

**Хлопцов Д.М.**

# **Оценка бизнеса**

Материалы к лекциям

Томск - 2010

### Группы факторов, влияющих на стоимость объектов

Социальные факторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>плотность населения,</i></li> <li>• <i>национальные особенности,</i></li> <li>• <i>мода,</i></li> <li>• <i>рост, убыль населения - миграционные процессы,</i></li> <li>• <i>криминогенность района,</i></li> <li>• <i>возрастная структура,</i></li> <li>• <i>уровень образования,</i></li> <li>• <i>чувства собственности,</i></li> <li>• <i>соображения престижа</i></li> </ul>
Экономические факторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>уровень занятости,</i></li> <li>• <i>величина доходов,</i></li> <li>• <i>состояние экономики,</i></li> <li>• <i>уровень ставки банковского процента,</i></li> <li>• <i>платёжеспособность,</i></li> <li>• <i>наличие источников финансирования,</i></li> <li>• <i>развитие ипотеки,</i></li> <li>• <i>издержки, связанные с оформлением продаж,</i></li> <li>• <i>затраты на освоение участка и подключение инженерных коммуникаций,</i></li> <li>• <i>уровень налогообложения.</i></li> </ul>
Физические факторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>условия местности,</i></li> <li>• <i>условия хранения и транспортировки продукции,</i></li> <li>• <i>экологическая ситуация,</i></li> <li>• <i>возможность стихийных бедствий,</i></li> <li>• <i>форма, размер земельного участка,</i></li> <li>• <i>показатели местоположения,</i></li> <li>• <i>топография.</i></li> </ul>
Юридические факторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>законодательство ( в т.ч. налоговое),</i></li> <li>• <i>ограничения по использованию,</i></li> <li>• <i>разрешенный вариант использования земли,</i></li> <li>• <i>строительные нормы,</i></li> <li>• <i>сервитуты,</i></li> <li>• <i>функциональное зонирование.</i></li> </ul>
Политические факторы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>политическая ситуация в обществе,</i></li> <li>• <i>риски, связанные с выборными процессами в стране в целом и в ее регионах,</i></li> <li>• <i>финансовая поддержка государством,</i></li> <li>• <i>уровень законодательного обеспечения</i></li> </ul>

## Цели и задачи оценки активов бизнеса

Субъекты, потребители оценки	Задачи оценки
<b>Собственник</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• при продаже объекта (или предприятия целиком);</li> <li>• при анализе наилучшего, наиболее эффективного использования;</li> <li>• при переоценке и постановке на баланс предприятия</li> </ul>
<b>Покупатель</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• для определения того, является ли предлагаемая цена на приобретаемый объект обоснованной и привлекательной</li> </ul>
<b>Партнеры по бизнесу</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• при внесении в уставной капитал имущественного вклада;</li> <li>• при выделении или переуступке долей в предприятии;</li> <li>• при слияниях и поглощениях предприятий;</li> <li>• при установлении цены размещения эмитируемых акций</li> </ul>
<b>Банк</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• при залоге имущества для определения обоснованности гарантий по кредиту</li> </ul>
<b>Страховщик</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• при определении стоимости имущества, подлежащего страхованию;</li> <li>• при определении денежной величины ущерба от возможных стихийных бедствий (в т.ч. при ОСАГО)</li> </ul>
<b>Государство</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• при определении кадастровой стоимости земли в качестве налогооблагаемой базы;</li> <li>• при налогообложении имущества в случае наследования, дарения;</li> <li>• при определении компенсации собственнику (владельцу) за полное или частичное изъятие имущества;</li> <li>• при купле-продаже государственного, муниципального имущества, сдаче его в аренду, передаче в пользование;</li> <li>• при принятии градостроительных решений, санации отдельных районов</li> </ul>

## **ПЕРЕЧЕНЬ ДОКУМЕНТОВ ДЛЯ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (акций):**

- Балансы за последние 2-3 года с приложениями;
- Расшифровка статьи Основные фонды: Виды, характеристики, стоимость (ПВС и ОС), технические паспорта на недвижимость, движимое имущество (ПТС на транспорт);
- Расшифровка дебиторской и кредиторской задолженностей;
- Копии Уставных, учредительных документов;
- Отчет и решение о выпуске/ эмиссиях ценных бумаг;
- Выплата дивидендов за последние 2 года;
- Реестр акционеров на последнюю дату;
- Стоимость акций по реестру за последний год;
- Объемы реализации услуг в натуральном и денежном выражении за последние 2 года;
- Свидетельства о собственности на недвижимость;
- Документы, подтверждающие права на земельные участки;
- Историческая справка (резюме) о предприятии (осн.деятельность, филиалы, дата основания и т.п.);
- Данные о прочих активах предприятия (акции прочих фирм, нематериальные активы – лицензии, патенты и т.п.)
- Справка о структуре и размере уставного, собственного капитала
- Справка о численности сотрудников
- План развития предприятия (если имеется)
- Аудиторское заключение по итогам 20\_\_г.

## Типовое содержание отчета по оценке бизнеса

<b>1 ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ .....</b>	
1.1 ЗАДАНИЕ НА ОЦЕНКУ, ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ И ВЫВОДЫ .....	
1.2 СВЕДЕНИЯ О ЗАКАЗЧИКЕ ОЦЕНКИ .....	
1.3 СВЕДЕНИЯ ОБ ОЦЕНЩИКЕ .....	
1.4 ДОПУЩЕНИЯ И ОГРАНИЧЕНИЯ.....	
1.5 ЗАЯВЛЕНИЕ О СООТВЕТСТВИИ СТАНДАРТАМ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ.....	
1.6 ВИД ОЦЕНИВАЕМОЙ СТОИМОСТИ, ОСНОВНЫЕ ТЕРМИНЫ И ПОНЯТИЯ .....	
1.7 ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ И ОБЪЕМ ПРОЦЕССА ОЦЕНКИ .....	
1.8 ОБЗОР ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ НЕДВИЖИМОГО ИМУЩЕСТВА.....	
1.8.1 Затратный подход .....	
1.8.2 Сравнительный подход.....	
1.8.3 Доходный подход.....	
1.9 ОБЗОР ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ ДВИЖИМОГО ИМУЩЕСТВА .....	
1.9.1 Затратный подход .....	
1.9.2 Сравнительный подход.....	
1.9.3 Доходный подход.....	
1.10 МЕТОДОЛОГИЯ ОЦЕНКИ ДЕЙСТВУЮЩЕГО ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА) .....	
<b>2 АНАЛИЗ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ И ЕГО ОКРУЖЕНИЯ .....</b>	
2.1 ЭКОНОМИКО-ГЕОГРАФИЧЕСКАЯ СПРАВКА РЕГИОНА .....	
2.2 ОБЗОР РЫНКА КОММЕРЧЕСКОЙ НЕДВИЖИМОСТИ Г. ТОМСКА И ТОМСКОЙ ОБЛАСТИ.....	
2.3 МОНИТОРИНГ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ ТОМСКОЙ ОБЛАСТИ ЗА ПЕРИОД С ЯНВАРЯ ПО СЕНТЯБРЬ 2009Г. ....	
<b>3 ОПИСАНИЕ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ .....</b>	
3.1 КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ОЦЕНИВАЕМОГО ПРЕДПРИЯТИЯ .....	
3.1.1 Положение ОАО «ТО» в отрасли и приоритетные направления деятельности.....	
3.2 ХАРАКТЕРИСТИКА ИМУЩЕСТВА ОАО «ТО».....	
3.2.1 Описание недвижимого имущества ОАО «ТО» .....	
3.2.2 Описание движимого имущества ОАО «ТО» .....	
3.3 АНАЛИЗ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ОАО «ТО» .....	
3.3.1 Основные показатели деятельности ОАО «ТО». Анализ доходов и структуры затрат .....	
3.3.2 Абсолютные показатели оценки финансово-хозяйственной ОАО «ТО».....	
3.3.3 Анализ ликвидности и платежеспособности бухгалтерского баланса ОАО «ТО».....	
3.3.4 Диагностика банкротства предприятия по системе У. Бивера .....	
3.3.5 Анализ показателей финансовой устойчивости ОАО «ТО».....	
3.3.6 Оценка деловой активности и рентабельности ОАО «ТО».....	
<b>4 ОПИСАНИЕ ПРОЦЕССА ОЦЕНКИ ОБЪЕКТА.....</b>	

4.1	ПОСТАНОВКА ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ НА ОЦЕНКУ .....
<b>5</b>	<b>ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОБЪЕКТА И АНАЛИЗ РЕЗУЛЬТАТОВ .....</b>
5.1	ОБОСНОВАНИЕ ОТКАЗА ОТ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА .....
5.2	РАСЧЕТ СТОИМОСТИ ЗАТРАТНЫМ ПОДХОДОМ .....
5.2.1	<i>Оценка недвижимого имущества .....</i>
5.2.2	<i>Оценка движимого имущества .....</i>
5.2.3	<i>Оценка прочих внеоборотных и оборотных активов ОАО «ТО» .....</i>
5.2.4	<i>Оценка обязательств ОАО «ТО» .....</i>
5.2.5	<i>Расчет величины чистых активов ОАО «ТО» .....</i>
5.3	РАСЧЕТ СТОИМОСТИ ДОХОДНЫМ ПОДХОДОМ .....
5.4	СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ И ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИТОГОВОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА .....
	<b>ПРИЛОЖЕНИЕ № 1. СВЕДЕНИЯ О ФИРМЕ И КВАЛИФИКАЦИИ СОТРУДНИКОВ.....</b>
	<b>ПРИЛОЖЕНИЕ № 2. РАСЧЕТЫ ПО ОПРЕДЕЛЕНИЮ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ</b>
	<b>ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ.....</b>
	<b>ПРИЛОЖЕНИЕ № 3. ТАБЛИЦЫ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА ОАО «ТО».....</b>
	<b>ПРИЛОЖЕНИЕ № 4. ФОТОГРАФИИ ИМУЩЕСТВА ОЦЕНИВАЕМОГО ОБЪЕКТА .....</b>
	<b>ПРИЛОЖЕНИЕ № 5. ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ ДЛЯ ОЦЕНКИ .....</b>

➤ Оценка должна быть проведена, а отчет составлен в соответствии с Федеральным законом «Об оценочной деятельности в РФ» от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ, Федеральными стандартами оценки (ФСО №1, ФСО №2, ФСО №3), утвержденными приказами Минэкономразвития России от 20.07.2007г. №№254, 255, 256, а также Стандартами саморегулируемой организации оценщиков (СРО О)

### **Вид оцениваемой стоимости, основные термины и понятия**

В отчетах в соответствии с условиями заключенного с Заказчиком договора и Федеральным стандартом оценки ФСО №2, утвержденным приказом Минэкономразвития России от 20.07.2007г. № 255 обычно определению подлежит **рыночная стоимость**.

**Рыночная стоимость объекта оценки** - это наиболее вероятная цена, за которую 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. Это определение подразумевает, что совершение продажи на определенную дату и передача юридических прав (титула) от продавца к покупателю происходит при соблюдении следующих условий:

- ✓ 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.

**Ликвидационная стоимость объекта оценки** – стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

**Специализированная недвижимость** - недвижимость, которая в силу своего специального характера редко, если вообще когда-либо, продается на открытом рынке для продолжения ее существующего использования одним владельцем, кроме случаев, когда она реализуется как часть использующего ее бизнеса. Специальный характер недвижимости может быть обусловлен ее конструктивными особенностями, специализацией, размером или местоположением или сочетанием этих факторов.

**Неспециализированная недвижимость** - недвижимость, на которую существует спрос, и которая обычно покупается, продается или арендуется на открытом рынке для того, чтобы использовать ее для существующих или аналогичных целей, или в качестве инвестиции, или для развития и освоения

### **Основная терминология, используемая в затратном подходе**

**Стоимость воспроизводства** - затраты на строительство (включая прибыль предпринимателя), в ценах на дату оценки точной копии объекта оценки из таких же материалов, с соблюдением таких же стандартов, по такому же проекту, с применением тех же технологий, как и для объекта оценки.

**Стоимость замещения** - затраты на строительство (включая прибыль предпринимателя) объекта с полезностью, равной полезности объекта оценки, с применением современных материалов, современных стандартов, проектов и технологий.

**Физический износ** - уменьшение стоимости воспроизводства или замещения, связанное с утратой строительными элементами здания или сооружения эксплуатационных характеристик в результате естественного старения, неправильной эксплуатации, воздействия.

**Накопленный износ** - уменьшение стоимости воспроизводства или стоимости замещения зданий и сооружений, которое может иметь место в результате их физического, функционального и внешнего (экономического) износа.

**Неустраняемый (неисправимый) износ** - износ, для которого затраты на устранение причин, его вызывающих, больше, чем добавляемая в результате устранения стоимость недвижимости

**Устранимый (исправимый) износ** - износ, для которого затраты на устранение причин, его вызывающих, меньше, чем добавляемая в результате устранения этих причин стоимость недвижимости.

**Общая физическая жизнь строительного элемента** (здания, сооружения): нормативный либо прогнозируемый оценщиком срок службы строительного элемента (здания, сооружения).

**Остаточная экономическая жизнь** - период времени, в течение которого улучшения, по ожиданиям, будут продолжать вносить вклад в стоимость недвижимости.

**Внешний (экономический) износ** - уменьшение стоимости объекта недвижимости в результате негативного воздействия внешних по отношению к нему факторов (рыночных, финансовых, законодательных, физических и других).

**Фактический возраст** - время от сдачи объекта в эксплуатацию до даты оценки, устанавливаемое по техническому паспорту объекта, свидетельству о его регистрации, акту приемки объекта в эксплуатацию, либо другим источникам.

### **Основная терминология, используемая в сравнительном подходе**

**Единица сравнения** - удельный показатель цены объекта недвижимости.

### **Основная терминология, используемая в доходном подходе**

**Реконструированный (нормализованный) отчет о доходах** - специальная форма финансового отчета, применяемая для прогнозирования будущих доходов при оценке рыночной стоимости недвижимости.

**Метод дисконтированных денежных потоков** - метод капитализации, при котором будущие денежные потоки, ассоциируемые с объектом оценки, выражаются в терминах настоящей (текущей) стоимости путем применения процедуры дисконтирования.

**Дисконтирование** - математическая процедура, применяемая для пересчета сумм, предполагаемых к получению в определенные будущие моменты времени, в их настоящую (текущую) стоимость на дату оценки с применением ставок дисконтирования (коэффициентов дисконтирования).

**Ставка дисконтирования** - предполагаемая ставка процента, которая по ожиданиям будет соответствовать альтернативной стоимости капитала (риску инвестиций) в течение периода дисконтирования.

**Метод прямой капитализации** - метод капитализации, при котором будущие денежные потоки, ассоциируемые с объектом оценки, выражаются в терминах настоящей (текущей) стоимости путем применения коэффициента капитализации.



**Коэффициент капитализации** - отношение чистого операционного дохода, приходящегося на конкретное право на объект недвижимости, к рыночной стоимости данного права на объект недвижимости.

**Реверсия** - возврат капитала в конце прогнозного периода. Определяется как цена продажи недвижимости в конце прогнозируемого периода владения или рыночная стоимость недвижимости на момент окончания периода прогнозирования.

**Акция** - ценная бумага, удостоверяющая право их владельца на долю в собственных средствах акционерного общества, на получение дохода от его деятельности и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

Акции закрытого и открытого акционерных обществ различаются способностью свободно обращаться и способу первичного размещения среди инвесторов при ее выпуске (открытая и закрытая подписка).

В зависимости от объема прав выделяют акции обыкновенные и привилегированные. Их сравнительная характеристика приведена в таблице:

<i>Критерии сравнения</i>	<i>Обыкновенные акции</i>	<i>Привилегированные акции</i>
<i>Содержание ценной бумаги</i>	<i>Титул собственности, негасимая и неделимая ценная бумага</i>	<i>Титул собственности, негасимая и неделимая ценная бумага. Доля в общем объеме уставного капитала АО не должна превышать 25%.</i>
<i>Эмитент</i>	<i>Акционерные общества</i>	<i>Акционерные общества (за исключением инвестиционных фондов)</i>
<i>Право голоса</i>	<i>Дают право голоса</i>	<i>Не дают право голоса, если иное не предусмотрено в уставе АО</i>
<i>Право дивиденда</i>	<i>Право дивиденда нефиксированного заранее размера (после выплаты дивидендов по привилегированным акциям)</i>	<i>Право дивиденда фиксированного размера (до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям)</i>
<i>Право на имущество после ликвидации</i>	<i>После удовлетворения требований всех кредиторов и держателей привилегированных акций</i>	<i>После удовлетворения требований всех кредиторов, включая держателей облигаций</i>
<i>Право на участие в управляющих органах общества</i>	<i>Обеспечивается</i>	<i>Обеспечивается при нарушении прав привилегированного акционера</i>
<i>Право получения информации об АО</i>	<i>Обеспечивается</i>	<i>Обеспечивается</i>

Существуют разновидности обыкновенных и привилегированных акций.

**Пакет акций** - совокупность акций одного эмитента, принадлежащая физическому или юридическому лицу. Пакет акций может состоять из различных видов и типов акции, быть контрольным и неконтрольным.

Под **контрольным пакетом** подразумевается владение такой доли акций предприятия, дающих владельцу право полного контроля над компанией. Миноритарный (неконтрольный) пакет определяет владение меньшей долей акций компании.

Одной из важных переменных, влияющих на оценочную стоимость пакета акций является **степень контроля**. Степень контроля влияет на итоговую стоимость оцениваемой доли. Поэтому очень важным является определение стоимости контроля. Стоимость контроля контрольного пакета всегда выше стоимости контроля

миноритарного пакета. Стоимость контроля зависит от возможности осуществлять любое право или весь набор прав, обычно связанных с контролем над предприятием. Список некоторых из наиболее общих прерогатив контроля:

- Избирать директоров и назначать менеджеров.
- Определять вознаграждение и привилегии менеджеров.
- Принимать политику и вносить изменения в направления работы предприятия.
- Приобретать или ликвидировать (продавать) активы. - Отбирать людей, с которыми должен вестись бизнес и будут заключаться контракты.
- Принимать решения о поглощении и слиянии с другими предприятиями.
- Ликвидировать, расформировывать, распродавать или рскапитализировать компанию.
- Продавать или приобретать собственные акции компании,
- Объявлять и выплачивать дивиденды.
- Вносить изменения в уставные документы или правила внутреннего распорядка.

Исходя из вышеприведенного списка, видно, что лицо владеющее контрольным пакетом в предприятии, обладает некоторыми очень ценными правами, отсутствующими у акционера, не находящегося в подобном положении.

Но необходимо иметь ввиду, что на практике, очень часто начинают действовать факторы, ограничивающие нрава владельцев контрольных пакетов и снижающие, тем самым, стоимость контроля:

✓ *Режим голосования.* В мировой практике используются кумулятивные и некумулятивные системы голосования при выборе Совета директоров. *Некумулятивная система:* 1 голос 1 акция за одного директора. 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, сконцентрировав свои голоса на одной кандидатуре, провести своего представителя в Совет директоров. Эта система голосования выгоднее держателям миноритарных пакетов.

✓ *Контрактные ограничения.* Если долговые обязательства компании существенны, то это может ограничить выплаты дивидендов и т.д. В этом случае часть стоимости премии за контроль теряется.

✓ *Финансовые условия бизнеса.* Если финансовое положение компании неустойчивое, то многие права, связанные с контролем (например, на покупку активов), становятся труднореализуемыми.

✓ *Эффект распределения собственности.* Например, все акции распределены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными крупными пакетами, у третьего же пакет акций небольшой. По именно он может получить премию за свой пакет, т.к. при голосовании именно его акции могут перевесить чашу весов в ч у или иную сторону.

✓ *Эффект регулирования.* Государственное регулирование порой ограничивает реализацию прерогатив контроля.

✓ *Право голоса.* Стоимость права голоса зависит как от размера пакета, так и от распределения собственности. Ели речь идет о контрольном пакете или о голосах, склоняющих чашу весов, - в этом случае стоимость права голоса будет немалой.

✓ Если отсутствует какой-либо элемент контроля, то стоимость контрольного пакета должна будет уменьшиться.

## **Основные этапы и объем процесса оценки**

В соответствии с определенной целью, особенностями оцениваемого объекта и сложившейся экономической ситуацией на рынке определяется процесс оценки. Процесс оценки включает исследования и анализ, необходимые для заключения выводов об искомой стоимости и состоял из следующих этапов: сбор данных, обработка полученной информации, заключение и представление выводов и итогов работы.

Процедура оценки включала осмотр оцениваемого объекта, интервью с экспертами и собственниками, исследование рынка продаж и аренды аналогичных объектов и их сравнительный анализ, анализ доходов и расходов при ведении бизнеса на сегментах рынка недвижимости, рассмотрение альтернативных вариантов использования и определение наиболее эффективного.

### **Объем исследования**

Для оценки рыночной стоимости рассматриваемого объекта предпринимаются следующие шаги:

#### **Заключение договора, получение документов**

#### **Сбор общих данных и их анализ**

#### **Сбор специальных данных и их анализ**

#### **Анализ наилучшего и наиболее эффективного использования объекта**

#### **Применение подходов и методов оценки**

***Затратный подход.*** Суть затратного подхода состоит в поэлементной оценке активов и обязательств оцениваемого предприятия. При этом оценщик сначала оценивает рыночную стоимость каждого актива организации. Переоценку активов по рынку необходимо проводить ввиду того, что их рыночная стоимость будет увеличиваться в силу действия инфляции, изменения конъюнктуры рынка и других факторов. Затем определяется рыночная стоимость обязательств компании. Рыночная стоимость чистых активов предприятия будет равна разнице между рыночной стоимостью его активов и рыночной стоимостью обязательств.

Таким образом, использование метода чистых активов позволяет учесть в процессе расчета рыночной стоимости оценки бизнеса, как общие моменты, так и специфические особенности каждого предприятия.

***Сравнительный подход.*** Данный подход основан на предположении, что стоимость объекта определяется величиной, за которую может быть приобретен объект аналогичной полезности на рынке. Расчет производится в следующей последовательности:

1. исследование рынка, сбор информации о сделках и предложении аналогичных объектов;
2. выявление единицы сравнения;
3. выбор ограниченного числа значимых параметров сравнения;
4. внесение корректировок с учетом различий между оцениваемым и сопоставимыми объектами;
5. согласование результатов и определение искомой стоимости.

**Доходный подход.** Данный подход основывается на предположении, что стоимость объекта определяется чистой текущей стоимостью будущих денежных потоков при соответствующей ставке капитализации. Для определения искомой стоимости определяется величина и структура дохода, сроки и риск его получения. Расчет производится в следующей последовательности:

1. Прогнозирование потенциального валового дохода;
2. Определение потерь, расчет прочих доходов. Определение действительного валового дохода;
3. Определение операционных расходов;
4. Определение чистого операционного дохода;
5. Выбор метода капитализации;
6. Определение ставки дисконта или общей ставки капитализации;
7. Определение чистой текущей стоимости будущих денежных потоков.

**Согласование результатов оценки и подготовка отчета об установленной стоимости**

На этом этапе сводятся вместе результаты, полученные на предыдущих этапах, и выводы изложены в виде письменного отчета. Согласование проводится с учетом особенностей оцениваемого объекта, локального рынка недвижимости, преимуществ и недостатков использованных подходов оценки и достоверности используемой информации по каждому подходу.

## Обзор подходов к оценке недвижимого имущества

### *Затратный подход*

Затратный подход включает следующие этапы:

- определение стоимости участка земли;
- определение стоимости воспроизводства или стоимости замещения зданий и сооружений;
- определение величины накопленного износа зданий и сооружений;
- определение рыночной стоимости недвижимости затратным подходом, как суммы стоимости участка земли и стоимости воспроизводства или стоимости замещения зданий и сооружений за вычетом стоимости накопленного износа.

#### **Определение стоимости воспроизводства (замещения)**

Стоимость воспроизводства или замещения при оценке недвижимости рассчитывается как сумма прямых затрат, косвенных затрат и прибыли предпринимателя.

К **прямым затратам** относятся затраты, непосредственно связанные со строительством объекта, включая прибыль и накладные расходы подрядчика. Расчет прямых затрат производится:

- на основании данных специализированных нормативных баз и справочников для оценки;
- на основании нормативных баз по ценообразованию в строительстве;
- на основании нормативных баз, применяемых для определения стоимости воспроизводства основных фондов;
- на основании данных о стоимости строительных контрактов на возведение аналогичных объектов в аналогичных рыночных условиях.

К **косвенным затратам** относят затраты, сопутствующие возведению здания или сооружения (включая стоимость финансирования, то есть издержки привлечения финансовых ресурсов), но не включаемые в стоимость строительно-монтажных работ.

**Прибыль предпринимателя** определяется на основе сложившейся рыночной нормы, стимулирующей предпринимателя на инвестирование строительного проекта.

#### **Определение величины накопленного износа**

Для определения величины накопленного износа применяются следующие методы:

- метод сравнения продаж;
- метод экономической жизни;
- модифицированный метод экономической жизни;

При применении **метода сравнения продаж** величина накопленного износа определяется как разница между стоимостью воспроизводства (замещения) улучшений и их рыночной стоимостью на дату оценки. Данный метод применяется при наличии достоверной рыночной информации о ценах продаж и показателях стоимости участков земли для аналогичных объектов.

При применении **метода экономической жизни** накопленный износ определяется как доля стоимости воспроизводства (замещения), определяемая отношением эффективного возраста к общей экономической жизни. Данный метод целесообразно применять при отсутствии или невозможности получения данных, необходимых для расчета отдельных составляющих накопленного износа или износа отдельных конструктивных элементов

**Модифицированный метод экономической жизни** определяет накопленный износ как долю стоимости воспроизводства (замещения) с учетом исправимого (устраняемого) физического износа, определяемую отношением эффективного возраста к общей экономической жизни. Данный метод целесообразно применять при наличии

возможности определения величин стоимости и исправимого (устранимого) физического износа для отдельных конструктивных элементов зданий и сооружений.

**Износ** относится к **исправимому** (устранимому), если затраты на его устранение меньше, чем добавляемая при этом стоимость.

**Неисправимый** (неустранимый) **физический износ** соответствует состояниям строительных конструкций, устранение которых в настоящее время практически невозможно или экономически нецелесообразно.

Величина устранимого функционального износа соответствует потере стоимости в результате несоответствия проекта, материалов, строительных стандартов, качества дизайна современным требованиям рынка к этим позициям. Аналогично устранимому физическому износу, устранимый функциональный износ измеряется стоимостью его устранения

Устранимый функциональный износ вызывается:

- недостатками, требующими добавления элементов;
- недостатками, требующими замены или модернизации элементов;
- «сверхулучшениями».

Неустранимый функциональный износ вызывается:

- недостатками за счет позиций, не включенных в стоимость нового, но которые должны быть;
- недостатками за счет позиций, включенных в стоимость нового, но которых быть не должно;
- «сверхулучшениями».

Последовательность расчета величины неустранимого функционального износа за счет «сверхулучшений» определяется в зависимости от вида стоимости, который принят за основу.

В случае применения стоимости воспроизводства неустранимый функциональный износ за счет «сверхулучшений» измеряется как стоимость воспроизводства элементов «сверхулучшения», минус их физический износ, плюс настоящая стоимость издержек владельца, связанных с наличием «сверхулучшений», минус любая добавленная стоимость. При этом к издержкам владельца относят дополнительные налоги, страховки, расходы по обслуживанию, коммунальные платежи, а к добавленной стоимости относят увеличенную арендную плату и т.д. - связанные с наличием «сверхулучшения».

Величина внешнего (экономического) износа определяется уменьшением полезности здания в результате изменения внешних факторов, определяющих экономическое месторасположение объекта - положения по отношению к основным транспортным, коммунальным, коммерческим и другим сооружениям, локального изменения рыночных условий, локального изменения финансовых и законодательных условий и т.д. В соответствии с сущностью понятия износа, как потери стоимости, внешний износ для объекта недвижимости возникает и может быть измерен только в результате сопоставления объекта оценки с аналогом на этом же рынке, не испытывающем воздействия внешнего износа. Соответственно, воздействия, влияющие на весь рынок (динамика ценовых колебаний, структура цен на различных сегментах, инфляция, общие нормативно-законодательные воздействия и т.д.) не являются источником внешнего износа.

Для определения величины внешнего износа применяются два метода:

- метод капитализации потери дохода, относящегося к внешнему воздействию;
- метод сравнения продаж подобных объектов при наличии и без внешних воздействий.

Использование метода капитализации потери дохода предполагает определение потерь дохода объекта недвижимости в целом за счет внешних воздействий. Затем доля потерь, приходящаяся на здание, капитализируется с применением коэффициента капитализации для зданий. Корректность применения элементов метода разбивки, ис-

пользующих капитализированные потери дохода, может быть обоснована только при наличии достоверной рыночной информации о ценовой реакции конкретного сегмента рынка на наличие или отсутствие позиций, определенных оценщиком в качестве источников соответствующего вида износа.

### ***Сравнительный подход***

Сравнительный подход представляет собой процедуру сопоставления фактически имевших место продаж аналогичных объектов на рынке недвижимости. Этот подход к оценке базируется на принципе замещения, согласно которому при наличии нескольких товаров или услуг с относительно равной потребительской стоимостью (полезностью), наиболее распространенным и пользующимся наибольшим спросом станет товар с наименьшей ценой.

Для объектов данного типа характерна ориентация покупателя на величину общей площади помещений, местоположение, качество строения и отделки, поэтому в качестве единицы сравнения выбран один квадратный метр общей площади.

Учитывая влияние основных ценообразующих параметров, в качестве объектов сравнения выбираются объекты аналогичного назначения с местоположением и технико-экономическими характеристиками, близкими к характеристикам оцениваемого объекта. При расчете используются относительные корректировки и мультипликативный метод внесения корректировок.

При сравнительном анализе стоимости объекта оценки с ценами аналогов Оценщик использует, как правило, данные по ценам предложений (публичных ofert) аналогичных объектов, взятых из открытых источников (печатных изданий, официальных интернет-сайтов и т.п.). Такой подход, по мнению Оценщика, оправдан с той точки зрения, что потенциальный покупатель прежде, чем принять решение о покупке объекта недвижимости проанализирует текущее рыночное предложение и придет к заключению о возможной цене предлагаемого объекта, учитывая все его достоинства и недостатки относительно объектов сравнения.

В ходе анализа к ценам аналогов применяются корректировки на различия, существующие между аналогами и объектом оценки. Отрицательная корректировка вносится в случае, если по данному показателю аналог превосходит объект оценки, а положительная - если по данному показателю аналог ему уступает.

В зависимости от выбранного параметра сравнения используются относительные и абсолютные корректировки и мультипликативный метод внесения корректировок.

### ***Доходный подход***

Подход к оценке объекта недвижимости с точки зрения его доходности представляет собой процедуру оценки стоимости, использующую предположение, что рыночная стоимость недвижимости непосредственно связана с текущей стоимостью всех будущих чистых доходов, которые принесет данная недвижимость. Другими словами, предполагается, что инвестор приобретает приносящую доход недвижимость на сегодняшние деньги в обмен на право получать в будущем доход от коммерческой эксплуатации недвижимости (например, сдавая ее в аренду) и от последующей продажи.

Измерение всех будущих доходов может быть осуществлено либо посредством метода прямой капитализации, либо посредством анализа дисконтированного потока наличности. В зависимости от конкретных обстоятельств, зависящих от характера объекта недвижимости, могут быть применены либо один из этих методов, либо оба для того, чтобы оценить рыночную стоимость объекта с точки зрения доходов, получаемых от его эксплуатации.

## Обзор подходов к оценке движимого имущества

Оценка рабочих машин, оборудования, транспорта и прочего имущества может производиться с использованием всех основных подходов оценки (затратный, сравнительный, доходный), которые основаны на тех же принципах, что и при оценке недвижимости.

В соответствии с определенной целью, особенностями оцениваемых объектов и сложившейся экономической ситуацией на рынке оборудования и иного имущества был определен процесс оценки. Процесс оценки включал исследования и анализ, необходимые для заключения выводов об искомой стоимости и состоял из следующих этапов: сбор данных, обработка полученной информации, заключение и представление выводов и итогов работы.

Процедура оценки включала осмотр оцениваемых объектов, интервью с экспертами и собственниками, исследование рынка продаж и аренды аналогичных объектов и их сравнительный анализ, рассмотрение альтернативных вариантов использования.

Следующие разделы содержат основы применения подходов при оценке машин и оборудования.

### *Затратный подход*

Затратный подход основан на принципе замещения, состоящем в том, что покупатель не будет платить за объект собственности больше той суммы, которая требуется, чтобы заменить его другим объектом, аналогичным по своим полезным характеристикам.

При затратном подходе оценивается стоимость полного воспроизводства или стоимость полного замещения оцениваемого объекта за вычетом сумм накопленного износа.

Полная стоимость замещения – это текущая стоимость объекта, имеющего эквивалентную полезность с объектом оценки, но произведенного из новых материалов и в соответствии с современными стандартами и дизайном.

Полная стоимость воспроизводства это стоимость в текущих ценах точной копии оцениваемого объекта с использованием точно таких же материалов, дизайна и с тем же количеством работ (которые воплощают в себе недостатки, «несоответствия» и устаревание), что и у объекта оценки.

Другими словами, замещение предусматривает замену сооружения подходящим объектом, тогда как воспроизводство – точной копией.

Общая модель затратного подхода при оценке оборудования выглядит следующим образом:

$$PC = (ПВС + ДЗ) \times (1 - I_{\text{Физ}})(1 - I_{\text{Фун}})(1 - I_{\text{Э}}), \text{ где:} \quad (1)$$

PC – рыночная стоимость оборудования;

ПВС – полная восстановительная стоимость оборудования;

$I_{\text{Физ}}$  – физический износ;

$I_{\text{Фун}}$  – функциональный износ;

$I_{\text{Э}}$  – экономический (внешний) износ.

ДЗ – дополнительные затраты, такие как устройство фундаментов под оборудованием, монтаж, наладка и т.д. (при оценке неустановленного оборудования в состав дополнительных затрат не входят затраты на монтаж, пусконаладочные работы, шефмонтаж, общеплощадочные работы).

Для определения восстановительной стоимости оборудования могут быть использованы методы прямого пересчета (прямой и косвенный) и индексный метод.



При расчетах по методу прямого пересчета оценщик собирает информацию о текущих ценах на продукцию производителей аналогичного имущества. Данный метод применим к стандартным машинам и оборудованию (например, типовой станок определенной модели).

В случае оценки стоимости специальных и специализированных машин и оборудования используются следующие методики:

- поэтапный расчет затрат, который заключается в суммировании стоимостей отдельных элементов объекта оценки, затрат на их приобретение, транспортировку и сборку частей с учетом прибыли;
- метод анализа и индексации имеющихся калькуляций, который заключается в определении стоимости путем индексирования статей затрат, входящих в калькуляцию по экономическим элементам (затрат на материалы, комплектующие изделия, зарплату рабочих, косвенных расходов), приводя тем самым к современному уровню цен

Косвенные методы определения затрат предполагают использование мультипликатора, данных по мощности и индексного метода. Индексный метод заключается в измерении колебаний цены объекта во времени. Основная формула при этом выглядит следующим образом:

$$\text{Стоимость воспроизводства (замещения) объекта} = \text{Первоначальная стоимость} \times \text{Индекс изменения цен}$$

### Физический износ

Основным фактором при исчислении износа является физическое состояние техники, которое выражается в ее обветшании. Обветшание определяется как ухудшение физического состояния техники под воздействием различных факторов. Обветшание характеризует физический износ техники.

Физический износ машин и оборудования может быть установлен в соответствии с бухгалтерскими нормативами, однако чаще определяется косвенным методом по следующей классификации:

Физический износ, %	Оценка технического состояния	Общая характеристика технического состояния
0 - 5	Новое	Новое, установленное, но еще не эксплуатировавшееся оборудование в отличном состоянии.
10 - 15	Очень хорошее	Бывшее в эксплуатации оборудование, полностью отремонтированное или реконструированное, в отличном состоянии.
20 - 35	Хорошее	Бывшее в эксплуатации оборудование, полностью отремонтированное или реконструированное, в хорошем состоянии.
40 - 60	Удовлетворительное	Бывшее в эксплуатации оборудование, требующее некоторого ремонта или замены отдельных мелких частей, таких, как подшипники, вкладыши и т.п.
65 - 80	Условно пригодное	Бывшее в эксплуатации оборудование в состоянии, пригодном для дальнейшей эксплуатации, но требующее значительного ремонта или замены главных частей, таких, как двигатель и других ответственных узлов.
85 - 90	Неудовлетворительное	Бывшее в эксплуатации оборудование, требующее капитального ремонта, такого, как замена рабочих органов основного агрегата.
95 - 100	Негодное к применению или лом	Оборудование, в отношении которого нет разумных перспектив на продажу, кроме как по стоимости основных материалов, которые можно из него извлечь (скраповая стоимость).

В тех случаях, когда у Оценщика имелось достаточное количество необходимой для оценки информации (данные инженерных служб заказчика, данные инженерных

служб производителей и поставщиков аналогичного и идентичного оцениваемому оборудованию и пр.), оценка физического износа рассчитывалась с применением метода сроков жизни, где расчет ведется по модернизированной формуле<sup>1</sup>:

$$И = 1 - e^{\left(-1,6 \times \frac{T_{хр}}{T_{эк}}\right)}, \quad (2)$$

где Тхр – хронологический возраст;

Тэк – срок экономической жизни (нормативный срок службы оборудования).

Данная формула представляет собой уравнение регрессии в безразмерных координатах, выведенная на основании данных проводимого регрессионного анализа по различным группам оборудования, где анализировались зависимость стоимостей (удельной стоимости ценообразующего параметра) от хронологического возраста оборудования.

### Функциональный износ

*Функциональный износ (или функциональное устаревание)* – это потеря стоимости актива, вызванная факторами, присущими самой собственности, изменениями в дизайне, материалах, технологиях изготовления, недостатками функциональной полезности, повышенными эксплуатационными расходами и т.д. Существуют два типа устаревания техники: технологическое и функциональное. Эти типы устаревания обусловлены развитием различных сфер научно-технического прогресса.

*Технологическое устаревание* связано с научно-техническим прогрессом в сфере технологии, дизайна и конструкционных материалов, используемых для производства техники. Технологическое устаревание проявляется в первую очередь в дизайне, размерах и весе техники.

*Функциональное устаревание* определяется различиями в производительности и других характеристиках мощности между современной и оцениваемой техникой. Иногда функциональное устаревание связано с использованием техники не по прямому назначению, т.е. нарушается принцип наилучшего и наиболее эффективного ее использования.

При расчете функционального устаревания оценщиком может быть использована, в частности, модель зависимости стоимости оборудования от величины основного параметра:

$$C_o = C_a \times \left(\frac{F_o}{F_a}\right)^n, \text{ где:} \quad (3)$$

C<sub>o</sub> - стоимость объекта;

C<sub>a</sub> - стоимость аналога;

F<sub>a</sub> - величина основного параметра аналога;

F<sub>o</sub> - величина основного параметра объекта;

n - коэффициент торможения цены, отражающий зависимость между изменением величины основного параметра и стоимостью объекта.

Другим вариантом расчета функционального износа является использование соотношения нормативных сроков эксплуатации и завершения выпуска оборудования:

Соотношение:	Менее 0,5	0,5 - 1	1 - 2	Более 2
К фи	0,6209	0,7513	0,9091	1

<sup>1</sup> По материалам семинара «Основные аспекты партнерских отношений банков и оценщиков при оценке залогов», проводимого ИПО 8-9 декабря 2006г. (г. Москва)

$$\text{Соотношение} = T_n / T_f, \text{ где:} \quad (4)$$

$T_n$  – нормативный срок эксплуатации оборудования;  
 $T_f$  – срок, прошедший с момента окончания выпуска оборудования;  
 $K_{\phi}$  – коэффициент функционального износа.

#### **Экономический (внешний) износ**

*Экономический износ (устаревание, обесценивание)* есть потеря стоимости, обусловленная влиянием внешних факторов. Экономический износ может быть вызван целым рядом причин, таких как общеэкономические и внутриотраслевые изменения, в том числе, сокращение спроса на определенный вид продукции, сокращение предложений или ухудшение качества сырья, рабочей силы, вспомогательных систем, сооружений и коммуникаций, а также правовые изменения, относящиеся к законодательным и нормативным актам различного уровня.

Влияние внешних факторов обычно проявляется в недозагрузке имеющихся производственных мощностей.

Далее, необходимо определить величину накопленного износа. Традиционно, для этого применяется следующая формула:

$$I_H = (1 - I_{\phi}) \times (1 - I_{\phi\text{ун}}) \times (1 - I_{\text{э}}). \quad (5)$$

Однако существует и особое мнение по этому вопросу. Некоторые эксперты считают, что в данной формуле базой для определения величины функционального износа в долях единицы будет являться восстановительная стоимость, скорректированная на физический износ. Соответственно, базой для определения величины внешнего износа в долях единицы будет являться восстановительная стоимость, скорректированная уже на физический и функциональный виды износа. Установление подобной зависимости между различными видами износа не представляется достаточно корректным. Подробное исследование данного вопроса проведено Ю.С.Зайцевым в статье «Особое мнение об одном распространенном способе расчета износа материальных объектов». По мнению автора данной статьи, более обоснованной является следующая формула:

$$I_H = I_{\phi} + I_{\phi\text{ун}} + I_{\text{вн}}, \quad (6)$$

где  $I_H$  – накопленный износ;

$I_{\phi}$  – физический износ, в стоимостном выражении;

$I_{\phi\text{ун}}$  – функциональный износ, в стоимостном выражении;

$I_{\text{вн}}$  – внешний износ, в стоимостном выражении.

#### **Сравнительный подход**

В рамках сравнительного подхода используется метод рыночных сравнений, основанный на принципе замещения. Другими словами, метод имеет в своей основе предположение, что благоразумный покупатель за объект оценки заплатит сумму не большую той, за которую можно приобрести аналогичный по качеству и пригодности объект.

Данный метод заключается в анализе рынка предложений и продаж, сборе ценовой информации, определении степени ее достоверности и легитимности, выявлении аналогов и определении их сходства с объектом оценки и, наконец, определении на этой основе рыночной стоимости или стоимости замещения рассматриваемого объекта.

Сравнительный подход к оценке стоимости включает следующие этапы:

➤ изучение рынка и составление списка (предложений на продажу) объектов, которые наиболее сопоставимы с оцениваемым объектом;

- корректировка цен предложений и сделок купли-продажи с учетом различия в характеристиках сравниваемых объектов;
- учет дополнительных затрат на транспортировку, монтаж, пусконаладочные работы и пр.

### *Доходный подход*

Доходный подход основан на определении текущей стоимости объектов как совокупности будущих доходов от их использования. Основная предпосылка доходного подхода заключается в том, что экономическая ценность какого-либо объекта в настоящем обусловлена возможностью получать с помощью этого объекта доходы в будущем. Таким образом, оценка стоимости машин и оборудования на основе доходного подхода – это определение ценности потенциальных доходов, ожидаемых от владения и распоряжения ими.

Выгода от владения собственностью включает право получать все доходы в период владения, а также доход от продажи после окончания срока владения. Чтобы применить доходный подход, необходимо спрогнозировать будущие доходы за несколько лет эксплуатации объекта.

К оценке отдельных машин и оборудования применить доходный подход невозможно, т.к. доход создается всем предприятием, всеми его активами, к которым относятся не только машины и оборудование, но также и здания, сооружения, оборотные фонды, нематериальные активы. Исключение составляют объекты, которые сами непосредственно могут приносить доход (копировальная техника, грузовые автомобили, мини-заводы, мини-типографии, летательные аппараты, морские и речные суда и т.д.).

При оценке машин и оборудования методы доходного подхода предполагают поэтапное решение задачи. Сначала рассчитывается чистый доход от функционирования производственной системы (это может быть либо все предприятие, либо цех, либо участок). Затем методом остатка вычленяется часть дохода, которую можно отнести к оцениваемому оборудованию всей системы. Далее с помощью метода дисконтирования доходов или метода капитализации определяется стоимость оцениваемого оборудования. Если нужно определить стоимость какой-либо единицы оборудования или машины, то ее рассчитывают с помощью долевого коэффициента от балансовой стоимости всего оборудования.

Таким образом, доходный подход при оценке машин и оборудования включает в себя следующие этапы:

- расчет операционного дохода от функционирования производственной системы в целом;
- определение методом остатка части дохода, которую можно отнести к технологическому оборудованию этой системы.
- расчет стоимости машин и оборудования по доходному подходу методом прямой капитализации дохода либо методом дисконтирования денежных потоков.

## Методология оценки действующего предприятия (бизнеса)

Оценка стоимости действующего предприятия предполагает использование трех подходов к оценке бизнеса:

- доходного подхода;
- затратного подхода;
- рыночного подхода.

**Доходный подход** является базовым в оценке рыночной стоимости действующего предприятия. Он основан на том, что стоимость бизнеса равна текущей стоимости денежных потоков, то есть доходный подход ориентирован на получение дохода от финансово-хозяйственной деятельности организации в будущем. Для оценки действующего предприятия на основе показателя дохода и наличного денежного потока используют обычно два метода: метод дисконтированных денежных потоков и метод капитализации.

Метод капитализации базируется на приведении потока будущих доходов в единую сумму текущей стоимости. Применяется: когда ожидается, что будущие чистые доходы предприятия (денежные потоки) будут оставаться на том же уровне, т.е. равны текущим, либо будут стабильно расти. Основная формула расчета по данному методу:

$$\text{Стоимость КФИ} = \text{Чистая прибыль} / K,$$

где,  $K$  - коэффициент капитализации, который рассчитывается по формуле Гордона:

$$K = r - g,$$

где  $r$  – рассчитанная ставка дисконтирования;  
 $g$  – долгосрочный темп роста.

В остальных случаях применяется метод дисконтирования денежных потоков, т.е. при получении непостоянных доходов (возможность прогнозирования резкого роста или снижения доходов). Данный подход основан на прогнозировании будущих денежных потоков и дисконтировании их к текущей стоимости.

В общем виде формула определения рыночной стоимости бизнеса методом дисконтирования денежного потока имеет известный вид:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+i)^t},$$

где  $CF$  - денежный поток, генерируемый активом (бизнесом), в  $t$ -ый момент времени,

$i$  - ставка дисконтирования.

Для применения данного метода необходима точная информация о развитии бизнеса предприятия в течение всего прогнозного периода, обычно этот период составляет от трех до пяти лет. Особо необходимо отметить тот факт, что в силу возможной относительной закрытости и конфиденциальности информации, наличия скрытого капитала и неосязаемых активов, а также в связи со сложностью прогнозирования некоторых операций финансово-хозяйственной деятельности обычно очень сложно спрогнозировать будущие денежные потоки на весь прогнозный период.

Суть **затратного подхода** состоит в поэлементной оценке активов и обязательств оцениваемого предприятия. При этом оценщик сначала оценивает рыночную стоимость каждого актива организации. Переоценку активов по рынку необходимо проводить ввиду того, что их рыночная стоимость будет увеличиваться в силу действия инфляции, изменения конъюнктуры рынка и других факторов. Затем определяется рыночная стоимость обязательств компании. Рыночная стоимость чистых активов предприятия будет равна разнице между рыночной стоимостью его активов и рыночной стоимостью обязательств.

Таким образом, использование метода чистых активов позволяет учесть в процессе расчета рыночной стоимости оценки бизнеса, как общие моменты, так и специфические особенности каждого предприятия.

Суть **сравнительного подхода** заключается в том, что текущая стоимость компании отражает ее рыночную привлекательность, как объекта для приобретения и инвестирования средств. Показатель рыночной привлекательности рассчитывается обычно по открытым акционерным обществам. Для того чтобы определить показатель рыночной привлекательности акционерной компании, выпустившей в обращение только обыкновенные акции, необходимо разделить прибыль после налогообложения за истекший год на количество акций, находившихся в обращении на конец этого года. Мы получаем показатель – доход в расчете на одну акцию. Затем рыночная продажная цена акций на любую произвольно выбранную дату соотносится с полученным результатом – доходом в расчете на одну акцию. В результате мы получим показатель рыночной привлекательности. Для российской практики данный подход мало приемлем вследствие того, что акции большинства компаний слабо обращаются на рынке, а, следовательно, оценить их рыночную привлекательность для инвестора очень сложно. Тем не менее, прогнозирование курсовой стоимости акций организации после слияний или поглощений остается актуальной проблемой, в том числе для российских акционерных обществ.

В зависимости от целей оценки обычно применяют 2 метода:

1. метод сделок, или метод продаж (на основе фактических сделок или котировок акций);
2. метод компании-аналога, или метод рынка капитала (с использованием ценовых мультипликаторов).

На сегодняшний день, данный подход применяется очень редко, в связи с отсутствием информации по совершенным сделкам с акциями акционерных обществ на фондовом рынке и отсутствием фактов продаж аналогичных оцениваемому имущественных комплексов. Существует и другое мнение, прямо противоположное: использование методов сравнительного подхода (особенно метода компании-аналога) применительно к оценке бизнеса иногда является единственно возможным по данным зарубежного рынка.

Таким образом, использование каждого из подходов позволяет учесть характерную черту конкретного бизнеса, подчеркнуть его особенности. Критерии, определяющие выбор того или иного подхода, во многом зависят от целей оценки и вида рассчитываемой стоимости. Так, например, при проведении комплексной оценки предприятия, целесообразно использование всех трех подходов со всеми их методами. Затратный подход имеет смысл использовать в случаях реструктуризации финансовой организации; определении проблемных зон и проблемных активов компании; необходимости реализации части активов или ликвидации.

При оценке любого бизнеса как действующей фирмы применяется доходный подход, так как он акцентирует внимание на получении прибыли от финансово-хозяйственной деятельности в будущем. Доходный подход используется также при

определении стоимости отдельных видов активов предприятия, таких как кредитный портфель, объекты недвижимости.

Использование доходного подхода целесообразно и в случае определения рыночной цены организации в целях дальнейшего слияния и поглощения. В этом случае доходный подход позволяет определить круг возможных партнеров по слиянию, рост каждой отдельной организации и холдинга в целом, определить величину премии акционерам поглощаемого акционерного общества.

### **Согласование результатов и определение итоговой стоимости бизнеса (пример)**

При определении итоговой стоимости должны быть учтены преимущества и недостатки использованных подходов, особенности оцениваемого объекта и текущего состояния российского и регионального финансового рынка.

Для сведения результатов используем метод расчета средневзвешенной величины. При определении весов проведем анализ применимости и значимости различных методов оценки, исходя из характера оцениваемого предприятия (бизнеса), целей оценки, количества и качества информации.

Анализ значимости различных методов оценки проведем по рекомендациям DELOITTE & TOUCHE экспертным методом.

<b>Доходный подход</b>		
<b>Фактор</b>		<b>Баллы</b>
1	<i>Ожидается существенное изменение уровня показателя прибыли</i>	<i>0</i>
2	<i>Возможность обоснованной оценки показателя прибыли</i>	<i>1</i>
3	<i>Положительный показатель прибыли для большинства прогнозных лет</i>	<i>1</i>
4	<i>Положительная величина показателя прибыли на конец прогнозного года</i>	<i>1</i>
5	<i>Оцениваемое предприятие является новым</i>	<i>1</i>
<b>Итого:</b>		<b>4</b>

<b>Затратный подход</b>		
<b>Фактор</b>		<b>Баллы</b>
1	<i>Оценивается контрольный пакет акций (долей в УК)</i>	<i>1</i>
2	<i>Предприятие обладает значительными материальными активами</i>	<i>1</i>
3	<i>Есть возможность выявления и оценки нематериальных активов</i>	<i>0</i>
4	<i>Ожидается, что предприятие будет по-прежнему действующим предприятием</i>	<i>1</i>
5	<i>Компания является холдинговой или инвестиционной</i>	<i>0</i>
6	<i>Отсутствие ретроспективных данных о прибылях или невозможность их надежной оценки</i>	<i>0</i>
7	<i>Оценка новых предприятий</i>	<i>0</i>
8	<i>Сильная зависимость предприятия от контрактов, отсутствия постоянной клиентуры</i>	<i>0</i>
9	<i>Значительная доля финансовых активов в активах предприятия</i>	<i>0</i>
<b>Итого:</b>		<b>3</b>

**Определение весов значений стоимости по разным методам и расчет наиболее вероятной величины рыночной стоимости предприятия**

Показатель		Доходный	Затратный
1	Экспертная оценка факторов	4	3
2	Число факторов	5	9
3	Смещение среднего	3	5
4	Весовая доля	$\frac{7}{10}$	$\frac{8}{18}$
5	Нормализованный вес	0,61	0,39
6	Величина стоимости (руб.)	2 275	2 053
7	Вклад	1 386	802
<b>Итоговая величина рыночной стоимости бизнеса, руб.</b>		<b>2 188</b>	

Как правило, при оценке стоимости акций, необходимо применять скидки и надбавки на контрольный характер оцениваемого пакета и его ликвидность.

Учет элементов контроля объясняется следующим: владелец контрольного пакета получает ряд выгод перед более мелкими акционерами. К ним, в частности, можно отнести:

- ✓ использование информации, полученной в одной компании, в интересах другой;
- ✓ возможность устанавливать трансфертные цены на обмен между компанией и филиалами, между компанией и третьими лицами;
- ✓ определение дивидендной политики и пр.;
- ✓ психологические (приятно быть главным).

В развитых странах премия за контрольный характер пакета акций составляет от 4% в США до 80% в Италии по результатам исследования, проведенного Беркли, Холдернессом и Зингалесом.

Разброс премий за контроль объясняется особенностями страны расположения объекта оценки, влияющими на легкость извлечения частных выгод из контроля над корпорацией. Прежде всего, это строгость и проработанность законодательной базы и стандартов финансовой отчетности.

Для расчета скидки необходимо провести анализ структуры акционеров ОАО «ТО». На дату оценки структура акционеров распределялась следующим образом: 100% размер пакета акций оцениваемого объекта принадлежит Томской области.

Соответственно, согласно сложившейся теории и практике оценки пакетов акций, структуре акционеров ОАО «ТО», а так же существующему способу размещения акций (закрытая подписка), оценщиками было принято решение не применять скидку на неконтрольный характер.

Поскольку объектом оценки являются акции открытого акционерного общества, которые не обращаются на открытом рынке и не планируют обращаться в перспективе, более того, способ размещения акций – закрытая подписка, Оценщиком было принято решение не применять скидку на низкую ликвидность.



## **Тенденции развития оценочной деятельности в России**

Развитие оценки имущества в России после принятия Закона «Об оценочной деятельности» прошло несколько значимых этапов. Первый этап (1998 – 2000гг.) характеризовался массовым снижением объема работ по переоценке имущества предприятий. Если в середине 1990-х годов выручка большинства оценочных фирм до 80% состояла из дохода, полученного от переоценки основных фондов предприятий, то в конце 90-х ее доля упала до 10-20% от общего дохода. В течение данного периода многие компании были вынуждены переориентироваться на новые направления оценочной деятельности, связанные с оценкой прежде всего рыночной стоимости имущества.

Второй этап развития (2000 – 2003гг.) прошел под флагом лицензирования компаний и стандартизации оценочной деятельности. Были приняты «Положение о лицензировании оценочной деятельности» (утверждено Постановлением Правительства РФ от 11 апреля 2001 года № 285 и от 7 июня 2002 года № 395), «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности» (утверждены Постановлением Правительства РФ от 6 июля 2001 года № 519) и другие нормативные документы, призванные регулировать оценочную деятельность в России.. Распоряжением Минимущества России от 27 февраля 2002 года № 500-р определены документы об образовании, подтверждающие получение профессиональных знаний в области оценочной деятельности, определен список образовательных учреждений, прошедших согласование образовательных программ в Минимуществе России и фактически получивших право готовить специалистов в области оценки. Именно в этот этап реально заработало законодательство в сфере оценочной деятельности, что послужило также толчком для массового развития и распространения по регионам России профессионального образования в сфере оценки.

В течение данного этапа была начата концентрация капитала оценочных компаний, созданы довольно крупные консалтинговые предприятия в сфере оценки имущества, оценочная деятельность прочно вошла в инфраструктуру рыночной экономики России. Такие крупные государственные корпорации, как РАО ЭС, РЖД, стали активно использовать механизм аккредитации и постоянного сотрудничества с оценочными компаниями. В течение данного этапа развития оценочной деятельности была разработана методика и проведена государственная кадастровая оценка земель.

Третий, сегодняшний этап, во многом выделяется благодаря развитию саморегулирования оценочной деятельности. Возрастание роли существующих к настоящему времени общественных организаций и появление многих новых обусловлено прежде всего государственными намерениями сокращения числа лицензируемых сфер деятельности бизнеса и необходимостью контроля качества услуг по оценке. Другим существенным отличием данного этапа от предыдущих является повышение значения таких направлений оценки, как оценка ущерба транспортных средств (АМТС), оценка нематериальных активов, оценка бизнеса предприятий. Согласно принятого первоначально законодательства в сфере оценки<sup>2</sup>, оценочная деятельность была классифицирована по следующим направлениям:

- Оценка стоимости недвижимого имущества;
- Оценка стоимости движимого имущества;
- Оценка нематериальных активов, результатов интеллектуальной деятельности;
- Оценка ценных бумаг, паев, долей в уставном капитале, а также бизнеса предприятий.

---

<sup>2</sup> Имеется в виду «Положение о лицензировании оценочной деятельности» (утверждено Постановлением Правительства РФ от 11 апреля 2001 года № 285)

Многие оценочные фирмы в начале своей деятельности вообще не заявляли на лицензирование и не занимались определенной согласно данной классификации оценкой нематериальных активов и оценкой бизнеса предприятий. Большинство компаний работало и продолжает работать преимущественно в сфере оценки недвижимости и движимого имущества, которые являются самыми массовыми по количеству отчетов сегментами рынка оценочных услуг. Именно данные направления в оценочной деятельности создают более 50% дохода. Однако в последнее время в развитии оценочной деятельности России наметились определенные тенденции, а именно в области оценки транспортных средств, нематериальных активов и бизнеса предприятий.

После введения в России обязательного страхования автогражданской ответственности (ОСАГО) резко возросло число обращений в оценочные фирмы лиц – участников дорожно-транспортных происшествий (ДТП). Тенденция увеличения числа компаний, имеющих лицензию на оценочную деятельность с начала 2004г. в основном связана именно с развитием данного сегмента в оценке движимого имущества. Однако большое количество (около 25-30% от общего числа) отчетов по определению стоимости ущерба от ДТП никак не согласуется с размером выручки от данной сферы оценки. Стоимость услуг по определению ущерба от ДТП довольно низка. Оценочные компании сталкиваются с давлением страховых корпораций, новых конкурирующих фирм, вынуждающих их снижать стоимость услуг. Как следствие, выручка от данного вида деятельности в оценке не превышает 10% от общей выручки фирм по оценке всех типов имущества.

Неоднозначна и своеобразна ситуация в сфере оценки нематериальных активов. Количество отчетов по оценке объектов интеллектуальной собственности в целом по России пока не превышает 1% от общего количества отчетов, а в Западно-Сибирском регионе составляет 0,3%. В выручке фирм, специализирующихся на оценочной деятельности, доля от оценки нематериальных активов составляет не более 0,01%. Основная часть работ по оценке большинства фирм сосредоточена в области оценки объектов недвижимости, имущественных комплексов и бизнеса предприятий, однако при этом необходимо принять во внимание, что при оценке акций, долей в капитале или бизнеса работающего предприятия, оценщики безусловно выделяют нематериальные активы оцениваемого бизнеса. С учетом этого, оценщики так или иначе сталкиваются с оценкой нематериальных активов каждый раз, когда проводят оценку бизнеса предприятий, так большинство из них реально владеют интеллектуальной собственностью. Практика развития оценки стоимости нематериальных активов показывает, что выделяются в основном 3 цели: постановка на баланс, внесение вклада в уставной капитал создаваемого предприятия и оценка интеллектуальной собственности в составе бизнеса действующего предприятия. При этом пока еще небольшое значение имеет собственно оценка в целях постановки на баланс, так как в данном случае предприятие сталкивается с многочисленными финансовыми и налоговыми проблемами. Постановка на баланс нематериальных активов не только повышает налогооблагаемую базу по налогу на имущество (2,2 % от остаточной стоимости актива), но и ставит сложный вопрос об оплате налога на прибыль и НДС по новым появившимся в активах предприятия объектам собственности. При необходимости постановки на учет нематериальных активов большинство собственников прибегают к возможности их внесения в уставной капитал в виде имущественного (не денежного) вклада. При этом законодательно необходима оценка рыночной стоимости подобного вклада. Однако все же до сих пор большинство работ по оценке нематериальных активов скрыто под сферой оценки бизнеса.

Нередко оценка ряда активов предприятий в целях залога предполагает проведение расчетов по оценке стоимости всего бизнеса. Это обосновывается не только экономическими, но и юридическими причинами. Так, к примеру, при оценке сложного производственного комплекса оборудования, составляющего основную часть активов предприятия, как в балансовой стоимости основных средств, так и в производственном процессе, оценка бизнеса обоснована экономическими соображениями того, что объект оценки создает основной поток доходов действующего предприятия и без его работы становится бессмысленным практически весь бизнес. Однако при оценке ряда активов, к примеру, нефтедобывающих скважин, более обоснованы именно юридические соображения. Продажа и эксплуатация одной скважины или трубопровода экономически реальна, однако невозможна юридически. Как правило, лицензии на право пользования недрами выдаются предприятиям, осуществляющим изучение недр и добычу на довольно большой срок без права передачи. Соответственно, при продаже скважины (и других подобных активов) новый собственник не имеет права эксплуатировать приобретенный актив, так как не имеет лицензии на пользование недрами месторождения. В обоих приведенных случаях в целях обеспечения кредита предметом залога целесообразно выбрать бизнес предприятия и соответственно проводить оценку его рыночной стоимости.

Тенденция расширения сферы применения услуг по оценке имущества показательна и еще в одном случае. В связи с ограниченностью предложения земли и все возрастающим спросом на нее в центрах городов России строительство ведется зачастую с ущемлением интересов смежных собственников. Так, к примеру, рядом с недавно построенным элитным коттеджем в тихом центре города может возникнуть 9-ти этажный жилой дом. А вид на детскую площадку в небольшом парке из окон квартиры старой хрущевки может быстро измениться в связи со строительством на их месте в рекордно короткие сроки торгово-офисного центра или многоэтажного паркинга. Нередко рыночная стоимость ранее построенных объектов падает пропорционально росту плотности застройки. В настоящее время все чаще оценщики сталкиваются с задачей оценки величины снижения стоимости объекта. И как правило, подобные отчеты попадают на стол судей.

В последние годы развитие оценочной деятельности в России прошло несколько очень значимых в своем развитии этапов. Необходимо осознать, что для клиентов оценочных фирм важна не только международная сертификация, соответствие международным требованиям, но прежде всего качество и ширина спектра оказываемых услуг.