3. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

3.1. МЕТОД ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

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, на каком этапе развития бизнеса собственник начнет 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).

###### 3.1.1. СУЩНОСТЬ МЕТОДА

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. Собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости про­гнозируемых будущих доходов. В результате 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,** позволяющий ему окупить вло­женные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние. С этой точки зрения все предприятия, к каким бы отраслям экономики они ни принадлежали, производят всего один вид товарной продукции – деньги.

Метод ДДП 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.

**3.1.2. ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ МЕТОДОМ**

**ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ (ДП)**

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.

###### 3.1.3. 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. В табл. 3.1 показано, как рассчитывается денежный поток для собственного капитала. Применяя эту модель, рассчитывается рыноч­ная стоимость собственного (акционерного) капитала предприятия.

#### Таблица 3.1

##### Расчёт стоимости собственного капитала предприятия

|  |  |
| --- | --- |
| 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).

**3.1.4. 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, т.е. по бухгалтерским счетам.

При расчете величины денежного потока для каждого прогнозного года можно руководствоваться следующей схемой (иллюстрирующей косвенный метод расчета ДП) (табл.3.2).

#### Таблица 3.2

##### Расчёт денежного потока

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 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 финансовые 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:  нематериальные активы  основные средства  незавершенные капитальные вложения  долгосрочные финансовые вложения  прочие внеоборотные активы | | Увеличение суммы долгосрочных активов означает уменьшение денежных средств за счет инвестирования в активы долгосроч­ного использования. Реализация долгосроч­ных активов (основных средств, акций других предприятий и пр.) увеличивает денежные средства |
| **плюс ДП от финансовой деятельности** | | |
| плюс изменение суммы задолженности:  краткосрочных кредитов и займов  долгосрочных кредитов и займов  плюс изменение величины собственных средств:  уставного капитала  накопленного капитала  целевых поступлений | | Увеличение (уменьшение) задолженности указывает на увеличение (уменьшение) денежных средств за счет привлечения (погашения) кредитов  Увеличение собственного капитала за счет размещения дополнительных акций означает увеличение денежных средств; выкуп акций и выплата дивидендов приводят к их умень­шению |

**Суммарное изменение денежных средств.** Оно должно быть равным увеличению (уменьшению) остатка денежных средств между двумя отчет­ными периодами.

### 3.1.5. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТАВКИ ДИСКОНТА

С *технической,* т.е. *математической, точки зрения* ставка дисконта – это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков дохо­дов (их 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, другими словами – это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопостави­мым уровнем риска на дату оценки.

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

для денежного потока собственного капитала:

• модель оценки капитальных активов;

• метод кумулятивного построения;

для денежного потока всего инвестированного капитала:

• модель средневзвешенной стоимости капитала.

Расчет ставки дисконта зависит от того, какой тип денежного потока ис­пользуется для оценки в качестве базы. Для денежного потока собствен­ного капитала применяется ставка дисконта, равная требуемой собственни­ком ставке отдачи на вложенный капитал; для денежного потока 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 депозитным 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=kd(1-tc)Wd+kpwp+ksws1*

где *kd –* стоимость привлечения заемного капитала;

*tc* – ставка налога на прибыль предприятия;

*kp –* стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);

*ks* – стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции);

*wd –* 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.

В соответствии с *моделью оценки капитальных активов* ставка дискон­та находится по формуле

R=Rf+ß(Rm-Rf)+S1+S2+C1

где *R* – требуемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал);

*Rf –* безрисковая ставка дохода;

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

*Rm* – общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

*S1* – премия для малых предприятий;

*S2–* премия за риск, характерный для отдельной компании;

*C1* – страновой риск.

Модель оценки капитальных активов (САРМ – 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 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 станового 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 представляет собой меру риска. На фондовом рынке выделяются два вида риска: специфический для конкретной компании, еще называемый *несистематическим* (определяется микроэкономическими фак­торами), и общерыночный, характерный для всех компаний, акции которых находятся в обращении, называемый также *систематическим* (определяет­ся макроэкономическими факторами). В модели оценки капитальных акти­вов при помощи коэффициента бета определяется величина систематичес­кого риска. Рассчитывается коэффициент бета исходя из амплитуды колеба­ний общей доходности акций конкретной компании по сравнению с общей доходностью фондового рынка в целом. Общая доходность рассчитывается как сумма выплаченных за период дивидендов и разность рыночной цены акций на конец и начало периода, деленная на рыночную цену акций на начало периода в, %.

3.1.6. РАСЧЕТ ВЕЛИЧИНЫ СТОИМОСТИ В ПОСТПРОГНОЗНЫЙ

ПЕРИОД

Определение стоимости в постпрогнозный период основано на предпо­сылке, 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 используют тот или иной способ расчета ставки дисконта:

• метод расчета по ликвидационной стоимости. Он применяется в том случае, если в постпрогнозный 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;

• метод расчета 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, состоящий 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 или отсутствует, применение данного метода к определе­нию конечной стоимости весьма проблематично;

• по модели Гордона годовой доход послепрогнозного периода капита­лизируется 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(tern)=CF(t+1):(K-g),*

где *V(tern)* – стоимость в постпрогнозный период;

*CF(t+1) –* денежный поток доходов за первый год постпрогнозного (остаточного) периода;

*К –* ставка дисконта;

*g –* долгосрочные темпы роста денежного потока.

Конечная стоимость V 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.

3.2. МЕТОД КАПИТАЛИЗАЦИИ ПРИБЫЛИ

3.2.1.ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ МЕТОДА

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

## Оценённая стоимость= Чистая прибыль/ставка капитализации

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

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

3.2.2. ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ ПРИМЕНЕНИЯ МЕТОДА

Практическое применение метода капитализации прибыли 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).

##### 3.2.3. РАСЧЕТ СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ

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

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

Итак, чтобы определить адекватную ставку капитализации, нужно сначала рассчитать соответствующую ставку дисконта, используя следующие возможные методики. Существуют различные методики определения став­ки дисконта, наиболее распространенными из которых являются:

• модель оценки капитальных активов;

• метод кумулятивного построения;

• модель средневзвешенной стоимости капитала.

##### 3.2.4. КУМУЛЯТИВНЫЙ ПОДХОД

Кумулятивный подход имеет определенное сходство с САРМ (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.

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 (табл. 3.3)

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.

#### Таблица 3.3

#### **Определение ставки капитализации**

|  |  |
| --- | --- |
| Экспертная оценка величины премий за риск, связанный с инвестированием в конкретную компанию | |
| вид риска | вероятный интервал значений,% |
| Руководящий состав: качество управления | 0-5 |
| Размер компании | 0-5 |
| Финансовая структура (источники финансирования компании) | 0-5 |
| Товарная/территориальная диверсификация | 0-5 |
| Диверсифицированность клиентуры | 0-5 |
| Уровень и прогнозируемость прибылей | 0-5 |
| Прочие риски | 0-5 |
| Источник. *Business valuation Review, December. 1992; "The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates; An Extension of Previous Build – Up Methodologies Based Upon* *the CAPM"':* | |

Последние этапы применения метода капитализации прибыли представ­ляют собой несложные операции.

Предварительная величина стоимости рассчитывается по приводившей­ся формуле

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.).

**Контрольные вопросы**

1. Когда целесообразно использовать метод дисконтированных денежных потоков?

2. Как определяется денежный поток для собственного капитала?

3. Как при известной ставке дисконта определяется ставка капитализации?

4. Имеют ли сходство кумулятивный подход и САРМ (модель оценки капитальных активов).

4. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

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 применяемых методов;

• критериям отбора сходных предприятий;

• характеристике важнейших ценовых мультипликаторов и специфике их использования в оценочной практике;

• основным этапам формирования итоговой величины стоимости;

• выбору величин мультипликаторов, взвешиванию промежуточных результатов, внесению поправок.

4.1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА

Оценка имущества предприятий базируется на использовании трех основных подходов: затратного, доходного и сравнительного. Каждый из подхо­дов предполагает применение своих специфических методов и приемов, а также требует соблюдения особых условий, наличия достаточных факто­ров. Информация, используемая в том или ином подходе, отражает либо на­стоящее положение фирмы, либо ее прошлые достижения, либо ожидаемые в будущем доходы. В связи с этим результат, полученный на основе всех трех подходов, является наиболее обоснованным и объективным.

Сравнительный подход к оценке бизнеса предполагает, что ценность акти­вов определяется тем, за сколько они могут быть проданы при наличии доста­точно сформированного финансового рынка. Другими словами, наиболее веро­ятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком.

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 аналогичные предприятия (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 т. д. Это, 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 размещенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен.

• *В-третьих,* цена предприятия отражает его производственные и фи­нансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Сле­довательно, в аналогичных 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.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что оцен­щик ориентируется на фактические цены купли-продажи аналогичных пред­приятий. В данном случае цена определяется рынком, так как оценщик ог­раничивается только корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оцениваемым объектом. При использовании других подходов оценщик определяет стоимость предприятия на основе расчетов.

Таким образом, возможность применения сравнительного подхода зави­сит от наличия активного финансового рынка, поскольку подход предпола­гает использование данных о фактически совершенных сделках. Второе ус­ловие – 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.

В зависимости от целей, объекта и конкретных условий оценки сравнительный подход предполагает использование трех основных методов:

• Метод компании-аналога.

• Метод сделок.

• Метод отраслевых коэффициентов.

**Метод компании-аналога, или метод рынка капитала,** основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. Таким образом, базой для сравнения служит цена на единичную акцию 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 контрольного пакета акций. Это определяет оптимальную сферу применения данного метода оценки предприятия или контрольного пакета акций.

**Метод отраслевых коэффициентов, или метод отраслевых соотношений,** основан на использовании рекомендуемых соотношений между це­ной и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. В ре­зультате обобщения были разработаны достаточно простые формулы опре­деления стоимости оцениваемого предприятия. Например, цена бензозапра­вочной станции колеблется в диапазоне 1,2-2,0 месячной выручки. 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 рассматриваться метод компании-аналога. Это свя­зано с тем, что технологии применения метода компании-аналога и метода сделок практически совпадают, различие заключается только в типе исход­ной ценовой информации: либо цена одной акции, не дающая никаких эле­ментов контроля, либо цена контрольного пакета, включающая премию за элементы контроля.

Определенную сложность представляет ситуация, в которой объект оцен­ки и метод 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 предварительную стоимость на величину премии за контроль.

Метод отраслевых коэффициентов пока не получил достаточного распространения в отечественной практике в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения.

Суть сравнительного подхода при определении стоимости предприятия заключается в следующем. Выбирается предприятие, аналогичное оцениваемому, которое было недавно продано. Затем рассчитывается соотношение между ценой продажи и каким-либо финансовым показателем по предприя­тию-аналогу. Это соотношение называется мультипликатором. Умножив ве­личину мультипликатора на тот же базовый финансовый показатель оцени­ваемой компании, получим ее стоимость.

Однако, несмотря на кажущуюся простоту, этот метод требует высокой квалификации и профессионализма оценщика, так как предполагает внесе­ние достаточно сложных корректировок для обеспечения максимальной сопоставимости оцениваемой компании с аналогами. Кроме того, оценщик должен определить приоритетные критерии сопоставимости исходя из кон­кретных условий, целей оценки, качества информации.

Процесс оценки предприятия методами компании-аналога и сделок вклю­чает следующие основные этапы:

I этап. Сбор необходимой информации.

II этап. Сопоставление списка аналогичных предприятий.

III этап. Финансовый анализ.

IV этап. Расчет оценочных мультипликаторов.

V этап. Выбор величины мультипликатора.

VI этап. Определение итоговой величины стоимости.

VII этап. Внесение итоговых корректировок.

# 4.2. ХАРАКТЕРИСТИКА ЦЕНОВЫХ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ

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

Для расчета мультипликатора необходимо:

• определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога; это даст значение числителя в формуле;

• вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, сто­имость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состо­янию на дату оценки; это даст величину знаменателя.

Цена акции берется на последнюю дату, предшествующую дате оценки, либо она представляет среднее значение между максимальной и минималь­ной величинами цены за последний месяц.

В качестве финансовой базы должен 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 используются два типа мультипликаторов: интер­вальные и моментные.

К интервальным мультипликаторам относятся:

1) цена/прибыль;

2) цена/денежный поток;

3) цена/ дивидендные выплаты;

4) цена/выручка от реализации.

К моментным мультипликаторам относятся:

1) цена/балансовая стоимость активов;

2) цена/ чистая стоимость активов.

Рассмотрим порядок расчета и основные правила применения ценовых мультипликаторов.

**Мультипликаторы цена/прибыль, цена/денежный поток.** Данная группа мультипликаторов является наиболее распространенным способом определения цены, так как информация о прибыли оцениваемой компании и предприятий-аналогов является наиболее доступной. В качестве финансо­вой базы для мультипликатора используется любой показатель прибыли, который может быть рассчитан аналитиком в процессе ее распределения. Поэтому, кроме показателя чистой прибыли, практически по всем предпри­ятиям можно использовать прибыль до налогообложения, прибыль до упла­ты процентов и налогов и т.д. Основное требование – полная идентичность финансовой базы 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 бух­учета. Поэтому если в качестве аналога выступает зарубежная компа­ния, следует привести порядок распределения прибыли к единым стан­дартам. Только после проведения всех корректировок может быть дос­тигнут необходимый уровень сопоставимости, позволяющий использо­вать мультипликатор.

В качестве базы для расчета мультипликатора используется не только сумма прибыли, полученная в последний год перед датой оценки. Оценщик может использовать среднегодовую сумму прибыли, исчисленную за после­дние пять лет. Оценочный период увеличивается или уменьшается в зависи­мости от имеющейся информации и наличия экстраординарных ситуаций, искажающих основную тенденцию в динамике прибыли.

Базой расчета мультипликатора цена/денежный поток служит 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 достаточно широк. Поэтому большее 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 по группе аналогичных предприятий, исчисленные в процентах к 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, так как она может прекратить свое существование в привычном режиме хозяйствова­ния. При оценке контрольного пакета оценщик ориентируется на потенциаль­ные дивиденды, так как 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.

Данный мультипликатор используется достаточно редко, несмотря на доступность необходимой для расчета информации. Это связано с тем, что порядок выплаты в компаниях открытого и закрытого типов существенно различается. В закрытых обществах собственники могут получать денеж­ную выгоду в виде различных выплат, снижения арендной платы и т.д.

Мультипликатор 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.** Этот мультипликатор используется редко, в основном для проверки объективности результатов, получаемых другими способами.

Хорошие результаты мультипликатор дает при оценке предприятий сфе­ры услуг (реклама, страхование, ритуальные услуги и т.д.). Достоинством данного мультипликатора является его универсальность, избавляющая оцен­щика от необходимости проведения сложных корректировок, применяемых при расчете мультипликатора цена/прибыль, т.е. мультипликатор цена/вы­ручка от реализации не зависит от методов бухучета.

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 снижению объемов реализации.

Особенность применения мультипликатора цена/выручка от реализации заключается в том, что оценщик должен обязательно учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов. Если она существенно отлича­ется, то мультипликатор лучше определяется при расчете на инвестирован­ный капитал.

Процедура оценки предприятий с различным соотношением собствен­ных и заемных средств осуществляется следующим образом:

1. По компании-аналогу рассчитывается инвестированный капитал как сумма рыночной стоимости собственного капитала и долгосрочных обяза­тельств.

2. Рассчитывается мультипликатор как отношение инвестированного ка­питала к финансовой базе аналога.

3. По оцениваемому предприятию определяется величина инвестирован­ного капитала: адекватная финансовая база оцениваемого предприятия умножается на величину мультипликатора.

4. Рассчитывается стоимость собственного капитала оцениваемого пред­приятия как разность инвестированного капитала и стоимости долгосроч­ных обязательств оцениваемой компании.

Мультипликатор цена/физический объем является разновидностью муль­типликатора цена/выручка от 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 в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость аналогичных компа­ний на дату оценки либо на последнюю отчетную дату. Этот мультиплика­тор относится к так называемым моментным показателям, поскольку исполь­зуется информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный отрезок времени.

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

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

• оцениваемая компания имеет значительные вложения в собственность:

недвижимость, ценные бумаги, газовое или нефтяное оборудование;

• основной деятельностью компании являются хранение, покупка и про­дажа такой собственности. Управленческий и рабочий персонал добавляет к продукции в этом случае незначительную стоимость.

При применении мультипликатора цена/чистая стоимость активов оцен­щику необходимо:

• проанализировать по аналогам и оцениваемой компании долю прибы­ли в выручке от реализации, так как решение о купле-продаже акций может привести к искусственному росту прибыли в последний год;

• изучить по всему списку сравниваемых компаний структуру активов, используя различные признаки классификации, такие, как виды активов, местоположение и т.д.;

• осуществить анализ чистых активов всех компаний, позволяющий оп­ределить наличие и долю в них акций, представляющих контрольные паке­ты дочерних фирм;

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

4.3. ФОРМИРОВАНИЕ ИТОГОВОЙ ВЕЛИЧИНЫ

СТОИМОСТИ

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из трех основных этапов:

• выбора величины мультипликатора;

• взвешивания промежуточных результатов;

• внесения итоговых корректировок.

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

Сравнительный подход позволяет аналитику использовать максималь­ное число всех возможных вариантов мультипликаторов, следовательно, в процессе расчета будет получено столько же вариантов стоимости. Если ана­литик в качестве итоговой величины предложит простую среднюю всех по­лученных величин, то это будет означать, что он одинаково доверяет всем мультипликаторам. Наиболее правильным приемом определения итоговой величины является метод взвешивания. Оценщик в зависимости от конкрет­ных условий, целей и объекта оценки, степени доверия к той или иной ин­формации придает каждому мультипликатору свой вес. На основе взвеши­вания получается итоговая величина стоимости, которая может быть взята за основу для проведения последующих корректировок.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения муль­типликаторов, должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств, наиболее типичными являются следующие *поправки. Порт­фельная скидка* предоставляется при наличии не привлекательного для по­купателя характера диверсификации производства. Аналитик при определе­нии окончательного варианта стоимости должен *учесть имеющиеся активы 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 ликвидность.* В некоторых случаях вносится поправка в виде *премии за предоставляемые ин­вестору элементы* контроля.

### Таблица 4

#### **Взвешивание предварительной величины стоимости**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Мультипликатор | Стоимость одной акции, руб. | Удельный вес мульти­пликатора | Итого |
| Цена/чистая прибыль | 10 | 0,5 | 5 |
| Цена/денежный поток | 16 | 0,3 | 4,8 |
| Цена/балансовая стоимость | 14 | 0,2 | 2,8 |
| Итоговая величина стоимости |  |  | 12,6 |

Таким образом, сравнительный подход, несмотря на достаточную слож­ность расчетов и анализа, является неотъемлемым приемом определения обоснованной рыночной стоимости. Результаты, полученные таким спосо­бом, имеют хорошую объективную основу, уровень которой зависит от воз­можности привлечения широкого круга компаний-аналогов. Следователь­но, развитие оценочных услуг будет способствовать расширению сферы использования сравнительного подхода.

**Контрольные вопросы**

1. Дайте характеристику положительных и отрицательных сторон сравнительного подхода к оценке бизнеса.

2. В каких условиях возможно применение сравнительного подхода и его основных методов?

3. Что такое ценовой мультипликатор? Какие виды мультипликаторов используются в процессе оценки? Дайте сравнительную характеристику.

4. Почему итоговая величина стоимости нуждается в корректировке? Перечислите основные виды поправок, вносимых оценщиком.

**5. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА**

Затратный метод оценки предприятия основывается на следу­ющем положении: стоимость предприятия может быть определе­на как разница между рыночной стоимостью его активов и общей суммой обязательств предприятия на дату оценки.

Для этого балансовая стоимость активов (т.е. стоимость, отра­женная в бухгалтерском балансе на дату оценки), а также совокуп­ная стоимость всех обязательств предприятия должны быть скор­ректированы на основе рыночных цен.

Оценка предприятия затратным методом в зависимости от це­левой установки может проводиться либо на основе стоимости чи­стых активов, либо на основе ликвидационной стоимости.

## 5.1. РАСЧЕТ МЕТОДОМ ЧИСТЫХ АКТИВОВ

Данный метод предусматривает следующую последовательность действий.

Первый этап. Анализируется структура внеоборотных активов и определяются какие объекты, которые должны быть исключены из оценки. Например, по итогам проведенного анализа финансо­вого состояния ряд объектов основных фондов должен быть спи­сан с баланса.

Второй этап. Осуществляется оценка недвижимого имущества предприятия, т.е. зданий, сооружений, передаточных устройств и др. объектов, входящих в состав основных фондов, а также объек­тов с незавершенным строительством. Оценка этих объектов дол­жна осуществляться в полном соответствии с требованиями, предъявляемыми к оценке недвижимости, т.е. тремя методами: затратным, сопоставимых продаж и доходным методом.

Затем проводится оценка оборудования, рабочих машин и ме­ханизмов, транспортных средств и других объектов, относящихся к основным фондам, а также не установленного оборудования.

Далее осуществляется оценка нематериальных активов.

Третий этап. Оценка стоимости долгосрочных финансовых вло­жений. К долгосрочным финансовым вложениям, отражаемым в балансе (форма 1) по строке 140, относятся инвестиции предпри­ятия в ценные бумаги (облигации, акции), в уставные капиталы обществ с ограниченной ответственностью, а также займы, предо­ставленные предприятием другим юридическим лицам. В услови­ях развитого фондового рынка текущая стоимость облигаций мо­жет определяться по следующим формулам:

а) при фиксированном купонном доходе и установленном сроке погашения облигации:

О=((КхН:100)/(1+Д)+(КхН:100)/(1+Д)2…(КхН:100)/(1+Д)n)+Н/(1+Д)n+1

где К – купонная ставка в год в %,

Д – индекс инфляции в год,

N – число лет до погашения облигации,

Н – номинальная стоимость акции;

б) при фиксированном купонном доходе, но без установлен­ного срока погашения облигации:

О=(К+Н)/Д

Оценка стоимости акций также имеет свои особенности. Так, оценка привилегированных акций может осуществляться по вы­шеприведенной формуле, где в числителе вместо купонного дохо­да указывается объявленный уровень дивидендов.

Что же касается обыкновенных акций, то их реальная цена может быть установлена лишь в том случае, если они котируются на рынке ценных бумаг и на дату оценки (ближайшую к ней дату) была осуществлена их продажа. При отсутствии таких сведений для оценки могут быть использованы данные о стоимости чистых активов предприятия-эмитента на последнюю отчетную дату.

Если же ни тот, ни другой вариант оценки не приемлем – для расчета используется балансовая стоимость (стоимость, по кото­рой эти акции числятся на балансе предприятия как долгосроч­ные финансовые вложения).

В результате первых трех этапов расчетов определяется сто­имость внеоборотных активов предприятия.

Четвертый этап – оценка оборотных активов.

Здесь для расчетов оборотные активы группируются следую­щим образом:

а) сырье, материалы, комплектующие изделия, незавершенное производство – принимаются к расчету по учетным данным;

б) готовая продукция на складе – ее стоимость увеличивается на уровень рентабельности продукции, т.е. себестоимость превра­щается в стоимость;

в) товары для перепродажи – их стоимость увеличивается на применяемую для данной группы ценностей торговую наценку;

г) дебиторская задолженность. Данному вопросу уделяется осо­бое внимание. Во-первых, из общей суммы дебиторской задол­женности на основе проведенного анализа финансового состоя­ния предприятия исключается задолженность с истекшимсрокомисковой давности, а также нереальная к взысканию в связи с лик­видацией должника.

Остальная часть дебиторской задолженности анализируется с точки зрения сроков ее погашения, возможностей применения к должникам штрафных санкций за несвоевременный возврат де­нежных средств. С учетом этих факторов определяется оценочная стоимость дебиторской задолженности по каждому должнику пу­тем дисконтирования этих сумм;

д) расходы будущих периодов. Как правило, оцениваются по балансовой стоимости либо подлежат исключению из оценки, если будет установлено, что отсутствует какая-либо выгода;

е) оценка денежных средств. Денежные средства на рублевых счетах принимаются к расчету по балансовой стоимости.

Денежные средства на валютном счете подлежат переоценке с учетом курса соответствующей валюты на дату оценки.

Из общей стоимости оборотных активов, оцененных по выше­приведенным методам, исключается сумма налога на добавлен­ную стоимость по приобретенным ценностям, отраженную по стро­ке 220 бухгалтерского баланса.

Пятый этап. Определяется общая стоимость активов предприя­тия путем суммирования оценочной стоимости внеоборотных активов и оборотных активов (без НДС по приобретенным цен­ностям). Таким образом, устанавливается оценочная стоимость иму­щества предприятия.

Шестой этап. Определяется общая сумма обязательств пред­приятия на дату оценки по данным бухгалтерского баланса (дол­госрочные обязательства, займы и кредиты, кредиторская задол­женность по всем основаниям). При этом с целью установления реального уровня этих обязательств следует запросить в налого­вой инспекции информацию о начисленных, но не предъявлен­ных предприятию штрафных санкциях за задержку налоговых пла­тежей в бюджет и во внебюджетные государственные фонды.

Далее анализируются сведения, отраженные в бухгалтерском балансе по строке 450 «Целевые финансирования и поступления».

Как правило, это бюджетные средства, направленные предпри­ятию для выполнения каких-либо специальных задач. В случае, если новый собственник принимает на себя обязательства по це­левому использованию этих средств, то на эту сумму будут увели­чиваться обязательства предприятия, а следовательно, и уменьшаться оценочная стоимость предприятия, определенная по затратному методу, что и предусматривается седьмым, заключительным эта­пом расчетов.

Седьмой этап. Определяется стоимость предприятия по затрат­ному методу (на основе чистых активов) как разница между об­щей стоимостью активов (имущества) предприятия (первые пять этапов расчетов) и общей суммой обязательств предприятия (ше­стой этап расчетов).

### 5.2. РАСЧЕТ МЕТОДОМ ЛИКВИДАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ

Ликвидационная стоимость предприятия рассчитывается, если оно подлежит ликвидации по итогам конкурсного управления и на основании решения высшего арбитражного суда. Ликвидаци­онная стоимость может определяться также по указанию собствен­ника, принявшего решение о ликвидации предприятия (в данном случае предприятие не является банкротом, но подлежит упразд­нению в связи с экономической нецелесообразностью дальней­шей деятельности).

Под ликвидационной стоимостью понимается величина денеж­ных средств, которую может получить собственник предприятия при осуществлении всех предусмотренных законодательством процедур по ликвидации предприятия путем раздельной продажи активов, удовлетворении требований кредиторов и других обяза­тельств с учетом затрат, связанных с ликвидацией предприятия.

К основным затратам, связанным с ликвидацией предприятия следует отнести: затраты на оценку активов, расходы по организации и проведению торгов по продаже активов, расходы по содержанию активов до их продажи, выходные пособия и выплаты работникам предприятия, оплату налогов, связанных с реализацией активов и др.

Работы по определению ликвидационной стоимости проводятся в следующей последовательности.

1. Разрабатывается календарный план-график ликвидации ак­тивов с указанием сроков продажи отдельных объектов основных фондов и товарно-материальных ценностей.

2. Рассчитывается текущая стоимость активов по вышерассмот­ренным методам с применением дифференцированных ставок дис­контирования в зависимости от степени ликвидности и предпо­лагаемого срока реализации.

3. Производятся анализ и оценка долгосрочной и краткосроч­ной задолженности предприятия с учетом ее определенного роста в течение времени распродажи активов.

4. Определяются ликвидационные расходы, связанные с содер­жанием активов до их распродажи, а также затраты на осуществ­ление оценки активов, организацию и проведение торгов по про­даже активов, оплату услуг риэлтеров, юристов.

Все указанные затраты дисконтируются на дату оценки исходя из календарного графика работ по ликвидации.

5. Рассчитывается предполагаемая прибыль от реализации про­дукции предприятия в течение ликвидационного периода (если такая деятельность предусматривается). Из полученной величины вычитаются налоги, и оставшаяся в распоряжении предприятия прибыль дисконтируется на дату оценки.

6. Из общей величины активов (см. пункт 2) вычитаются общая сумма обязательств предприятия (см. пункт 3), ликвидационные расходы (см. пункт 4), и прибавляется чистая прибыль, полученная в ликвидационной период (см. пункт 5).

Полученная таким образом величина является ликвидационной стоимостью предприятия.

**Контрольные вопросы**

1. Какая базовая формула лежит в основе метода стоимости чистых активов?
2. Назовите основные этапы оценки методом стоимости чистых активов?
3. Назовите основные этапы оценки методом ликвидационной стоимости?
4. Что общего и различного в оценке стоимости предприятия методом стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости?