сопоставимых компаний уменьшается, однако экономическая логика не всегда совпадает с математическим расчетом и в этом случае всем элементам сравнения придается равное значение.

Затем к оценке привлекаются результаты финансового анализа, сосредоточенные в так называемой «Сводной таблице финансовых коэффициентов» Для выбора величины конкретного вида ценового мультипликатора аналитик использует финансовые коэффициенты, наиболее тесно с ним связанные.

На основе сопоставления величин финансового коэффициента определяется положение (ранг) оцениваемой фирмы среди аналогичных компаний. Выбор значения ценового мультипликатора для оцениваемой компании с использованием данных «Сводной таблицы финансовых коэффициентов» производится обычно экспертным путем.

Для этих целей можно применять методику графического сравнения значений финансовых коэффициентов оцениваемой компании с адекватными финансовыми показателями компаний-аналогов с целью определения места занимаемого оцениваемой компанией. Анализируются минимальное и максимальное значение коэффициента по всему списку аналогов, а также рассчитанное среднее и медианное значение.

Затем оценщик проводит графическое сравнение значений мультипликаторов по аналогам с наиболее близкими значениями рассчитанных минимальных, максимальных и медианных величин финансовых коэффициентов. Обычно выбирается не конкретная величина ценового мультипликатора, а диапазон наиболее объективных значений.

Например, если диапазон значений финансовых коэффициентов оцениваемой компании по сравнению с аналогами — ниже среднего, итоговое значение мультипликатора будет определяться в диапазоне: среднее или ниже среднего.

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

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

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

Мультипликатор	Предварительная стоимость	Удельный вес	Промежут. результат
1.Цена/чистая прибыль	55	0,6	33
2.Цена/денежный поток	46	0,3	13,8
3.Цена/балансовая стоимость	40	0,1	4,0
Итоговая величина стоимости	50,8		

Внесение итоговых корректировок.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения все совокупности ценовых мультипликаторов, должна быть откорректирована в соответствии с конкретными условиями оценки бизнеса. Наиболее типичным являются следующие поправки.

Портфельная скидка представляется при наличии непривлекательного для покупателя характера диверсификации активов.

Аналитик при определении окончательного варианта стоимости должен учесть имеющиеся нефункционирующие активы, например непроизводственного назначения.

Если в процессе финансового анализа выявлена либо недостаточность собственного оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть.

Возможно применение скидки на низкую ликвидность.

В некоторых случаях вносится поправка в виде премии за предоставляемые инвестору элементы контроля. Данная поправка обеспечивает универсальность метода компании-аналога, так как позволяет применять его для оценки контрольной доли собственного капитала.

Сравнительный подход, несмотря на достаточную сложность и трудоемкость расчетов и анализа, является неотъемлемым приемом определения обоснованной рыночной стоимости.

Результаты, полученные данным способом, имеют наиболее объективную рыночную основу, качество которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов.

Следовательно, основным фактором, сдерживающим применение в российской практике метода компании-аналога и метода сделок, является отсутствие достаточной и достоверной ценовой и финансовой информации по отечественным компаниям-аналогам.

Однако, появление в последние годы фирм, специализирующихся на сборе и анализе подобной информации, а также различных электронных источников является существенным прорывом

в данном направлении. Таким образом, дальнейшее развитие оценочной инфраструктуры будет способствовать расширению сферы использования сравнительного подхода.

ТЕМА 8 ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИТОГОВОГО ЗНАЧЕНИЯ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА И ПОДГОТОВКА ОТЧЕТА О ПРОВЕДЕНИИ ОЦЕНОЧНЫХ РАБОТ.

8.1 Определение итогового значения стоимости

В процессе оценки часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% акций (паев) предприятия, а лишь конкретного пакета (пая).

Здесь необходимым становится определение влияния на стоимость пакета следующих факторов: какой — контрольной или неконтрольной (миноритарной) является доля оцениваемого пакета; каково воздействие на эту стоимость степени ликвидности акций предприятия и др.

Для получения итоговой величины стоимости в процессе оценки предприятия в зависимости от размера приобретаемого пакета акций учитываются:

- 1) премия за приобретение контрольного пакета;
- 2) скидки за меньшую долю или ее еще называют скидкой за неконтрольный характер;
- 3) скидка за недостаточную ликвидность ценных бумаг.

Определению этих премий и скидок, а также проведению заключительных корректировок с учетом степени контроля и ликвидности и посвящена эта глава.

Перед оценщиком при выведении итоговой величины стоимости встает проблема: какие поправки и в каком объеме использовать.

Это зависит в каждом конкретном случае, во-первых, от того, какая доля владения оценивается. Она может быть миноритарным или контрольным пакетом.

Поскольку степень контроля влияет на стоимость оцениваемой доли, очень важным является определение стоимости контроля. Во-вторых, размер скидки или премии зависит от методов оценки.

При определении стоимости владения контрольным пакетом используется метод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации доходов, метод сделок, метод стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости.

Методы доходного подхода дают стоимость контрольного пакета так, как:

- выражают цену, которую инвестор заплатил бы за владение предприятием;
- расчет денежных подходов базируется на контроле за решениями администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия.

При использовании методов имущественного подхода получается стоимость контрольного пакета акций, так как только владелец контрольного пакета может определять политику в области активов: приобретать, использовать или продавать (ликвидировать) их.

При использовании метода сделок получается величина оценочной стоимости на уровне контрольного владения, так как этот метод основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний.

С помощью метода рынка капитала — определяется стоимость владения неконтрольным (миноритарным) пакетом, а именно стоимость свободно реализуемой меньшей доли, так как этот метод основывается на информации о котировках акций на мировых фондовых рынках.

Если оценщику нужно получить стоимость на уровне контрольного пакета, то необходимо к стоимости, полученной методом рынка капитала добавить премию за контрольный характер. Для получения же стоимости миноритарного пакета из стоимости контрольного пакета, полученной методом доходного, имущественного подходов, методом сделок необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер.

В-третьих, в определении скидки или премии играет роль тип акционерного общества. Традиционно в странах с рыночной экономикой функционируют акционерные общества двух типов: закрытые и открытые. Оба типа выпускают акции и за счет этого формируют собственный капитал.

Разница между открытым и закрытым акционерным обществом сводится к следующему: закрытые имеют право распределять акции только среди учредителей и акции могут продаваться третьим лицом лишь с согласия большинства акционеров. Акции только открытых акционерных обществ имеют право свободно обращаться. Если определяется стоимость непродávаемой меньшей доли закрытой компании с помощью метода дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости и метода сделок, то необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер и обязательно скидку за недостаточную ликвидность.

Основополагающим принципом оценки пакетов акций является необходимость предварительно, если для этого есть возможность, оценить рыночную стоимость всей рассматриваемой компании в целом (100 % ее обыкновенных акций).

Оценивается ли величина $V_{\text{пак.тек}}$ или прогнозируется величина $V_{\text{пак. прога}}$ (в общем случае $V_{\text{пак.}}$), отмеченный принцип должен быть исходным.

При этом возможность следовать указанному принципу обуславливается доступом оценщика к внутренней информации (балансовым отчетам за последние периоды, прогнозам денежных потоков предприятия и пр.) рассматриваемой компании. Если такая возможность существует, то не использовать ее **и не** попытаться изложенными выше методами оценки бизнеса оценить, согласно тому или иному стандарту оценки, рыночную стоимость всей фирмы в целом (рыночную стоимость $СК$ ее собственного капитала) значит проявить крайнюю степень непрофессионализма.

Оценка конкретного пакета акций компании, по которой предварительно определена обоснованная рыночная (обоснованная или инвестиционная) стоимость, осуществляется согласно следующему алгоритму:

1. Оценочная стоимость предприятия в целом уменьшается пропорционально доле рассматриваемого пакета акций в 100% обыкновенных акций фирмы:

$$V_{\text{пак}} = СК \cdot d,$$

где d — относительный размер, в долях единицы, оцениваемого пакета акций (оцениваемой доли) в 100% обыкновенных акций (уставном капитале) предприятия.

2. Внесение в показатель $V_{\text{пак}}$ поправки с учетом степени контроля над компанией, которую способно дать инвестору приобретение пакета ее акций размером d .

Для определения рыночной стоимости необходимо ввести коэффициенты контроля, согласно Постановлению Правительства РФ от 14 февраля 2006 г. N 87 «ОБ УТВЕРЖДЕНИИ ПРАВИЛ ОПРЕДЕЛЕНИЯ НОРМАТИВНОЙ ЦЕНЫ ПОДЛЕЖАЩЕГО ПРИВАТИЗАЦИИ ГОСУДАРСТВЕННОГО ИЛИ МУНИЦИПАЛЬНОГО ИМУЩЕСТВА»

Приложение
к Правилам определения
нормативной цены подлежащего
приватизации государственного
или муниципального имущества

Для акционерных обществ

Доля акций в уставном капитале	Коэффициент контроля
от 75% до 100%	1
от 50%+1 акция до 75%-1акция	0,9
от 25%+1 акция до 50%	0,8
от 10% до 25%	0,7
от 1 акции до 10% - 1 акция	0,6

II. Для обществ с ограниченной ответственностью

Доля в уставном капитале (процентов)	Коэффициент контроля
от 75% до 100%	1
от 50% до 75%	0,9
от 25% акция до 50%	0,8
от 10% до 25%	0,7
до 10%	0,6

Рассмотрим практический пример внесения коэффициентов контроля.

Допустим, что при расчете рыночной стоимости строительного бизнеса оценщиком были получены и согласованы следующие результаты.

Согласование рыночной стоимости ОАО «КЖБК»

Таблица 8.1

Подход к оценке	Рыночная стоимость объекта, руб.	Коэффициент весомости результата
Затратный	922 382 000	0,7
Сравнительный	114 190 000	0,1
Доходный	131 129 212	0,2
Рыночная стоимость 100% пакета акций ОАО «КЖБК-2», с учетом округления, руб.	683 312 000	

Целью оценки также являлось определение рыночной 62% пакета акций ОАО «КЖБК-2».

Для определения рыночной стоимости необходимо ввести коэффициенты контроля, рассмотренные ранее. Коэффициент контроля определяется согласно табл. 8.2

Таблица 8.2

Для акционерных обществ

Доля акций в уставном капитале	Коэффициент контроля
от 75% до 100%	1
от 50%+1 акция до 75%-1 акция	0,9
от 25%+1 акция до 50%	0,8
от 10% до 25%	0,7
от 1 акции до 10% - 1 акция	0,6

Таким образом, с учетом поправки на контроль, определена рыночная стоимости объекта оценки:

Таблица 6.3

Рыночная стоимость 100% пакета акций, руб.	Наименование объекта оценки	Коэффициент контроля	Рыночная стоимость 62% пакета акций, руб.
683 312 000	62 % пакет акций ОАО «КЖБК-2»	0,9	381 288 096

4. Если акции оцениваемой фирмы неликвидны, осуществляются скидки с результата предыдущих корректировок показателя $V_{нак}$, если акции оцениваемой компании при этом еще и не размещены на фондовом рынке.

Первый шаг приведенного алгоритма не требует комментариев.

Учет воздействия приобретаемого контроля

При проведении второго шага изложенного выше алгоритма встает вопрос о том, как влияет на стоимость одной акции (одной процентной единицы уставного капитала) предприятия в составе приобретаемого пакета (пая) то, контрольным (при существующем распределении акций или паев среди остальных инвесторов фирмы) или неконтрольным является предлагаемое инвестору участие в капитале предприятия.

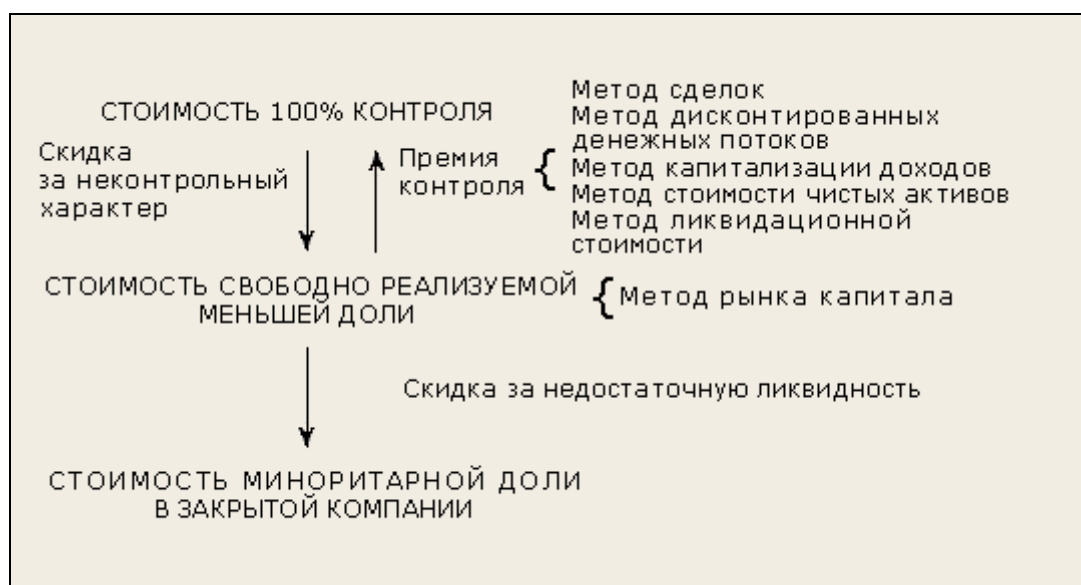
Точно так же возникает проблема учета, при соответствующей оценке, воздействия на эту стоимость степени ликвидности акций (паев) предприятия (ликвидность здесь понимается как способность акций

(паев) или даже конкретного пакета акций (пая) быть проданными на вторичном фондовом рынке (другим инвесторам) в достаточно короткое время за цену, которая бы незначительно отличалась от цены «неторопливой» (за разумное время) продажи.

В подобной постановке рассматриваемую в интересах финансирования бизнеса (в том числе инновационного) проблему оценки его прогнозной текущей (на момент планируемой перепродажи) рыночной стоимости удобнее понимать так, что во время предложения инвестировать в этот бизнес необходимо определять не общую его прогнозную рыночную стоимость, а прогнозную рыночную стоимость лишь конкретного предлагаемого пакета акций (пая) соответствующего предприятия. Если обозначить последнюю как $V_{\text{пак}}$, то, на первый взгляд, можно считать, что величина $V_{\text{пак}}$ должна быть равна:

$$V = CK \cdot (N_{\text{пак}} / N_{\text{обр}});$$

Если же определяется с помощью метода рынка капитала, то вычитается только скидка за недостаточную ликвидность. (см. рис.)



Теперь остановимся на подробной характеристике скидок и премий.

Премия за контроль — имеющие стоимостные выражения преимущества, связанные с владением контрольным пакетом акций. Она отражает дополнительные возможности контроля над предприятием (по сравнению с меньшей долей, т. е. владением миноритарным пакетом акций).

Скидка за неконтрольный характер — величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета (в общей стоимости пакета акций предприятия) с учетом ее неконтрольного характера.

Логично выделить основные элементы, которые лежат в основе того факта, что стоимость распоряжения/владения контрольным пакетом всегда выше стоимости распоряжения/владения миноритарным пакетом.

1. Выборы Совета директоров и назначение менеджеров.
2. Определение вознаграждения менеджеров и их привилегий.
3. Определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса.
4. Принятие решений о поглощениях или слияниях с другими компаниями.
5. Принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия.
6. Принятие решений об эмиссии.
7. Изменение уставных документов.
8. Распределение прибыли по итогам деятельности предприятия, в том числе установление размеров дивидендов.
9. Принятие решения о продаже или приобретении собственных акций компании.

Но необходимо иметь в виду, что на практике очень часто начинают действовать факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и снижающие, тем самым, стоимость контроля.

Проанализируем их.

1. Эффект распределения собственности

Например, все акции распределены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными крупными пакетами, у третьего же пакет акций небольшой. Но именно он может получить премию за свой пакет сверх части стоимости компаний пропорционально его доле в капитале.

Это связано с тем, что при голосовании именно его акции смогут «перевесить чашу весов» в ту или иную сторону. Или еще пример: все акции компании распределены на несколько равных крупных пакетов. Эти пакеты не обладают полным контролем. Поэтому будет осуществлена скидка на неконтрольный характер, но размер скидки будет меньшим, чем для миноритарного пакета, вообще не дающего никакого контроля. В результате сумма стоимостей этих пакетов будет меньше стоимости полного контроля, т. е. стоимости целого предприятия.

2. Режим голосования

В мировой практике используют кумулятивную и некумулятивную систему голосования при выборе Совета директоров.

Некумулятивная система: 1 голос — 1 акция за 1 директора. Например, акционер имеет 500 голосующих акций и избирается 5 директоров. Он обязан использовать сначала 500 голосов при голосовании за первого директора, потом 500 голосов за второго и т. д.

При некумулятивной системе голосования оказываются в выигрыше держатели контрольных пакетов. При кумулятивной системе мелкие акционеры могут распределять голоса по своему усмотрению в любой пропорции, тем самым, сконцентрировавшись на одной кандидатуре. Эта система голосования выгоднее держателям миноритарных пакетов. В этом случае стоимость контроля, связанная со способностью избирать директоров переходит миноритарным акционерам. Для определения количества акций требуемых для выбора одного директора при кумулятивной системе голосования используется следующая формула:

$$K_a = \frac{\text{Общее количество акций}}{\text{Общее количество директоров} + 1}$$

Например. В избрании пяти директоров участвуют 800 акций. Минимальное количество акций требуемых для избрания одного директора равно:

$$K_a = 800 / 5 + 1 = 133,3 \sim 134 \text{ акции,}$$

т.е. владельцы миноритарных пакетов должны собрать не менее 134 акций для проведения своего представителя в Совет директоров.

В российской практике нет законодательного ограничение для использования кумулятивной системы голосования.

3. Контактные ограничения

Если долговые обязательства компании существенны, то это может ограничивать дивидендные выплаты и т. д. В этом случае часть стоимости премии за контроль теряется.

4. Финансовые условия бизнеса

Если финансовое положение компании неустойчивое, то многие права, связанные с контролем (например, право на покупку контрольных пакетов акций других компаний) становятся труднореализуемыми. Таким образом, в каждом конкретном случае необходимо провести анализ элементов контроля и, если какой-либо из них отсутствует, то стоимость контрольного пакета должна быть уменьшена. Напротив, если элементы контроля присутствуют у оцениваемого миноритарного пакета, то стоимость последнего должна быть увеличена.

Остановимся теперь на оценке неконтрольных (миноритарных) пакетов.

Существуют три основных подхода.

Первый подход «Сверху вниз».

Этот подход включает три основных этапа.

1. Методом дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости, а также методом сделок оценивается стоимость всего предприятия.

2. Рассчитывается пропорциональная неконтрольному пакету часть общей стоимости предприятия. Таким образом, базовой величиной из которой вычитается скидка за неконтрольный характер пакета является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права контроля.

3. Определяется , а затем вычитается из пропорциональной доли скидка на неконтрольный характер. На этом же этапе должно быть установлено, насколько необходима и какова величина дополнительной скидки на недостаточную ликвидность.

Второй подход «Горизонтальный».

При использовании этого подхода не обязательно определять стоимость всего предприятия. Данные для оценки стоимости неконтрольного пакета можно взять из данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов открытых компаний и методом рынка капитала выйти на стоимость первого. В связи с тем, что данные по этим сделкам относятся к открытым компаниям, когда речь идет о закрытых компаниях необходимо вычесть скидку на недостаточную ликвидность для определения стоимости неконтрольного пакета.

Третий подход «Снизу вверх».

В двух предыдущих подходах оценщик начинает с какой-то величины (или стоимости всего предприятия или со стоимости сопоставимых неконтрольных пакетов), а затем вычитает из нее требуемые скидки, как бы идет вниз. В рассматриваемом подходе оценщик напротив начинает снизу, суммируя все элементы стоимости неконтрольного пакета.

Владелец неконтрольного пакета имеет два источника финансирования стоимости:

- 1) прибыль, распределенную в форме дивидендов;
- 2) выручку от продажи неконтрольного пакета.

Эти ожидаемые будущие выплаты рассматриваются оценщиком в качестве дисконтируемых будущих доходов, т. е. ожидаемые, прогнозируемые (по срокам и сумме) дивиденды и прогнозируемая (по срокам и сумме) выручка от продажи в будущем миноритарного пакета кладутся в основу денежного потока.

По соответствующей ставке дисконта они приводятся к текущей стоимости и, таким образом, определяется стоимость миноритарного пакета. Можно рассчитать иначе: в основу расчетов положить прогноз неограниченного во времени потока дивидендов без учета остаточной стоимости.

Недостаток же ликвидности у неконтрольных пакетов в закрытых компаниях может быть учтен двумя способами:

- через увеличение ставки дисконта;
- через расчет скидки за недостаточную ликвидность.

8.2. Составление отчета об оценке стоимости предприятия.

При написании отчета об оценке перед оценщиком стоят следующие основные задачи.

- Во-первых, нужно изложить логику анализа.
- Во-вторых, в отчете следует зафиксировать все важные моменты оценки.
- В-третьих, отчет должен привести читателя к заключению, которое сделал оценщик.

Необходимо, чтобы отчет удовлетворял данным задачам, поэтому к нему предъявляются следующие важнейшие требования.

Для того, чтобы отчет легко воспринимался пользователями информации, он должен быть логичен.

Изложение каждой следующей проблемы должно вытекать из предыдущего материала, выводы разных разделов должны дополнять друг друга и «работать» на общее заключение.

Восприятие материала отчета заметно облегчается, если последний хорошо структурирован, достаточно подробен и содержит необходимую информацию, подтверждаемую документами. Вместе с тем нельзя отягощать отчет несущественными данными. Восприятие отчета во многом определяет стиль, которым он написан. а это зависит от того, кто будет потребителем отчета. Так как потребителями услуг оценщика являются люди, незнакомые с терминологией оценки, поэтому профессиональные термины должны объясняться.

Отчет составляется таким образом, чтобы его потребитель при желании мог повторить анализ, проведенный оценщиком, и сделать аналогичное заключение.

В отчете должно содержаться описание оцениваемого объекта, указаны его названия и точный адрес. Юридические права и ограничения, связанные с данной собственностью, а также физическое состояние объекта и его стоимостные характеристики.

Кроме того, в отчете должна быть приведена четкая формулировка цели оценки, обоснование использования того или иного вида стоимости, дата, на которую произведена оценка.

Если имеются какие-либо ограничивающие условия, применительно к выводам отчета, то их обязательно необходимо указать. Примерами таких ограничений может быть написание предварительного или частичного отчета.

Важный момент отчета — обоснование выбора тех или иных методов оценки.

Оценку должен проводить независимый оценщик, поэтому в отчете необходимо указание на отсутствие личной заинтересованности оценщика в оцениваемом объекте и в величине его рыночной стоимости.

Немаловажным моментом отчета является наличие в нем подписей всех лиц, проводивших оценку, и указание на то, что они согласны с ее результатами. Если же один из оценщиков, принимавших участие в работе, не согласен с некоторыми или всеми выводами, содержащимися в отчете, то он должен включить в него свое личное мнение по тем или иным вопросам оценки данного объекта.

Независимо от целей оценки, структура отчета достаточно единообразна. В основу его структуры положен принцип «от общего к частному».

Основные разделы отчета:

1. Введение.
2. Общеэкономический раздел.
3. Краткая характеристика отрасли.
4. Краткая характеристика предприятия (фирмы).
5. Анализ финансового состояния.
6. Методы оценки.
7. Выводы и предложения.
8. Общее заключение по оценке

В зависимости от целей оценки и специфики объекта в структуру отчета могут быть внесены некоторые изменения. Например, в самостоятельный раздел может быть выделен анализ данных по предприятиям-аналогам. Если для оценки предприятия важна общеэкономическая ситуация в стране или регионе, то им можно посвятить специальные разделы.

Анализ финансового состояния может войти в раздел, в котором дается характеристика предприятия.

Остановимся более подробно на содержании основных разделов отчета.

Отчет начинается с краткого вступительного раздела — введения, в котором излагается суть задания на оценку, указываются используемые источники информации, дается краткое описание предприятия и его капитала; уточняется вид стоимости, который следует определить в процессе оценки; указываются методы оценки, примененные в данном отчете; приводится итоговый вывод.

При изложении задания указывается, какая оценочная фирма и кем была нанята, дата, на которую действительна оценка, и цель оценки.

После описания оценочного задания целесообразно разместить обобщенный список используемых источников информации. Это могут быть финансовые отчеты предприятия, его контракты и договора, источники данных по предприятиям-аналогам и т. д.

Обязательно указывается, проводилась ли аудиторская проверка, какие объекты предприятия посещались оценщиком. Можно указать, у кого брались интервью для сбора данных по оцениваемому предприятию.

Во введении желательно описать, что производит оцениваемое предприятие, где оно расположено, каким капиталом располагает и как последний распределяется.

Далее указывается стандарт стоимости, который будет использоваться в оценке исходя из ее цели. Полезно дать определение используемого вида стоимости.

Во введении также кратко излагается, какие методы оценки были использованы и, наконец, приводится вывод о величине стоимости оцениваемого предприятия.

Для прогнозирования перспектив развития предприятия полезен раздел, в котором приводятся общеэкономические или региональные данные, а также раздел, анализирующий ситуацию в отрасли.

В общеэкономическом разделе должны приводиться лишь те данные по ситуации в стране или регионе, которые непосредственно влияют на развитие предприятия. Эти же данные могут быть приведены в разделе, посвященном методам оценки при прогнозировании доходов и расходов предприятия. В таком случае данный раздел отдельно не выделяется.

Раздел, посвященный характеристике отрасли, должен познакомить потребителя отчета с особенностями отрасли, ее положением в настоящее время и в будущем.

Основное внимание уделяется характеристике рынков сбыта и факторам, влияющим на спрос. В разделе также приводится информация о конкуренции в отрасли и положении оцениваемого предприятия относительно основных конкурентов.

Главной целью раздела, посвященного характеристике предприятия, является выявление его особенностей и их влияния на рыночную стоимость.

Основные вопросы, рассматриваемые в данном разделе: предыстория предприятия, перечень выпускаемых товаров и услуг, условия сбыта, наличие поставщиков, персонала, менеджмент, прошлые сделки с его акциями.

При знакомстве с предысторией читатель получает информацию о том, когда была создана оцениваемая фирма, какие изменения (например, в названии, месторасположении, направлениях деятельности) имели место. Полезно указать на то, какое имущество находится в собственности предприятия, а какое арендуется и на каких условиях.

Приводятся также данные о площади, занимаемой каждым производственным объектом. Если компания имеет дочерние фирмы, то дается информация об их организационной форме, процентной доле материнской компании в ее капитале и т. д.

Основная группа вопросов, раскрываемая в данном разделе, касается текущей деятельности предприятия.

Во-первых, указывается, какую продукцию производит данное предприятие и какие услуги оно оказывает; выделяются основные ведущие виды продукции или услуг и показывается их процентное соотношение.

Во-вторых, для прогнозирования будущих доходов предприятия важна информация о его рынках сбыта и о том, какое место оно там занимает, об основных потребителях его продукции и их финансовом положении.

В-третьих, необходимо дать информацию о системе снабжения и основных поставщиках.

В-четвертых, в этом разделе приводятся данные о численности персонала предприятия, указывается, сколько человек занято постоянно, а сколько временно или сезонно. Полезно привести данные о квалификации кадров и их текучести.

В-пятых, обязательно дается информация о состоянии управления на оцениваемом предприятии. Эти данные могут быть приведены в виде списка ключевых руководителей с пояснениями о их образовании и карьере.

Если имели место сделки с акциями оцениваемого предприятия, то в данном разделе приводится их описание. При этом отмечается, насколько переход акций от одного собственника к другому отражал их реальную рыночную стоимость.

Заканчивается данный раздел обобщением факторов, которые, на взгляд оценщика, оказывают положительное и отрицательное влияние на стоимость предприятия.

Одним из основных разделов отчета является раздел, посвященный анализу финансового состояния оцениваемого предприятия. Этот раздел обеспечивает подготовку информации для всех трех подходов к оценке: доходного, затратного и рыночного.

В данном разделе анализируются бухгалтерские балансы и отчеты о финансовых результатах предприятия за ряд предшествующих лет, рассчитываются важнейшие финансовые показатели.

Если в бухгалтерскую отчетность вносятся определенные поправки, то это указывается в отчете.

При анализе финансового состояния предприятия и прогнозировании его изменения рассчитывается несколько групп финансовых показателей: показатели ликвидности, структуры капитала, оборачиваемости и рентабельности).

Сравнения могут проводиться по изменяющимся во времени показателям самого оцениваемого предприятия (для выявления тенденций в его развитии), между оцениваемым предприятием и среднеотраслевыми показателями, между оцениваемым предприятием и предприятиями-аналогами.

В отчете дается анализ этих показателей, сам же расчет может приводиться в приложении. Очень важно в отчете прокомментировать, как влияет уровень тех или иных финансовых показателей оцениваемого предприятия на величину его рыночной стоимости. Данные выводы можно поместить в заключение по данному разделу.

Заключительный раздел отчета посвящен методам оценки, которые применялись для оценки данного предприятия. Раздел начинается с обоснования выбора тех или иных методов оценки анализируемого предприятия. После этого излагается логика оценки данного предприятия выбранными методами.

При этом указываются по возможности источники используемой информации. Это, например, относится к информации, на основе которой была рассчитана ставка капитализации или ставка дисконта. Обосновывается выбор той или иной величины мультипликатора, внесение поправок на контрольный или неконтрольный характер, поправок на ликвидность. Доказывается их необходимость и размер.

Завершается данный раздел заключением о величине стоимости оцениваемого предприятия. Обычно бывает удобно свести показатели стоимости, полученные разными подходами в табличную форму, придать им определенные веса и на этой основе вынести заключение о величине стоимости.

Отчет об оценке кроме основной части имеет приложения. В них, в частности, указывается заявление об отсутствии личной заинтересованности оценщика, приводятся допущения и оговорки.

В приложении приводятся также копии документов, характеризующих академическое образование и профессиональную подготовку оценщиков, участвующих в написании отчета.

Российское Общество оценщиков является многопрофильной организацией, поэтому в отчете указывается конкретная дисциплина, по которой оценщик сертифицирован. В приложение обычно выносятся табличная информация, которая обосновывает использование в отчете тех или иных величин.

К наиболее распространенным недостаткам отчета об оценке относятся следующие. Бывает, что в отчете не указывается, какой именно стандарт стоимости использовал оценщик для оценки данного предприятия. Другой распространенной ошибкой является использование профессиональных терминов без их разъяснения или приведение в отчете терминов, имеющих разное толкование, например, таких как ставка капитализации или денежный поток.

Важно выбрать необходимую для потребителя степень детализации информации. Одинаково плохо как вдаваться в несущественные подробности, так и не дать необходимую информацию. Недопустимо принятие противоречивого отчета, т. е. отчета, в котором различные разделы находятся между собой в противоречии.

Наиболее часто встречающийся не недостаток, который у нас в России имеет объективную основу, связан с неправильным отбором информации по предприятиям-аналогам. Связано это, в первую очередь, с недостатком достоверной информации по рыночным сделкам.

Дополнительный материал к разделу.

Особенности оценки стоимости предприятий (бизнеса) для конкретных целей. Особенности оценки предприятий в целях инвестирования и реструктуризации.

Внутренние факторы развития бизнеса.

Рыночные отношения открывают новую перспективу для российского бизнеса, но в то же время становится ясно, что многие предприятия имеют мало шансов выжить под давлением конкуренции и новых условий хозяйствования без существенной реорганизации. Экономика унаследовала структуру, в которой ресурсы (капитал, рабочая сила, земля и предпринимательские способности) недоиспользуются на крупных промышленных и сельскохозяйственных предприятиях.

Процесс реструктуризации можно определить как обеспечение эффективного использования производственных ресурсов, приводящее к увеличению стоимости бизнеса.

Главная цель проводимой реструктуризации — поиск источников роста предприятия (бизнеса). Рост может быть как внутренним, так и внешним. Внутренний рост основан на выработке операционной, инвестиционной и финансовой стратегий создания стоимости за счет собственных и заемных источников финансирования; внешний — на реорганизации видов деятельности и структуры предприятия.

Управление стоимостью предприятия (развитием бизнеса) требует от менеджера особого подхода. Он должен концентрироваться на долгосрочных денежных потоках, а не на сиюминутных изменениях величины прибыли в расчете на акцию.

Подход должен быть беспристрастным, ориентированным только на прирост стоимости. Предприятие должно рассматриваться с точки зрения того, приносит ли оно доход, превышающий стоимость привлечения его капитала, или нет.

Показатель чистой прибыли не коррелирует с рыночной стоимостью предприятия так устойчиво, как показатель денежного потока, поскольку первый не учитывает:

- размеры инвестиций в основные средства;
- величину собственных оборотных средств;
- потребности предприятия в финансировании;
- деловой и финансовый риски, характерные для данного предприятия.

Смысл управления денежным потоком и стоимостью предприятия заключается в создании новой стоимости.

Создание стоимости предполагает сначала выявление конкретных факторов, определяющих изменение стоимости, затем разработку на их основе стратегий по увеличению стоимости, а затем последовательное целенаправленное воплощение этих стратегий.

Условно исследование предприятия можно разделить на четыре этапа:

1. Оценка предприятия «как есть» основывается на данных о текущем состоянии и нынешних производственных и финансовых планах руководства предприятия. Для оценки используется метод дисконтированного денежного потока.

2. Основное содержание второго этапа — это углубленный финансовый анализ предприятия, выявление факторов, «движущих стоимость» внутри предприятия, разработка и воплощение стратегий увеличения стоимости, основанных на воздействии на те или иные факторы.

3. На данном этапе используются возможности организационного реструктурирования, например, продажа производственных подразделений, покупка компаний, слияние, создание совместного предприятия, ликвидация подразделения и т. д.

4. Заключительный этап состоит из финансового реструктурирования и означает принятие решений в отношении уровней задолженности, увеличения собственного капитала, конвертации долга в собственный капитал.

Рассмотрим подробнее второй этап — создание дополнительной стоимости внутри предприятия путем воздействия на факторы, движущие стоимость. Последние представляют собой переменные в методе дисконтированных денежных потоков, характеризующих деятельность предприятия. При количественном изменении той или иной переменной изменяются величина денежного потока и соответственно величина стоимости. К важнейшим факторам, движущим стоимость, относятся:

1. Временной фактор.
2. Объемы реализации.
3. Себестоимость реализованной продукции.
4. Соотношение постоянных и переменных затрат.
5. Маржа валовой прибыли.

6. Собственные оборотные средства.
7. Основные средства.
8. Соотношение собственных и заемных средств в структуре капитала предприятия.
9. Стоимость привлечения капитала.

Первые семь факторов непосредственно влияют на величину денежного потока, последние два — на ставку дисконта.

Воздействие на те или иные факторы осуществляются в рамках конкретных стратегий развития предприятия.

В рамках всех типов стратегий применяются два основных альтернативных подхода: лидерство по затратам и дифференциация.

Первый подход, как и следует из его названия, заключается, прежде всего, в строгом контроле над затратами и, тем самым, в максимальном повышении эффективности производства.

Второй подход заключается в том, предприятие концентрирует усилия на производстве и реализации продукции, не имеющей серьезных конкурирующих аналогов.

На операционном уровне стратегии рассматривают следующие стоимостные факторы:

- ассортимент производимой продукции или услуг;
- ценообразование;
- выбор рынков;
- рекламу;
- эффективность затрат;
- систему сбыта;
- качество обслуживания клиентов.

При применении подхода «лидерство по затратам» оптимальными являются следующие приемы: (1) сокращение доли постоянных затрат путем экономии на административных и накладных расходах; (2) оптимизация связей с поставщиками с целью дополнительной экономии на затратах; (3) увеличение своей доли на рынке для достижения «экономии на масштабе» по каждому виду деятельности; и за счет всего этого (4) обеспечение конкурентоспособных цен на реализуемую продукцию.

Подход «дифференциация» предполагает, главным образом, использование потенциала увеличения цены и, тем самым, маржи валовой прибыли в тех сегментах рынка, где есть ощутимое преимущество перед конкурентами.

- Инвестиционные стратегии рассматривают:
- уровни товарно-материальных запасов;
- сбор дебиторской задолженности;
- управление кредиторской задолженностью;
- расширение производственных мощностей;
- планирование капиталовложений;
- продажу активов.

В подходе «лидерство по затратам» рекомендуется: (1) минимизировать остаток денежных средств; (2) стимулировать дебиторов к сокращению средних сроков погашения задолженности; (3) минимизировать уровень товарно-материальных запасов, но без ущерба для бесперебойного выполнения заказов клиентов; (4) экономить на использовании основных средств; (например, беря в аренду машины и оборудование, а не покупая их); (5) продавать избыточные неиспользуемые активы.

В подходе «дифференциация» рекомендуется: (1) связать управление дебиторской задолженностью с ценовыми факторами; (2) добиваться у поставщиков наиболее выгодных условий погашения кредиторской задолженности, (3) инвестировать средства в специальные активы, необходимые для дифференциации.

Финансовые стратегии в обоих подходах рекомендуют: (1) создавать оптимальную структуру капитала; (2) выбирать наиболее дешевые способы финансирования и заемного и собственного капитала; (3) максимально сокращать факторы делового риска.

Последовательное осуществление того или иного варианта стратегий всех трех уровней приводит к максимальному увеличению денежного потока и, как следствие, стоимости предприятия.

Внешние факторы развития бизнеса.

Внешнее развитие предприятия основано на купле (продаже) активов, подразделений, слияниях и поглощениях, а также видах деятельности по сохранению корпоративного контроля. Стратегическая цель — повышение стоимости акционерного капитала за счет изменения структуры

активов; аккумуляции средств на основных направлениях развития бизнеса и сохранение корпоративного контроля.

Возможность реструктурирования возникает из-за того, что между стоимостью, которой обладает компания в настоящее время (текущей стоимостью) и потенциальной стоимостью, которая достижима при изменении ряда обстоятельств, существует стоимостной разрыв.

Стоимостной разрыв — разница между текущей стоимостью предприятия при существующих условиях и текущей стоимостью предприятия после реструктуризации (представляет собой чистую текущую стоимость эффекта реструктуризации).

В качестве базовой модели расчета стоимости предприятия в целях реструктурирования применяется метод оценки дисконтированных денежных потоков, так как данный метод является единственным, позволяющим учитывать будущие изменения в денежных потоках предприятия.

При оценке предполагаемого плана реструктурирования необходимо составить прогноз чистых денежных потоков после уплаты налогов, связанных с текущей деятельностью компании без учета финансовых издержек реорганизации. В данном случае реструктуризацию можно рассматривать как вариант капиталовложений с первоначальными затратами и ожидаемой в будущем прибылью.

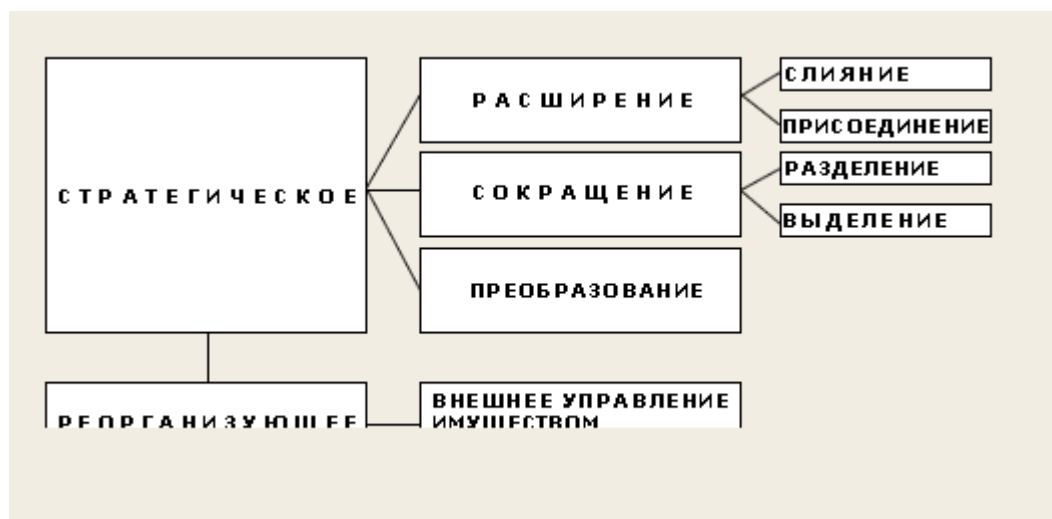
Корпоративное реструктурирование подразумевает изменения в структуре капитала или собственности, не связанные с операционным (деловым) циклом компании и основанные на использовании источников внешнего роста капитала.

В Российской Федерации реорганизация общества может быть осуществлена в форме слияния, присоединения, разделения выделения и преобразования (в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995г.)

Какие причины вызывают необходимость поиска источников внешнего роста предприятия?

Первая и самая очевидная — это потенциал, заложенный в действующем бизнесе, который был определен выше как стоимостной разрыв. Многие предприятия, активно используя стратегии внутреннего роста, для максимальной реализации намеченных планов, а также сохранения компании как действующей, стремятся привлечь факторы внешнего роста. Данное направление процесса реструктуризации получило название «стратегическое».

Виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования (см. рис.) включают: расширения (слияние, присоединение); сокращения (разделение, выделение) и преобразование акционерного капитала



При первом, стратегическом направлении, целью расширения является увеличение стоимости акционерного капитала за счет:

- приобретения действующих предприятий (легче приобрести контроль за действующим предприятием, чем создать новое);
- получения управленческих, технологических, производственных выгод в случае объединения различных компаний (эффект дополнения, когда система восполняет недостающие элементы);
- возможного эффекта диверсификации и снижения совокупного риска за счет объединения компаний различного профиля деятельности;
- конкурентного потенциала в результате упрочения позиций объединенной компании на рынке;

- синергический (системный) эффект, который возникает в том случае, если свойства системы в целом превосходят простую сумму свойств отдельных ее элементов.

Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением деятельности последних. Общества, участвующие в слиянии, заключают договор о слиянии, в котором определяется порядок и условия слияния, а также порядок конвертации акций каждого общества в акции и (или) иные ценные бумаги нового общества. Вопрос о реорганизации общества в форме слияния выносится на решение общего собрания акционеров обществ, участвующих в слиянии, выбирается Совет директоров вновь возникающего общества.

Присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому обществу. Общества, осуществляющие объединение, заключают договор, в котором определяют порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества.

Вопрос о реорганизации в форме присоединения и об утверждении выносится на решение общего собрания акционеров. Все права и обязанности присоединяемого общества переходят к присоединяющему.

В мировой практике накоплен значительный опыт по реализации и оценке сделок по слиянию или присоединению.

Данные сделки проводятся под контролем антимонопольного комитета и должны удовлетворять следующим условиям:

- в обмене с обеих сторон участвуют обыкновенные акции;
- запрещены условные платежи;
- компания, участвующая в сделке должна иметь опыт работы как самостоятельная единица не менее 2 лет;
- поглощаемая компания не должна избавляться от значительной доли активов присоединенной компании в течении двух лет;
- для принятия решения требуется согласие как правило не менее 2/3 акционеров.

Вместо слияния (присоединения) компания может прибегнуть к покупке акций интересующей фирмы и получить контроль над ней; акции можно покупать постепенно, не вызывая повышения цен на них и не имея согласия акционеров.

Холдинговой компанией признается предприятие, в состав активов которого входят контрольные пакеты акций другого предприятия, причем дочернее предприятие независимо от размера пакета его акций, принадлежащего холдинговой компании, не может владеть акциями холдинговой компании в какой бы то ни было форме.

Таким образом, достоинство холдинга в том, что он позволяет получить контроль над другой компанией при меньшем объеме инвестиций, чем при слиянии. Кроме того, акции можно скупать постепенно, не требуя согласия акционеров и не провоцируя информационный эффект объединения.

Нагромождая холдинговые компании, можно использовать эффект финансового рычага применительно к контролируемым активам и прибыли до определенного предела — сложность управления разветвленной компанией и распыление средств.

С юридической точки зрения материнская компания владеет акциями дочерней компании, ей не принадлежат активы дочерней компании и она, как правило, не несет ответственности по обязательствам дочерней компании, хотя может предоставлять гарантии по ним.

Зависимыми обществами считаются такие, деятельность которых контролируется основным и доля капитала основного общества составляет от 20 до 50%. Это обстоятельство позволяет оказывать существенное влияние на решения, принимаемые в компании-эмитенте.

Целью сокращения является выбор стратегического направления развития компании с мобилизацией всех возможных внутренних резервов и привлечением внешних источников роста.

Разделением общества признается прекращение общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам. Совет директоров реорганизуемого в форме разделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме разделения, порядке и условиях этой реорганизации и порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции и (или) иные ценные бумаги создаваемых обществ. При разделении общества все его права и обязанности переходят к двум или нескольким вновь создаваемым обществам в соответствии с разделительным балансом.

Выделением общества признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения последнего. Совет директоров реорганизуемого в форме выделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме выделения, порядке и об условиях осуществления выделения, о создании нового общества, возможности конвертации акций общества в

акции и (или) иные ценные бумаги выделяемого общества и порядке такой конвертации, об утверждении разделительного баланса.

При выделении из состава одного или нескольких обществ к каждому из них переходит часть прав и обязанностей реорганизованного в форме выделения общества в соответствии с разделительным балансом.

Преобразование общества в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив. При образовании общества к вновь возникшему юридическому лицу переходят все права и обязанности реорганизованного общества в соответствии с передаточным актом.

Вторая причина поиска источников внешнего роста предприятия — реорганизация предприятий неплатежеспособных, банкротов или предприятий, которые столкнулись с серьезными проблемами.

Несостоятельность (банкротство) предприятия считается имеющей место после признания факта несостоятельности арбитражным судом или после официального объявления о ней должником при его добровольной ликвидации. В соответствии с российским законодательством к должнику могут применяться процедуры:

- реорганизационные (внешнее управление имуществом должника, санация);
- ликвидационные (принудительная ликвидация предприятия-должника по решению арбитражного суда, добровольная ликвидация несостоятельного предприятия под контролем кредиторов);
- мировое соглашение.

Главная задача данного направления реструктуризации — сохранить предприятие как действующее.

Третье направление процесса реструктуризации — предотвращение угрозы захвата или сохранение собственности и контроля. Привлекательным для захвата являются только компании, имеющие потенциал «стоимостного разрыва».

Компания, которую хотят поглотить имеет в своем распоряжении большой набор способов защиты от посягательств на ее независимость.

Гипотеза о защите интереса управленческого персонала гласит, что возводимые на пути захватов барьеры должны обеспечить занятость управленческих кадров и защиту интересов акционеров.

Многие компании заключают со своим управленческим персоналом контракты на управление. В них предусматривается высокое вознаграждение за работу руководителей. Эти контракты известны также под названием «золотой парашют». Их высокая стоимость увеличивает цену компании и может служить сдерживающим фактором при захвате.

Условие квалифицированного большинства при голосовании вопроса о слиянии (75-80%) означает, что любые изменения в уставе утверждаются сверхбольшинством голосов. Вместо обычного большинства, необходимого для принятия решения по другим вопросам, в ситуации слияния для утверждения сделки может требоваться более высокая доля голосов.

Предложение об обратном выкупе с премией — это предложение о выкупе компанией своих акций по цене, превышающей рыночную, — «зеленая броня». Эта премия может быть выплачена за счет акционерного капитала компании.

Преобразование компании в частную может осуществляться за счет выкупа акций. Преобразование компании в частную посредством скупки акций означает изменение структуры собственности. Для этого используется большое количество инструментов.

Наиболее распространенный — наличный расчет с бывшими акционерами и слияние компании открытого типа с частной корпорацией. Приватизация может осуществляться посредством выкупа акций за счет кредита, то есть в сделке принимает участие третья сторона, а иногда и четвертая.

При любом выкупе акций за счет кредита компания сталкивается с риском двух видов.

Первый — коммерческий риск (может случиться так, что компания не будет развиваться по установленному ранее плану и денежные потоки, необходимые для обслуживания долга, окажутся меньшими, чем прогнозировалось).

Второй вид риска связан с изменением процентных ставок (обычно кредит предоставляется на условиях плавающей ставки и объем платежей по нему изменяется вместе с колебаниями ставки, а, следовательно, рост процентных ставок может значительно ухудшить положение компании или даже привести ее к краху).

Как правило в качестве инициаторов выкупа выступают управляющие кампани с целью сохранения собственности и контроля, а также возможного приобретения компании или подразделения.

. Оценка предполагаемого проекта реорганизации предприятия

В случае реструктуризации оценка подразумевает анализ совместимости объединяющихся фирм:

- анализ сильных и слабых сторон участников сделки;
- прогнозирование вероятности банкротства;
- анализ операционного (производственного) и финансового риска;
- оценка потенциала изменения чистых денежных потоков;
- предварительная оценка стоимости реорганизуемого предприятия.

Затраты на реорганизацию можно рассматривать как вариант капиталовложений: мы имеем стартовые затраты и ожидаемую в будущем прибыль (поток доходов). Независимо от того, расходует фирма денежные средства или акции, она должна приложить все усилия, чтобы добиться оптимального распределения капитала и обеспечить в долгосрочном периоде благосостояние акционеров.

При оценке предполагаемого проекта реорганизации, необходимо составить прогноз будущих денежных потоков, которые предположительно будут получены после завершения сделки.

При расчете денежных потоков должны быть учтены все синергетические (Синергия (гр. *synergeia* — сотрудничество, содружество) — реакция на комбинированное воздействие двух или нескольких организмов, характеризующаяся тем, что это действие превышает действие, оказываемое каждым компонентом в отдельности) эффекты, так как нас интересует предельное влияние реорганизации.

Синергетический эффект — превышение стоимости объединенных компаний после слияния и суммарной стоимости компаний до слияния или добавленная стоимость объединения ($2 + 2 = 5$).

При сокращении (дивестициях) может иметь место эффект обратного синергизма : $4 - 2 = 3$. Реализуемые активы могут представлять интерес для другой компании и в итоге она готова заплатить за них высокую цену.

Синергия может проявляться в двух направлениях: прямая и косвенная выгода.

Прямая выгода — увеличение чистых денежных потоков реорганизованных компаний.

Косвенная выгода (увеличение рыночной стоимости акций или изменение мультипликатора

P/E)

Прямая выгода — увеличение чистых активов денежных потоков, реорганизованных компаний.

Анализ включает три этапа:

- оценка стоимости предприятия на основе прогнозируемых денежных потоков до реорганизации;
- оценка стоимости объединенной компании на основе денежных потоков после реорганизации;
- расчет добавленной стоимости (все расчеты проводятся на основе модели дисконтированных денежных потоков).

Добавленная стоимость объединения формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергии.

Операционная синергия — экономия на операционных расходах за счет объединения служб маркетинга, учета, сбыта. Кроме того, объединение может привести к упрочению позиции фирмы на рынке, получению технологического «ноу-хау», торговой марки, что способствует не только снижению затрат, но и дифференциации выпускаемой продукции. Помимо экономии на затратах, дифференциации выпускаемой продукции, достигается экономия за счет эффекта масштаба (возможность выполнять больший объем работы на тех же производственных мощностях, что снижает в конечном итоге средние издержки на единицу выпускаемой продукции).

Управленческая синергия — экономия за счет создания новой системы управления. Объединение предприятий может осуществляться на основе горизонтальной и вертикальной интеграции, а также по пути создания конгломерата.

В любом случае целью объединения является создание более эффективной системы управления. Часто объектом для присоединения являются компании плохо управляемые, с нереализуемым потенциалом стоимости. В этом случае у предприятия есть два варианта развития: повышение качества управления без реорганизации или создание новой управленческой культуры на базе объединения. Первый вариант труднореализуем без смены управленческого персонала; второй как правило основан на упрочении управленческой культуры эффективно работающей компании.

Финансовая синергия — экономия за счет изменения источников финансирования, стоимости финансирования и прочих выгод. Сам факт объединения компаний может вызвать информационных эффект, в результате чего стоимость акций возрастает (при этом реальных экономических преобразований еще не осуществлялось).

Слияния (присоединения) могут усилить интерес к компании со стороны потенциальных инвесторов и обеспечить дополнительные источники финансирования. Повышение цены акции (даже фиктивное, в результате информационного эффекта) может повысить надежность компании в глазах кредиторов, что косвенно повлияет как на структуру, так и стоимость задолженности.

Данный вид синергии ведет не к приросту денежных потоков, а к снижению риска инвестирования с точки зрения внешних пользователей. Реорганизация (особенно преобразование) может привести также к налоговым преимуществам.

Процесс оценки эффективности реорганизации может оказаться легче оценки нового инвестиционного проекта, так как объединяются действующие предприятия.

Прогнозы объема продаж, издержек как правило бывают основаны на результатах прошлых лет —, следовательно, они более точные.

Косвенная выгода — акции объединенной компании могут стать более привлекательными для инвестора и их рыночная стоимость возрастет. Информационный эффект от слияния в сочетании с перечисленными видами синергии может вызвать повышение рыночной стоимости акций и мультипликатора P/E.