

## Содержание

|  |    |
|--|----|
| ВВЕДЕНИЕ .....   | 5  |
| 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА .....                                 | 8  |
| 1.1. Бизнес, как объект собственности и оценки<br>.....                        | 8  |
| 1.2. Особенности бизнеса как объекта оценки .....                              | 10 |
| 1.3. Особенности предприятия, фирмы как объекта оценки<br>.....                | 12 |
| 1.4. Субъекты оценки бизнеса<br>.....  | 15 |
| 1.5. Необходимость и цели оценки бизнеса<br>.....                              | 18 |
| 1.6. Виды стоимости, определяемые при оценке бизнеса .....                     | 21 |
| 1.7. Факторы, влияющие на величину оценочной стоимости<br>.....                | 26 |
| 2. ПОДГОТОВКА И АНАЛИЗ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ В ОЦЕНКЕ<br>БИЗНЕ-                |    |
| СА.....  | 28 |
| 2.1. Сбор информации для определения стоимости предприятия (бизне-<br>са)..... | 29 |
| 2.2. Корректировка финансовой отчетности в целях оценки бизне-<br>са.....      | 33 |
| 2.3. Анализ финансовых отчетов и коэффициен-<br>тов.....                       | 41 |
| 3. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД В ОЦЕНКЕ БИЗНЕ-   |    |
| СА.....  | 41 |

|   |    |
|---|----|
| 3.1. Метод дисконтированных денежных потоков  | 41 |
| 3.1.1. Сущность метода  | 41 |
| 3.1.2. Основные этапы оценки предприятия методом дисконтированных денежных потоков (ДП) | 42 |
| 3.1.3. Выбор модели денежного потока  | 43 |
| 3.1.4. Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода            | 44 |
| 3.1.5. Определение ставки дисконта  | 46 |
| 3.1.6. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период                                | 49 |
| 3.2. Метод капитализации прибыли  | 50 |
| 3.2.1. Экономическое содержание метода  | 50 |
| 3.2.2. Основные этапы применения метода   | 51 |
| 3.2.3. Расчет ставки капитализации  | 51 |
| 3.2.4. Кумулятивный подход  | 52 |
| 4. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА  | 54 |
| 4.1. Общая характеристика сравнительного подхода  |    |

|  |         |
|--|---------|
| .....  | 54      |
| 4.2. Характеристика ценовых мультипликаторов   | .....58 |
| 4.3. Формирование итоговой величины стоимо-<br>сти.....  | 64      |
| 5. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД В ОЦЕНКЕ БИЗНЕ-<br>СА.....   | 67      |
| 5.1. Расчет методом чистых активов .....   | .....67 |
| 5.2. Расчет методом ликвидационной стоимости .....   | 71      |
| 6. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОНТРОЛЬНЫХ И НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕ-<br>ТОВ. ВЫВОД ИТОГОВОЙ ВЕЛИЧИНЫ СТОИМО-<br>СТИ.....      | 73      |
| 6.1. Оценка стоимости неконтрольных паке-<br>тов.....  | 77      |
| 6.2. Премия за контроль, скидки за неконтрольный характер пакета и за недо-<br>статочную ликвид-<br>ность..... | 79      |
| 6.3. Вывод итоговой величины стоимо-<br>сти.....   | 82      |
| 7. ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА ПРЕДПРИЯ-<br>ТИЯ.....   | 90      |
| 8. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕК-<br>ТОВ.....  | 97      |
| 9. ОЦЕНКА КАПИТАЛА ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫХ ГРУПП....<br>...102  |         |
| 9.1. Финансово-промышленные группы в российской экономике и необходимость<br>оценки их капита-<br>ла.....      | 103     |

|   |     |
|---|-----|
| 9.2. Особенности и определение целей оценки финансово-промышленного капитала..... | 109 |
| 9.3. Оценка капитала финансово-промышленных групп.....                            | 118 |
| СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....   | 125 |

## ВВЕДЕНИЕ

По мере развития рыночных отношений потребность в оценке бизнеса будет возрастать. Согласно Федеральному закону «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» оценка объектов собственности (объектов, принадлежащих полностью или частично Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованием) является обязательной при приватизации, передаче в доверительное управление либо в аренду, продаже, национализации, выкупе, ипотечном кредитовании, передаче в качестве вклада в уставные капиталы.

Оценка бизнеса позволяет оценить рыночную стоимость собственного (уставного) капитала закрытых предприятий или ОАО с недостаточно ликвидными акциями. Согласно Закону Российской Федерации «Об акционерных обществах» в ряде случаев должна проводиться оценка рыночной стоимости акционерного капитала независимыми оценщиками. Например, эта процедура предусмотрена при дополнительной эмиссии, выкупе акций и т.д.

Оценка бизнеса необходима для выбора обоснованного направления реструктуризации предприятия. В процессе оценки бизнеса выявляют альтернативные подходы к управлению предприятием и определяют, какой из них обеспечит предприятию максимальную эффективность, а следовательно, и более высокую рыночную цену, что и является основной целью собственников и задачей управляющих фирм в рыночной экономике.

Переход к рыночной экономике в России привел к появлению новой профессии, утвержденной Министерством труда Российской Федерации, – эксперт-оценщик. В соответствии с растущими потребностями в новом виде услуг разрабатываются законодательные и методические основы новой области экономики – оценки собственности. Оценочные дисциплины вводятся в учебные планы ведущих экономических учебных заведений.

В развитие этого процесса в сентябре 1996 г. в Финансовой академии при Правительстве Российской Федерации в рамках специальности «Финансы

и кредит» была введена специализация по оценочной деятельности.

Современный этап рыночных отношений характеризуется, с одной стороны, возникновением и активным развитием вторичного рынка недвижимости, когда перепродаются отдельные производственные комплексы и целые предприятия, перешедшие в частную собственность в результате приватизации, а, с другой стороны, осуществляется продажа по конкурсу предприятий как имущественных комплексов, оставшихся в государственной собственности при приватизации. И в первом и во втором случаях возникает необходимость в оценке этих предприятий как действующих имущественных комплексов.

В России, как и во многих других странах, в последние годы изменилось понимание оценки бизнеса. Оно расширилось и стало включать в себя оценку не только рыночной стоимости закрытых компаний, но и имущественных комплексов любых фирм, а также имущественных комплексов по отдельным видам их хозяйственной деятельности. Это объясняется развитием рынка имущественных комплексов в противовес фондовому рынку, который во многих странах (например, Германии и России) недостаточно велик и ликвиден.

Проблематика оценки бизнеса и менеджмент крупной фирмы «пересекаются», кроме того, при планировании реструктуризации компании, т.е. при осуществлении ее реорганизации, реструктуризации кредиторской и дебиторской задолженности фирмы, которые тогда должны рассматриваться как так называемые аллокационные инновации, нацеленные на повышение рыночной стоимости компании и ее вновь осваиваемых бизнесов.

Развитие рыночной экономики в России привело к многообразию форм собственности и возрождению собственника. Появилась возможность по своему усмотрению распорядиться принадлежащими собственнику домом, квартирой, другой недвижимостью, подыскать себе новое жилище или помещение для офиса, вложить свои средства в бизнес.

У каждого, кто задумывается реализовать свои права собственника, возникает много проблем и вопросов. Одним из основных является вопрос о

стоимости собственности.

С этими проблемами сталкиваются предприятия, фирмы, акционерные общества, финансовые институты. Акционирование предприятий, развитие ипотечного кредитования, фондового рынка и системы страхования также формируют потребность в новой услуге – оценке стоимости объектов и прав собственности.

Оценка стоимости любого объекта собственности представляет собой упорядоченный, целенаправленный процесс определения в денежном выражении стоимости объекта с учетом потенциального и реального дохода, приносимого им в определенный момент времени в условиях конкретного рынка.

Процесс оценки предполагает наличие оцениваемого объекта и оценивающего субъекта.

Субъектом оценки выступают профессиональные оценщики, обладающие специальными знаниями и практическими навыками. Объектом оценки является любой объект собственности в совокупности с правами, которыми наделен его владелец. Это может быть бизнес, компания, предприятие, фирма, банк, отдельные виды активов, как материальных, так и нематериальных.

Особенностью процесса оценки стоимости является ее рыночный характер. Это означает, что оценка не ограничивается учетом лишь одних затрат на создание или приобретение оцениваемого объекта. Она обязательно учитывает совокупность рыночных факторов: фактор времени, фактор риска, рыночную конъюнктуру, уровень и модель конкуренции, экономические особенности оцениваемого объекта, его рыночное реноме, а также макро- и микроэкономическую среду обитания.

Основными факторами являются время и риск. Рыночная экономика отличается динамизмом. Фактор времени, пожалуй, важнейший фактор, влияющий на все рыночные процессы, на цену, на стоимость, на принятие решений.

Непродуктивно потраченное время означает потерю денег. Единственный способ избежать этого – заставить капитал работать. Деньги не приносят

доход, если лежат «мертвым грузом». При этом важно время получения дохода, поскольку уже полученный доход может быть употреблен для получения еще большего дохода.

Время получения дохода измеряется интервалами, периодами. Интервал, или период, может быть равен дню, неделе, месяцу, кварталу, полугодию или году.

Время, в течение которого должны быть выплачены или получены деньги, имеет первостепенное значение в процессе оценки. Рыночная стоимость объекта изменяется во времени, под влиянием многочисленных факторов, поэтому она может быть рассчитана на данный момент времени. Завтра рыночная стоимость может быть уже иной. Следовательно, постоянная оценка и переоценка объектов собственности в целом являются необходимыми в условиях рыночной экономики.

Другой существенной чертой рыночной экономики является риск. Под риском понимаются непостоянство и неопределенность, связанные с конъюнктурой рынка, с макроэкономическими процессами и т.п. Иными словами, риск – это вероятность того, что доходы, которые будут получены от инвестиций, окажутся больше или меньше прогнозируемых. При оценке важно помнить, что существуют различные виды риска и что ни одно из вложений в условиях рыночной экономики не является абсолютно безрисковым.

Подходы и методы, используемые оценщиком, определяются в зависимости как от особенностей процесса оценки, так и от экономических особенностей оцениваемого объекта, а также от целей и принципов оценки.

Целью данной работы является определение оптимальных подходов и методов для управления бизнесом с помощью оценки. Выявить полезность этого подхода, и каких результатов с помощью него можно достигнуть.

## **1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА.**

### **1.1. БИЗНЕС, КАК ОБЪЕКТ СОБСТВЕННОСТИ И ОЦЕНКИ**

Собственность в обыденном понимании представлена своим внешним

признаком – властью человека над вещью. Владеть вещью может только субъект: физическое или юридическое лицо, в том числе государство, делегирующее свое право собственности представителям администрации.

Субъект собственности – это экономически обособленное юридическое или физическое лицо, обладающее конкретным объектом (капиталом, землей и соответствующими экономическими интересами). Реализуя экономические интересы, субъекты вступают в экономические отношения, в частности по поводу владения, распоряжения и использования принадлежащих им объектов. Таким образом, собственность – это отношения между субъектами. Нет и не может быть отношений между субъектом и материальным (духовным) благом. Может быть только отношение между определенными субъектами по поводу владения, распоряжения и использования конкретного блага. Такое понимание собственности заложено в основу всех экономических, юридических, организационно-управленческих процессов, в том числе в основу определения ее стоимости, в основу оценки. Рыночная оценка должна учитывать не только ценность составных элементов определенного объекта – совокупность факторов производства, но и экономических отношений, реализующих право собственности на него.

В современных условиях любой объект собственности может являться источником дохода и объектом рыночной сделки, в том числе таким объектом являются и права собственника. Особый интерес при этом представляет бизнес как процесс получения дохода, как собственность, приносящая доход. Основу бизнеса, его неотъемлемую суть составляет капитал. Капитал является материальной базой современной экономической системы. На разных ступенях развития экономическая наука определяла его по-разному. Однако большинство ученых и практиков давали более или менее одинаковое толкование данной категории: капитал – это богатство, средства производства, факторы производства, т.е. различные материально-вещественные формы инвестированного труда, труда, приносящего доход. Процесс получения дохода предполагает определенные экономические отношения, в том числе отношения соб-

ственности. Значит, кроме того, что капитал – это материально-вещественные факторы производства, это также экономические отношения между субъектами процесса создания дохода.

Собственность и капитал формируются и используются в рамках определенных организационных структур – предприятий, организаций, фирм, а также в сфере определенного бизнеса. Поэтому их рыночную оценку производят применительно к конкретной форме существования. Хотя предприятие и фирма своим внутренним экономическим содержанием имеют капитал, между ними существуют не только общие черты, но и отличия. Общим является материальная, трудовая, денежная, информационная основа, а отличия выражаются в нематериальных активах, оказывающих существенное влияние на эффективность, конкурентоспособность, положение на рынке и перспективы развития. В нематериальных активах фирмы выделяются фирменное имя, фирменные знаки, технологии, маркетинговая система, являющиеся дополнительным источником дохода, реализованным или потенциальным.

Бизнес – это конкретная деятельность, организованная в рамках определенной структуры. Главная ее цель – получение прибыли. Таким образом, капитал является основой, внутренним содержанием любого процесса создания продукта или услуги, осуществляемого с целью получения дохода. Получение дохода – это цель и конечный результат деятельности во многих сферах, отраслях экономики, т.е. цель и результат бизнеса. Любой бизнес имеет свою экономико-организационную форму в виде предприятия. Предприятие, стремясь занять свою собственную рыночную нишу, выделиться из среды подобных, закрепить свои специфические особенности, создает и регистрирует свои отличия в виде фирменного названия и атрибутов. Фирма – это вывеска, знак, имя конкретного предприятия, являющегося в данной сфере экономико-организационной формой бизнеса, имеющего в своей основе капитал.

## **1.2. ОСОБЕННОСТИ БИЗНЕСА КАК ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ**

Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать, за-

вещать. Таким образом, бизнес становится объектом сделки, товаром со всеми присущими ему свойствами.

Как всякий товар, бизнес обладает полезностью для покупателя. Прежде всего он должен соответствовать потребности в получении доходов. Как и у любого другого товара, полезность бизнеса осуществляется в пользовании. Следовательно, если бизнес не приносит дохода собственнику, он теряет для него свою полезность и подлежит продаже. И если кто-то другой видит новые способы его использования, иные возможности получения дохода, то бизнес становится товаром. Все это справедливо и для предприятия, и для фирмы.

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

Полезность и затраты в совокупности составляют ту величину, которая является основой рыночной цены, рассчитываемой оценщиком и которую можно определить как рыночную стоимость. Таким образом, бизнес, как определенный вид деятельности, предприятие и фирма, как его организационная форма в рыночной экономике, удовлетворяет потребности собственника в доходах, для получения которых затрачиваются определенные ресурсы.

Бизнес, предприятие и фирма обладают всеми признаками товара и могут быть объектом купли-продажи. Но это товары особого рода. И особенности эти предопределяют принципы, модели, подходы и методы оценки.

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

верхний предел рыночной цены со стороны покупателя.

Во-вторых, бизнес является системой, но продаваться может как вся система в целом, так и отдельно ее подсистемы и даже элементы. В этом случае разрушается его связь с собственным конкретным капиталом, конкретной организационно-экономической формой, элементы бизнеса становятся основой формирования иной, качественно новой системы. Фактически товаром становится не сам бизнес, а отдельные его составляющие.

В-третьих, потребность в этом товаре зависит от процессов, которые происходят как внутри самого товара, так и во внешней среде. Причем, с одной стороны, нестабильность в обществе приводит бизнес к неустойчивости, с другой стороны, его неустойчивость ведет к дальнейшему нарастанию нестабильности и в самом обществе. Из этого вытекает еще одна особенность бизнеса как товара – потребность в регулировании купли-продажи.

В-четвертых, учитывая особое значение устойчивости бизнеса для стабильности в обществе, необходимо участие государства не только в регулировании механизма купли-продажи бизнеса, но и в формировании рыночных цен на бизнес, в его оценке.

### **1.3. ОСОБЕННОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ ФИРМЫ КАК ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ**

Предприятие или фирма представляет собой организационно-экономическую форму существования бизнеса. Поэтому названные особенности бизнеса как товара присущи и им. Но вместе с этим у предприятия есть и свои отличительные черты.

Предприятие является объектом гражданских прав и рассматривается как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности (ГК РФ, ст. 132).

Предприятие, как имущественный комплекс, включает все виды имущества, предназначенного для его деятельности: земельные участки, здания и сооружения, машины и оборудование, сырье и продукцию, нематериальные

активы, имущественные обязательства.

Оценка предприятия означает определение в денежном выражении стоимости, которая может быть наиболее вероятной продажной ценой и должна отражать оба свойства предприятия как товара, т.е. и его полезность, и затраты, необходимые для этой полезности. Поскольку представление о полезности зависит от конкретных интересов покупателя, постольку оценщику приходится определять различные виды стоимости (восстановительную, ликвидационную, инвестиционную и т.п.).

Принципиальное значение имеет тот факт, что качественная рыночная оценка не ограничивается учетом лишь одних затрат, связанных с производством товара, она обязательно принимает во внимание экономический имидж – положение предприятия на рынке, фактор времени, риски, уровень конкуренции. Оценщик подходит к определению стоимости с позиций экономической концепции фирмы.

Данная концепция в противовес бухгалтерской модели позволяет определить рыночную ценность фирмы. Она учитывает такие факторы, как время, риск, неосязаемые активы, внешнюю конкурентную сферу и внутренние особенности оцениваемого объекта. Согласно такому взгляду на оценку рыночная цена любого объекта, порождающего доход или поток денежной наличности, определяется исходя из текущей оценки ожидаемого будущего потока наличности, дисконтированного по норме процента, отражающего требуемую инвестором норму прибыли для сопоставимых по риску инвестиций. При балансовой (book values) или бухгалтерской (accounting) оценке активы фирмы равны обязательствам плюс собственный капитал:

$$A = \text{Об} + \text{СК}.$$

При рыночной оценке в этом уравнении появляется еще одно слагаемое – неосязаемые активы; и равенство приобретает вид:

$$A^* + \text{НА}^* = \text{Об}^* + \text{СК}^*.$$

Неосязаемые активы включают такие элементы, как ценность гарантии, страховки, лицензии, хорошие взаимоотношения с клиентами, и другие

нерегистрируемые активы, включая ценность доброго имени компании (гудвилл). Уравнение рыночной оценки реального собственного капитала в этом случае выглядит так:

$$СК^* = (A^* + НА^*) - Об^* = (A^* - Об^*) + НА^*.$$

С помощью этого уравнения легко объяснить, почему фирмы с отрицательным балансовым собственным капиталом все еще воспринимаются рынком как что-то ценное (например, неплатежеспособные депозитные институты, кредитные организации, находящиеся на грани банкротства). Причина в том, что отрицательный балансовый собственный капитал компенсируется ценностью нематериальных активов.

Если балансовая оценка собственного капитала и его реальная (рыночная), или экономическая, ценность не совпадают, то должен существовать скрытый, или внебалансовый, капитал. Скрытый капитал имеет два источника:

- 1) разницу между рыночной и балансовой оценками активов ( $A^* - A$ );
- 2) неучет внебалансовых позиций ( $НА^*$ ), которые в соответствии с общепринятыми принципами и правилами бухгалтерского учета не подлежат внесению в баланс.

Если бы система бухгалтерских оценок предусматривала формальный учет внебалансовых статей, скрытый капитал не существовал бы.

Что касается риска, то бухгалтерская модель исходит из того, что «один риск подходит всем». Но каждая фирма при получении дохода фактически сталкивается с различными видами риска и имеет собственный уровень получения дохода.

Таким образом, бухгалтерская модель не позволяет сделать реальную оценку фирмы. Оценка же, проводимая на базе экономической концепции, дает реалистичное представление о том, как предприятие будет работать в будущем. Это ценно для всех: собственников, управляющих, потребителей, поставщиков, банкиров, работников страховых и налоговых служб, инвесторов.

При этом объектом оценки могут быть:

- предприятие в целом;
- недвижимость предприятия;
- машинный парк;
- нематериальные активы;
- другие элементы в зависимости от целей и потребностей владельца.

#### **1.4. СУБЪЕКТЫ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА**

Принципы и методики оценки были разработаны в разных странах с развитой рыночной экономикой к сороковым годам двадцатого столетия. Они основываются на экономической теории и практике. Существует и развивается наука об оценке. Оценка стоимости различных объектов собственности уходит своими корнями в классическую экономическую теорию: теорию предельной полезности, факторов производства, стоимости и т.д.

Учитывая огромное значение независимой оценки для нормального функционирования и развития экономики, в 50-е годы в мировой практике появилась новая самостоятельная профессия – профессия оценщика.

Для России она является сравнительно новой. Потребность в профессии оценщика родилась и развивается параллельно с развитием рыночных отношений в экономике.

Пионером оценочной деятельности в России стало Российское общество оценщиков. В последние годы созданы также такие общественные организации, как Федеральный фонд оценки, Национальная коллегия оценщиков.

В 80-е годы процесс развития оценочной деятельности вышел с национального на международный уровень. В первую очередь это было связано с расширением деятельности международных финансовых институтов и интеграцией национальных рынков. Все это обусловило выработку единых Международных стандартов оценки. В 1981 г. был образован Международный комитет по стандартам оценки имущества (МКСОИ). Основными задачами МКСОИ являются: формулировка, публикация стандартов и практических ре-

комендаций по процедуре оценки имущества для использования в финансовой отчетности и осуществление деятельности по распространению этих материалов в мировом масштабе, способствование их принятию и соблюдению национальными организациями. Задачей комитета являются также корректировка стандартов с учетом особенностей разных стран и выявление по мере их возникновения различий в формулировках стандартов и(или) в их применении. В своей деятельности МКСОИ поддерживает постоянную связь с Международным комитетом по стандартам бухгалтерского учета, Международной федерацией бухгалтеров. Международным комитетом по аудиторской деятельности. В связи с этим в задачи МКСОИ входят консультативная деятельность по оценке активов в контексте бухгалтерского учета, координирование стандартов и рабочих программ смежных профессиональных дисциплин, тесное взаимодействие с вышеупомянутым и другими международными организациями при определении, разработке и обнародовании новых стандартов. Взаимодействие осуществляется как на основе прямых контактов, так и посредством участия в других международных организациях, таких, как Организация Объединенных Наций. В мае 1985 г. МКСОИ был включен в реестр Экономического и социального Совета ООН.

Профессиональные оценщики работают по заказам, поступающим от государственных органов, предприятий, банков, инвестиционных и страховых институтов, а также граждан.

В своей деятельности они руководствуются правовыми, профессиональными и этическими нормами. Правовые нормы закреплены в законодательных актах на федеральном и местном уровнях. В настоящее время Закон «Об основах оценочной деятельности в Российской Федерации» прошел второе чтение в Государственной Думе. Оценщик в своей деятельности руководствуется также нормами гражданского и хозяйственного права.

Профессиональные нормы оценки – это стандарты профессиональной практики оценки, разрабатываемые профессиональными организациями для контроля за деятельностью своих членов.

Этические нормы поведения оценщика зафиксированы в Кодексе этики, который принимается профессиональными организациями. При нарушении стандартов или Кодекса этики профессиональные организации применяют к своим членам-нарушителям санкции, вплоть до исключения из организации и лишения сертификата.

Основные требования предъявляемые к оценщику, следующие:

- Профессионализм. Оценщик должен иметь сертификат от профессиональной организации. В ряде стран существует государственное лицензирование оценочной деятельности. В настоящее время в ряде областей Российской Федерации введено местное лицензирование. Согласно проекту Закона «Об основах оценочной деятельности в Российской Федерации» вводится обязательное государственное лицензирование.

- Определенный опыт работы. Обычно требуются два года практики для того, чтобы оценщик мог подписывать отчет об оценке.

- Личные качества, такие, как честность, объективность и независимость

в суждениях. При выполнении работы оценщик может подвергаться давлению со стороны заинтересованных лиц, поэтому очень важна независимость оценщика при выработке заключения о стоимости.

- Обязательность в выполнении условий заключенного с заказчиком договора.

С 1994 г. в 39 странах мира вступили в силу четыре Международных стандарта оценки:

стандарт 1 «Рыночная стоимость как база оценки»;

стандарт 2 «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости»;

стандарт 3 «Оценка в целях внесения изменений в финансовую отчетность»;

стандарт 4 «Оценка ссудного обеспечения, залога и обеспечения долговых обязательств».

Кроме того, разработаны проекты еще семи стандартов:

стандарт 5 «Стоимость действующего предприятия как база оценки»;  
стандарт РМЕ «Оценка производственных средств, машин и оборудования»;  
стандарт 1А «Оценка нематериальных активов»;  
стандарт ТХР «Оценка минеральных ресурсов»;  
стандарт ТТ «Оценка лесных ресурсов и лесных земель»;  
стандарт Х «Учет в процессе оценки факторов окружающей среды»;  
стандарт IPF «Оценка недвижимости, являющейся собственностью страховых компаний и пенсионных фондов».

### **1.5. НЕОБХОДИМОСТЬ И ЦЕЛИ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА**

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

Как правило, цель оценки состоит в определении какой-либо оценочной стоимости. Что необходимо клиенту для принятия решения. В проведении оценочных работ заинтересованы различные стороны: от государственных структур до частных лиц; в оценке бизнеса могут быть заинтересованы контрольно-ревизионные органы, управленческие структуры, кредитные организации, страховые компании, налоговые фирмы и другие организации, частные владельцы бизнеса, инвесторы.

Стороны, заинтересованные в проведении оценочных работ, стремясь реализовать свои экономические интересы, определяют цели оценки. Оценку бизнеса проводят в целях:

- повышения эффективности текущего управления предприятием, фирмой;
- определения стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятий на фондовом рынке. Для принятия обоснованного инвестиционного решения необходимо оценить собственность предприятия и долю этой собственности, приходящуюся на приобретаемый пакет акций, а также воз-

возможные будущие доходы от бизнеса;

- определения стоимости предприятия в случае его купли-продажи целиком или по частям. Когда владелец предприятия решает продать свой бизнес или когда один из членов товарищества намерен продать свой пай, возникает необходимость определения рыночной стоимости предприятия или части его активов. В рыночной экономике часто бывает необходимо оценить предприятие для подписания договора, устанавливающего доли совладельцев в случае расторжения договора или смерти одного из партнеров;

- реструктуризации предприятия. Ликвидация предприятия, слияние, поглощение либо выделение самостоятельных предприятий из состава холдинга предполагает проведение его рыночной оценки, так как необходимо определить цену покупки или выкупа акций, конвертаций, величину премии, выплачиваемой акционерам поглощаемой фирмы;

- разработки плана развития предприятия. В процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы фирмы, степень ее устойчивости и ценность имиджа;

- определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании. В данном случае оценка требуется в силу того, что величина стоимости активов по бухгалтерской отчетности может резко отличаться от их рыночной стоимости;

- страхования, в процессе которого возникает необходимость определения стоимости активов в преддверии потерь;

- налогообложения. При определении налога облагаемой базы необходимо провести объективную оценку предприятия;

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

- осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса. В этом

случае для его обоснования необходимо знать исходную стоимость предприятия в целом, его собственного капитала, активов, бизнеса.

Если же объектом сделки купли-продажи, кредитования, страхования, аренды или лизинга, внесения пая является какой-либо элемент имущества предприятия, а также если определяется налог на имущество и т.п., то отдельно оценивается необходимый объект, например недвижимость, машины и оборудование, нематериальные активы.

Оценка стоимости развития имущества предприятия проводится в следующих случаях:

1) продажи какой-то части недвижимости по той или иной причине: чтобы избавиться от неиспользуемых земельных участков, зданий, сооружений; расплатиться с кредиторами в случае некредитоспособности; расплатиться с партнерами при нанесении им ущерба согласно решению суда и т.д.;

2) получения кредита под залог части недвижимости;

3) страхования недвижимого имущества и определения в связи с этим стоимости страхуемого имущества;

4) передачи недвижимости в аренду;

5) определения налоговой базы для исчисления налога на имущество;

6) оформления части недвижимости в качестве вклада в уставный капитал другого создаваемого предприятия;

7) оценки при разработке бизнес-плана по реализации какого-либо инвестиционного проекта;

8) оценки недвижимого имущества как промежуточного этапа в общей оценке стоимости предприятия при использовании затратного подхода, Оценка стоимости оборудования необходима в следующих случаях:

- продажи некоторых единиц оборудования, приборов и оснастки по ряду причин: чтобы избавиться от ненужного, физически или морально устаревшего оборудования; расплатиться с кредиторами при неплатежеспособности; заменить оборудование более прогрессивным по экономическим и экологическим критериям;

- оформления залога под какую-то часть движимого имущества для обеспечения сделок и кредита;
- страхования движимого имущества;
- передачи машин и оборудования в аренду;
- организации лизинга машин и оборудования;
- определения налоговой базы для основных средств при исчислении налога на имущество;
- оформления машин и оборудования в качестве вклада в уставный капитал другого предприятия;
- оценки стоимости машин и оборудования при реализации инвестиционного проекта.

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

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

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

## **1.6. ВИДЫ СТОИМОСТИ ОПРЕДЕЛЯЕМЫЕ ПРИ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА**

В зависимости от цели проводимой оценки, количества и подбора учи-

тываемых факторов оценщик рассчитывает различные виды стоимости.

Стоимость – это денежный эквивалент, который покупатель готов обменять на какой-либо предмет или объект. Стоимость отличается от цены и затрат.

По степени рыночности различают рыночную стоимость и нормативно рассчитываемую стоимость.

Под рыночной стоимостью в Международных стандартах оценки понимается расчетная величина, за которую предполагается переход имущества из рук в руки на дату оценки в результате коммерческой сделки между добровольным покупателем и добровольным продавцом после адекватного маркетинга; при этом предполагается, что каждая сторона действовала компетентно, расчетливо и без принуждения.

**Рыночная** стоимость – это наиболее вероятная цена при осуществлении сделки между типичным покупателем и продавцом. Определение отражает тот факт, что рыночная стоимость рассчитывается исходя из ситуации на рынке на конкретную дату, поэтому при изменении рыночных условий рыночная стоимость будет меняться. На покупателя и продавца не оказывается внешнее давление, и обе стороны достаточно информированы о сущности и характеристике продаваемого имущества.

В некоторые случаи рыночная стоимость может выражаться отрицательной величиной. Например, это может быть в случае оценки устаревших объектов недвижимости, сумма затрат на снос которых превышает стоимость земельного участка, или в случае оценки экологически благоприятных объектов.

**Нормативно рассчитываемая стоимость** – это стоимость объекта собственности, рассчитываемая на основе методик и нормативов, утвержденных соответствующими органами (Госкомимуществом, Госкомстатом, Роскомземом). При этом применяются единые шкалы нормативов. Как правило, нормативно рассчитываемая стоимость не совпадает с величиной рыночной стоимости, однако нормативы периодически обновляются в соответствии

с базой рыночной стоимости.

С точки зрения оценки различают рыночную, инвестиционную, страховую, налогооблагаемую, утилизационную стоимости.

При оценке собственности как объекта продажи на открытом рынке используется рыночная стоимость.

При обосновании инвестиционных проектов рассчитывают инвестиционную стоимость. **Инвестиционная стоимость** – стоимость собственности для конкретного инвестора при определенных целях инвестирования.

В отличие от рыночной стоимости, определяемой мотивами поведения типичного покупателя и продавца, инвестиционная стоимость зависит от индивидуальных требований к инвестициям, предъявляемых конкретным инвестором.

Существует ряд причин, по которым инвестиционная стоимость может отличаться от рыночной. Основными причинами могут быть различия: в оценке будущей прибыльности; в представлениях о степени риска; в налоговой ситуации; в сочетаемости с другими объектами, принадлежащими владельцу или контролируемым им.

**Страховая стоимость** – стоимость собственности, определяемая положениями страхового контракта или полиса.

**Налогооблагаемая стоимость** – стоимость, рассчитываемая на базе определений, содержащихся в соответствующих нормативных документах, относящихся к налогообложению собственности.

**Утилизационная (скраповая) стоимость** – стоимость объекта собственности (за исключением земельного участка), рассматриваемая как совокупная стоимость материалов, содержащихся в нем, без дополнительного ремонта.

В зависимости от характера аналога различают стоимость воспроизводства и стоимость замещения.

**Стоимость воспроизводства** – это стоимость объекта собственности, создаваемой по той же планировке и из тех же материалов, что и оцениваемая,

но по ныне действующим ценам.

Стоимость замещения – это стоимость близкого аналога оцениваемого объекта.

Стоимость воспроизводства и стоимость замещения широко используют в сфере страхования.

В бухгалтерском учете различают балансовую стоимость и остаточную стоимость.

**Балансовая стоимость** – затраты на строительство или приобретение объекта собственности. Балансовая стоимость бывает первоначальной и восстановительной. Первоначальная стоимость отражается в бухгалтерских документах на момент ввода в эксплуатацию.

*Восстановительная стоимость* – стоимость воспроизводства ранее созданных основных средств в современных условиях; определяется в процессе переоценки основных фондов.

В зависимости от перспектив развития предприятия различают стоимость действующего предприятия и ликвидационную стоимость.

**Стоимость действующего предприятия** – это стоимость сформировавшегося предприятия как единого целого, а не какой-либо его составной части. Стоимость отдельных активов или компонентов действующего предприятия определяется на основе их вклада в данный бизнес и рассматривается как их потребительная стоимость для конкретного предприятия и его владельца. Если некоторый объект собственности как часть действующего предприятия не вносит вклад в общую прибыльность фирмы, то данный объект следует рассматривать в качестве избыточного актива относительно потребностей, связанных с функционированием предприятия, и применимое в этом случае понятие стоимости должно учитывать возможные альтернативные варианты его использования, включая потенциальную утилизационную стоимость.

Оценка действующего предприятия предполагает, что бизнес имеет благоприятные перспективы развития, поэтому можно ожидать сохранения предприятия как системы, а ценность целого обычно всегда больше, чем про-

стая сумма стоимостей отдельных элементов.

Если же предполагаются закрытие предприятия и реализация активов бизнеса по отдельности, то важно определить его ликвидационную стоимость.

**Ликвидационная стоимость**, или стоимость вынужденной продажи, денежная сумма, которая реально может быть получена от продажи собственности в срок, слишком короткий для проведения адекватного маркетинга. При ее определении необходимо учитывать все расходы, связанные с ликвидацией предприятия, такие, как комиссионные, административные издержки по поддержанию работы предприятия до его ликвидации, расходы на юридические и бухгалтерские услуги. Разность между выручкой, которую можно получить от продажи активов предприятия на рынке, и издержками на ликвидацию дает ликвидационную стоимость предприятия.

При оценке стоимости предприятия выделяют также и такое понятие, как эффективная стоимость. **Эффективная стоимость** – стоимость активов, равная большей из двух величин – потребительной стоимости активов для данного владельца и стоимости их реализации.

Любой вид стоимости, рассчитанный оценщиком, является не историческим фактом, а оценкой конкретного объекта собственности в данный момент в соответствии с выбранной целью.

Экономическое понятие стоимости выражает реальный взгляд на выгоду, которую имеет собственник данного объекта или покупатель на момент оценки. Основой стоимости любого объекта собственности, в том числе бизнеса, является его полезность.

Кроме понятия «стоимость» в теории и практике оценки используют понятия «цена» и «затраты» (себестоимость).

**Цена** – это показатель, обозначающий денежную сумму, требуемую, предполагаемую или уплаченную за некий товар или услугу. Она является историческим фактом, т.е. относится к определенному моменту и месту. В зависимости от финансовых возможностей, мотивов или особых конкретных интересов покупателя и продавца цена может отклоняться от стоимости.

**Себестоимость** – это денежная сумма, требуемая для создания или производства товара или услуги. Себестоимость включает совокупность затрат, издержек или расходов. По завершении процесса создания или акта купли-продажи себестоимость становится историческим фактом. Цена, заплаченная покупателем за товар и услугу, становится для него затратами на приобретение.

Себестоимость влияет на рыночную стоимость, однако однозначно ее не определяет.

Умелое сочетание и использование всех указанных понятий позволяют проводить качественную оценку объектов собственности. Наряду, с фундаментальными понятиями, лежащими в основе сделки, существуют также и единые принципы, и общепринятые методы оценки собственности.

## **1.7. ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ВЕЛИЧИНУ ОЦЕНОЧНОЙ СТОИМОСТИ**

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

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

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

**Время.** Большое значение для формирования стоимости предприятия

имеет время получения доходов. Одно дело, если собственник приобретает активы и быстро начинает получать прибыль от их использования, и другое дело, если инвестирование и возврат капитала отделены значительным промежутком времени.

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

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

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

**Ликвидность.** Одним из важнейших факторов, влияющих при оценке на стоимость предприятия и его имущества, является степень ликвидности этой собственности. Рынок готов выплатить премию за активы, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери стоимости.

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

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

Соотношение спроса и предложения. Спрос на предприятие наряду с полезностью зависит также от платежеспособности потенциальных инвесто-

ров, ценности денег, возможности привлечь дополнительный капитал на финансовый рынок. Отношение инвестора к уровню доходности и степени риска зависит даже от его возраста. Более молодые склонны идти на большой риск ради более высокой доходности в будущем.

На оценочную стоимость любого объекта влияет соотношение спроса и предложения. Если спрос превышает предложение, то покупатели готовы оплатить максимальную цену. Верхняя граница цены спроса определяется текущей стоимостью будущих прибылей, которые может получить собственник от владения этим предприятием. Особенно это характерно для отрасли, в которой предложение ограничено природными возможностями. Отсюда следует, что в случае превышения спроса над предложением наиболее близки к максимальной границе цены на сырьевые предприятия. В то же время при превышении спроса над предложением возможно появление в некоторых отраслях новых предприятий. В долгосрочном плане цены на эти предприятия могут несколько упасть.

Если предложение превышает спрос, то цены диктует производитель. Минимальная цена, по которой он может продать свой бизнес, определяется затратами на его создание. Итак, основными факторами, определяющими оценочную стоимость являются:

- спрос;
- настоящая и будущая прибыль оцениваемого бизнеса;
- затраты на создание аналогичных предприятий;
- соотношение спроса и предложения на аналогичные объекты;
- риск получения доходов;
- степень контроля над бизнесом и степенью ликвидности активов.

### **Контрольные вопросы**

1. Какими характеристиками обладает собственность, приносящая доход?

2. Чем различаются бизнес, предприятие, фирма, капитал, производственные фонды как объекты оценки и каковы их общие характеристики?

3. В каких целях осуществляется оценка бизнеса?

4. Какие виды стоимости, в каком случае определяет оценщик?

5. Дайте определение рыночной стоимости. Чем она отличается от затрат и цены?

6. Чем отличается экономическая модель фирмы от бухгалтерской?

## **2. ПОДГОТОВКА И АНАЛИЗ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА**

Требования к информации, необходимой для оценки предприятий, формулируются в начальной стадии процесса оценки. Указываются ограничительные условия и состав информационного обеспечения, который должен быть представлен заказчиком эксперту-оценщику к определенному согласованному обеими сторонами сроку.

### **2.1. СБОР ИНФОРМАЦИИ ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)**

Основные источники информации, используемые оценщиком:

- статистическая и прогнозная информация о рынке, отрасли, стране, регионе функционирования предприятия;

- баланс предприятия;

- отчет о прибылях и убытках;

- отчет о движении денежных средств;

- сведения об имущественном комплексе предприятия.

Информация, используемая в процессе оценки бизнеса, должна соответствовать требованиям:

- полноты и достоверности финансово-экономической, технико-экономической и управленческой информации, характеризующей деятельность предприятия за период предыстории, а также в будущем периоде;

- точного соответствия целям оценки;

- комплексного учета внешних условий функционирования оцениваемого предприятия.

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

Необходимость анализа внешней информации определяется тем, что нормальное функционирование бизнеса (объем продаж, прибыль) во многом определяется внешними условиями функционирования предприятия. К информации этого рода мы можем отнести макроэкономические и отраслевые показатели.

*Макроэкономические данные* – информация о том, как сказывается или скажется на деятельности предприятия изменение макроэкономической ситуации, она характеризует инвестиционный климат в стране.

К макроэкономической, относится следующая информация:

- стадия экономического цикла;

- экономическая и политическая стабильность;

- социальные факторы: занятость и уровень жизни населения;

- процентные ставки и их динамика;

- налоговое законодательство и тенденции его изменения;

- риски.

Общие макроэкономические закономерности развития экономики оценщик должен учитывать при анализе конкретного предприятия и составлении прогнозов. Например, в периоды спада деловой активности снижается

размер получаемой прибыли, увеличивается вероятность банкротства, снижается стоимость бизнеса.

Основные источники макроэкономической информации:

- программы правительства и прогнозы;
- периодическая экономическая печать;
- аналитические обзоры информационных агентств;
- данные Федеральной службы государственной статистики;
- законодательство Российской Федерации.

К *отраслевым данным* относится информация об отрасли, в которой функционирует оцениваемое предприятие: рынки сбыта, наличие и характеристика конкурентов.

Рынки сбыта анализируются с точки зрения соотношения спроса и предложения, взаимоотношений с поставщиками, стратегии сбыта товаров. Основные направления стратегии сбыта товаров:

- проникновение на уже сложившийся рынок с тем же продуктом, что и конкуренты;
- развитие рынка за счет создания новых сегментов рынка;
- разработка принципиально новых товаров или модернизация существующих;
- диверсификация производимой продукции для освоения новых рынков.

В зависимости от стратегии сбыта товаров составляется прогноз объемов реализуемой продукции.

Цель сбора этой информации – определение потенциала рынка сбыта товара: объем продаж в текущих ценах, ретроспектива за последние два - пять лет по оцениваемому предприятию, объем продаж в текущих ценах у конкурентов, прогнозы по расширению рынков сбыта.

При анализе условий конкуренции учитывается тип рынка, наличие ограничений для вступления в отрасль конкурентов, производящих товары-заменители. Анализ должен дополняться сведениями об объеме производства

конкурирующего товара в натуральном и стоимостном выражениях, характеристикой продукции конкурентов, данными о доле реализуемой продукции в общем объеме отечественного производства, а также перечнем основных российских импортеров этого товара.

Основные источники отраслевой информации:

- данные отдела маркетинга оцениваемого предприятия;
- данные Федеральной службы государственной статистики;
- отраслевые информационные издания;
- периодическая экономическая печать;
- бизнес-план;
- личные контакты;
- фирмы-дилеры (распространители);
- таможенное управление.

Указанные источники предоставляют информацию, имеющую различную степень достоверности. Поэтому, если на один и тот же вопрос мы получили разные ответы, проводится средневзвешенная оценка с учетом достоверности информации.

Внутренняя информация включает:

- 1) ретроспективные данные об истории компании;
- 2) описание и анализ маркетинговой стратегии предприятия,

в том числе:

- жизненный цикл товаров,
- объемы продаж за прошлый и текущий периоды,
- себестоимость реализованной продукции,
- цены товаров и услуг, их динамика,
- прогнозируемое изменение объемов спроса,
- производственные мощности с учетом будущих капиталовложений (прогноз объемов реализуемой продукции корректируется на производственные мощности);

- 3) характеристики поставщиков;

4) производственные мощности;

5) рабочий и управленческий персонал и заработную плату:

- управляющий предприятием (управляющий предприятием может быть ключевой фигурой, обеспечивать эффективное управление бизнесом и его развитием, в случае же продажи предприятия планы управляющего в отношении будущей деятельности могут измениться),

- уровень заработной платы на предприятии в сравнении со среднеотраслевыми данными (может корректироваться при нормализации отчетности);

б) внутреннюю финансовую информацию (данные бухгалтерского баланса, отчета о финансовых результатах и движении денежных средств за три - пять лет);

7) прочую информацию.

Цели работы оценщика по сбору внутренней информации:

- анализ истории компании с целью выявления будущих тенденций;

- сбор информации для прогнозирования объемов продаж, денежных потоков, прибыли;

- учет факторов несистематического риска, характерных для оцениваемого бизнеса;

- корректировка и анализ финансовой документации.

Эффективным источником информации является анкетирование владельцев, администрации, аудиторов, кредиторов, конкурентов оцениваемого предприятия, представителей отраслевых ассоциаций и местных администраций. В процессе анкетирования уделяется внимание следующим вопросам:

1) ретроспективные данные об истории предприятия: состав имущественного комплекса, ассортимент продукции и услуг, квалификация рабочего и управленческого персонала; основные заказчики, поставщики и кредиторы;

2) характеристика филиалов и дочерних фирм: формы и размеры участия оцениваемого предприятия в филиалах и дочерних фирмах, ассортимент продукции (услуг) и т.п.;

3) характеристика оцениваемого предприятия:

- наличие и результаты проверок, проводимых аудиторскими и налоговыми органами,

- наличие излишних, неоперационных и непроизводственных активов, связанные с ними доходы и расходы,

- сведения об инвентаризации запасов и основных фондов,

- дивидендная политика,

- обязательства или доходы и расходы, не отраженные в финансовых документах (данные об арендных договорах, незавершенных судебных делах, не отраженных в бухгалтерских документах активах и т.д.);

4) перспективы развития оцениваемого предприятия на ближайшие три - пять лет: расширение ассортимента продукции (услуг), рост объемов производства и сбыта, выручка от других операций, себестоимость и прибыль, капитальные вложения, риски.

## **2.2. КОРРЕКТИРОВКА ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ В ЦЕЛЯХ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА**

Общие правила и принципы ведения бухгалтерского учета могут различаться, что отражается в учетной политике и финансовой отчетности. Для получения сопоставимости информации необходима корректировка – нормализация финансовых документов за предшествующие периоды (обычно три - пять лет) в целях установления показателей, характерных для нормального ведения предпринимательской деятельности.

Общие корректировки финансовой отчетности бизнеса позволяют приблизить к экономической реальности финансовую отчетность предприятия и, соответственно, потоки доходов.

Корректировки показателей финансовых отчетов проводятся для показателей, которые имеют прямое отношение к процессу оценки. Корректировки могут быть целесообразными по следующим причинам:

- привести показатели поступлений и расходов к уровню, который характерен для операционной (основной, производственной) деятельности, которую предполагается продолжать;

- представить сопоставимые финансовые данные по рассматриваемому бизнесу и аналогичным бизнесам;

- привести показатели, приведенные в отчетах, в соответствие с рыночными стоимостями;

- сделать поправки с учетом стоимости активов и обязательств, не связанных с операционной (основной, производственной) деятельностью и соответствующих поступлений и расходов;

- сделать поправки с учетом поступлений и расходов, не связанных с хозяйственной деятельностью.

Основные направления корректировок – исключение из финансовых отчетов следующих доходов и расходов:

- излишние или непроизводственные затраты предприятия;

- единовременные доходы и расходы, не связанные с деятельностью предприятия;

- доходы и расходы по избыточным активам (производственным, непроизводственным, нефункционирующим);

- личные доходы и расходы владельца предприятия и его родственников;

- прочие.

На практике корректировки могут быть и положительными.

Различают несколько видов бухгалтерской документации в зависимости от степени ее корректировки.

*Приведенный ретроспективный баланс* – баланс, скорректированный на последнюю дату составления бухгалтерской отчетности. Корректировка заключается в исключении из баланса всех нематериальных активов и активов, не связанных с основной деятельностью предприятия, для повышения сопоставимости данных с отчетностью предприятий-аналогов. Корректируется также стоимость основных средств (переоценка, физический износ).

Если скорректировать стоимость материальных активов по рыночной стоимости, а также долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения, дебиторскую и кредиторскую задолженность в соответствии с их реальным состоянием на дату оценки, то мы получим *рыночный баланс*.

Аналогично корректируется *ретроспективный отчет о финансовых результатах*: из прибылей и убытков исключаются статьи, не связанные с основной деятельностью или искажающие результаты сравнения с предприятия-аналогами. Корректируются выплаченные проценты по ссудам, заработная плата владельцев в целях оценки приравнивается к среднеотраслевой, увеличивается прибыль на величину избыточных расходов. Получается *приведенный ретроспективный отчет о финансовых результатах*.

На основе этих ретроспективных финансовых отчетов, данных об отрасли, регионе, рынке, стране прогнозируются финансовые показатели деятельности предприятия. Для сравнения с предприятиями-аналогами могут рассчитываться показатели в процентах. Например: остаточная стоимость машин и оборудования составляет 35% стоимости всех активов.

Направления работы с внутренней финансовой документацией предприятия в целях оценки:

- инфляционная корректировка;
- нормализация бухгалтерской отчетности;
- трансформация бухгалтерской отчетности;
- вычисление относительных показателей.

Цели инфляционной корректировки *ретроспективной финансовой отчетности в процессе оценки бизнеса*:

- приведение ретроспективной информации за прошедшие периоды к сопоставимому виду;
- учет инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконтирования.

Простейший способ инфляционной корректировки – переоценка всех статей баланса согласно изменению курса рубля относительно более стабильной

валюты, например доллара или евро. Достоинства способа – его простота и возможность работы без использования большого объема дополнительной информации. Недостатки: корректировка по курсу валюты дает неточные результаты, так как курсовые соотношения рубля и других валют не совпадают с их реальной покупательной способностью.

Второй способ инфляционной корректировки – переоценка статей актива и пассива баланса по колебаниям уровней товарных цен. Можно ориентироваться как на товарную массу в целом, так и на каждый конкретный товар или товарную группу. Это более точный способ инфляционной корректировки.

Третий способ инфляционной корректировки основан на учете изменения общего уровня цен: различные статьи финансовых отчетов рассчитываются в денежных единицах одинаковой покупательной силы (в рублях базового или текущего периода на отчетную дату), для пересчетов используется индекс динамики валового национального продукта либо индекс потребительских или оптовых цен. Метод повышает реалистичность анализа, но не учитывает разную степень изменения стоимости отдельных активов.

После инфляционной корректировки проводят нормализацию финансовой отчетности.

*Нормализация бухгалтерской (финансовой) отчетности* – корректировка отчетности на основе определения доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса.

Возможность использования разных методов учета операций, списания долгов и т.д. приводит к появлению различий в показателях прибыли и денежных потоков. Рыночная стоимость части активов (например, нематериальных) может не учитываться при составлении баланса. Нормализация проводится для того, чтобы оценочные заключения имели объективный характер и основывались на реальных показателях, характеризующих деятельность предприятия, к тому же сопоставимых с показателями аналогичных предприятий.

Нормализация отчетности в процессе оценки проводится всегда, объем применяемых корректировок в зависимости от целей оценки меняется. В отчете должны быть объяснены расчеты и изменения, проводимые в ходе нормализации.

Обратите внимание – нормализованная финансовая отчетность может использоваться только в целях оценки.

Нормализующие корректировки финансовой документации проводятся по следующим направлениям:

- корректировка разовых, нетипичных и неоперационных доходов и расходов;
- корректировка метода учета операций (например, учет запасов) или метода начисления амортизации;
- корректировка данных бухгалтерской отчетности с целью определения рыночной стоимости активов.

*Корректировка разовых, нетипичных и неоперационных доходов и расходов.* К числу наиболее важных факторов, определяющих величину денежных потоков, относится себестоимость продукции – выраженные в денежной форме затраты всех видов ресурсов, используемых непосредственно в процессе выполнения работ, а также для сохранения и улучшения условий производства. Кроме расходов, относимых на себестоимость, выделяются коммерческие и управленческие расходы, прочие операционные доходы и другие расходы, также влияющие на величину прибыли.

Величина прибыли может быть занижена и поэтому потенциального инвестора интересует, в первую очередь, динамика выручки от реализации и структура себестоимости, а затем – нормализованная прибыль. Если речь идет об оценке предприятий сферы услуг, сервисных и страховых компаний, сделок по слиянию и присоединению, акцент делается на анализе валовых доходов. Показатели прибыли и денежных потоков становятся следующим критерием при принятии инвестиционного решения. Если ожидаемая будущая прибыль играет решающую роль в процессе оценки, то важно принимать этот показа-

тель как отражение экономического дохода, получаемого компанией. Именно с этой целью и проводится нормализация бухгалтерской (финансовой) отчетности в процессе оценки.

В итоге корректировки получают нормализованный бухгалтерский баланс, скорректированный на расходы, не относящиеся к оцениваемому бизнесу. Изменения, полученные при корректировке баланса, должны найти отражение и в отчете о финансовых результатах. Оценщик рассчитывает нормализованный доход с учетом нетипичных расходов, не относящихся к основной деятельности.

Кроме того, корректировке могут подвергнуться расходы, превышающие средние значения по предприятиям-аналогам.

*Корректировка метода учета операций.* На величину прибыли и денежных потоков серьезное влияние могут оказывать методы учета запасов и начисления амортизации. В Российской Федерации приняты следующие методики учета запасов:

- по средней себестоимости;
- по себестоимости первых по времени закупок (ФИФО) – первым получен, первым отгружен;
- по себестоимости последних по времени закупок (ЛИФО) – последним получен, первым отгружен.

Оценка запасов методом ФИФО основана на допущении того, что ресурсы, первые поступившие в производство (продажу), должны быть оценены по себестоимости первых по времени закупок, с учетом стоимости ценностей, числящихся на начало месяца. Метод ЛИФО основан на допущении того, что ресурсы, первые поступившие в производство (продажу), должны быть оценены по себестоимости последних в последовательности по времени закупок. При росте цен метод ЛИФО уменьшает налогооблагаемую прибыль и с этой точки зрения в условиях инфляции является более предпочтительным.

*Корректировка данных бухгалтерской отчетности с целью определения рыночной стоимости активов.* Балансовая стоимость активов, как правило,

отличается от их рыночной оценки. Итогом нормализации финансовой отчетности должен стать нормализованный баланс – это ретроспективный бухгалтерский баланс, в котором все балансовые показатели учитываются по их рыночной стоимости на дату оценки.

После нормализации, если это требуется в соответствии с целями оценки, осуществляется трансформация финансовой отчетности.

*Трансформация финансовой отчетности* – это корректировка счетов для приведения к единым стандартам бухгалтерского учета. Трансформация бухгалтерской отчетности не является обязательной в процессе оценки. В каких случаях она нужна?

Российские предприятия выступают как объекты инвестирования со стороны иностранных инвесторов и сами пытаются инвестировать временно свободные средства. Принятию решения об инвестировании предшествует детальный анализ финансового состояния компании, отчетность которой должна соответствовать международным стандартам, прежде всего, в целях сопоставимости информации.

Любая отчетная информация имеет принципиальное сходство: пользователям предоставляются данные об имущественном состоянии компании (баланс) и отчет о финансовых результатах. Вместе с тем между российской и международной системами учета существуют различия:

- по составу отчетности: западная отчетность содержит отчет об изменениях собственного капитала (в соответствии с GAAP), примечания к финансовым отчетам;

- по принципу построения основных показателей: российский баланс построен по принципу возрастания ликвидности, в то время как баланс по GAAP – по убыванию ликвидности;

- ориентация на пользователя: основным органом, регламентирующим формирование системы бухгалтерского учета в России, является Министерство финансов РФ – государственная структура, которая при выработке учетной модели руководствуется интересами государства, и отчетность

направлена, прежде всего, на предоставление информации государственным органам с целью обеспечения ими функций контроля за налоговыми платежами в бюджет. Международные стандарты финансовой отчетности разработаны независимой организацией – Комитетом по международным стандартам финансовой отчетности и, в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО), задачей финансовой отчетности является предоставление информации о финансовом положении, результатах деятельности предприятия, что является полезным при принятии экономических решений для широкого круга пользователей;

- в российской отчетности о финансовых результатах себестоимость реализованной продукции может включать часть общехозяйственных расходов, т.е. расходов на управление, а в соответствии с МСФО себестоимость включает только прямые и накладные производственные затраты;

- при продаже продукции ниже ее себестоимости без достаточных оснований российские предприятия платят налог на прибыль с суммы разницы между рыночной ценой и ценой реализации, что неприемлемо для МСФО;

- большую группу затрат российских предприятий представляют штрафы по актам налоговой инспекции, Пенсионного фонда и др.

Это только часть различий, поэтому полноценная процедура трансформации требует не только затрат времени, но и наличия высококвалифицированных специалистов.

### **2.3. АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ ОТЧЕТОВ И КОЭФФИЦИЕНТОВ**

При оценке стоимости предприятий (бизнеса) финансовый анализ проводится в два этапа:

- 1) анализ финансовых отчетов,
- 2) анализ финансовых коэффициентов (показателей).

#### **Контрольные вопросы**

1. Перечислите основные источники информации, используемые оценщиком.
2. Чем объясняется необходимость анализа внешней информации?
3. Какая информация относится к макроэкономической?
4. Что в себя включает внутренняя информация?
5. Перечислите цели финансового анализа при оценке бизнеса.
6. По каким направлениям проводятся корректировки финансовой документации при проведении оценки бизнеса?

### **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

| <b>ДП от основной деятельности</b>            |   |
|---|---|
| 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                  |   |
| <b>плюс ДП от инвестиционной деятельности</b> |   |

|   |   |
|---|---|
| <p>минус изменение суммы долгосрочных активов:</p> <p>нематериальные активы</p> <p>основные средства</p> <p>незавершенные капитальные вложения</p> <p>долгосрочные финансовые вложения</p> <p>прочие внеоборотные активы</p>                                  | <p>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</p>   |
| <b>плюс ДП от финансовой деятельности</b>   |   |
| <p>плюс изменение суммы задолженности:</p> <p>краткосрочных кредитов и займов</p> <p>долгосрочных кредитов и займов</p> <p>плюс изменение величины собственных средств:</p> <p>уставного капитала</p> <p>накопленного капитала</p> <p>целевых поступлений</p> | <p>Увеличение (уменьшение) задолженности указывает на увеличение (уменьшение) денежных средств за счет привлечения (погашения) кредитов</p> <p>Увеличение собственного капитала за счет размещения дополнительных акций означает увеличение денежных средств; выкуп акций и выплата дивидендов приводят к их уменьшению</p> |

**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 инвесто-

рами 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:

$$WACC = k_d(1 - t_c)W_d + k_p w_p + k_s w_s^I$$

где  $k_d$  – стоимость привлечения заемного капитала;

$t_c$  – ставка налога на прибыль предприятия;

$k_p$  – стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);

$k_s$  – стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции);

$w_d$  – доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;

$w_p$  – доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;

$w_s$  – доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

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

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C_1$$

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

$R_f$  – безрисковая ставка дохода;

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

$R_m$  – общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

$S_1$  – премия для малых предприятий;

$S_2$  – премия за риск, характерный для отдельной компании;

$C_1$  – 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 уров-

нем риска (ставка по валютным депозитам в Сбербанке или других наиболее надежных банках). Можно также основываться на безрисковой ставке для западных компаний, но в этом случае обязательно прибавление странового риска с целью учета реальных условий инвестирования, существующих в России. Для инвестора она представляет собой альтернативную ставку дохода, которая характеризуется практическим отсутствием риска и высокой степенью ликвидности. Безрисковая ставка используется как точка отсчета, к которой привязывается оценка различных видов риска, характеризующих вложения в данное предприятие, на основе чего и выстраивается требуемая ставка дохода.

Коэффициент бета 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 предположении, 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

$$V_{(tern)} = CF_{(t+1)} \cdot (K - g),$$

где  $V_{(tern)}$  – стоимость в постпрогнозный период;

$CF_{(t+1)}$  – денежный поток доходов за первый год постпрогнозного (остаточного) периода;

$K$  – ставка дисконта;

$g$  – долгосрочные темпы роста денежного потока.

Конечная стоимость  $V$  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

$$\text{Оценённая стоимость} = \text{Чистая прибыль} / \text{ставка капитализации}$$

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 прибы-

лей 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 CAPM (модель оценки капитальных активов). В обоих случаях за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым ценным бумагам, к которой прибавляется дополнительный доход, связанный с риском инвестирования в данный вид ценных бумаг. Затем вносятся поправки (в сторону увеличения или уменьшения) на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данной компании.

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. <i>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"</i> : |     |

Последние этапы применения метода капитализации прибыли представляют собой несложные операции.

Предварительная величина стоимости рассчитывается по приводившейся формуле

$$I \cdot R = V.$$

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 CAPM (модель оценки капитальных активов).

## 4. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

Особенностью сравнительного подхода к оценке собственности явля-

ется 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 вне-

сение 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 фон-

дов, 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:

$$O = ((K \times H : 100) / (1 + D) + (K \times H : 100) / (1 + D)^2 \dots (K \times H : 100) / (1 + D)^n) + H / (1 + D)^{n+1}$$

где К – купонная ставка в год в %,

Д – индекс инфляции в год,

Н – число лет до погашения облигации,

Н – номинальная стоимость акции;

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

$$O = (K + H) / D$$

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 истекшим сроком исковой 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 выше-приведенным 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 ак-

тивов (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 отдельной 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?

## 6. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОНТРОЛЬНЫХ И НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ

В процессе оценки часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% акций (паев) предприятия, а лишь конкретного пакета (пая). Здесь необходимым становится определение влияния на стоимость пакета следующих факторов: какой – контрольной или неконтрольной (миноритарной) – является доля оцениваемого пакета; каково воздействие на эту стоимость степени ликвидности акций предприятия и др.

Оценщику при выведении итоговой величины стоимости нужно знать: какие поправки и в каком объеме использовать. В каждом конкретном случае это зависит, во-первых, от того, какая доля владения акциями оценивается. Она может быть неконтрольным (миноритарным) или контрольным пакетом. Степень контроля влияет на стоимость оцениваемой доли, поэтому очень важно определить стоимость контроля. Во-вторых, размер скидки или премии обусловлен методами оценки.

При нахождении стоимости владения контрольным пакетом используются методы: дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, сделок, стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости.

Методы доходного подхода позволяют рассчитать стоимость контрольного пакета так:

- ◆выражают цену, которую инвестор заплатил бы за владение предприятием;

- ◆расчет денежных потоков базируется на контроле за решениями администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия.

При использовании **методов имущественного подхода** получается стоимость контрольного пакета акций, поскольку только владелец контрольного

пакета может определять политику в области активов: приобретать, использовать или продавать (ликвидировать) их.

При расчете по **методу сделок** получают величину оценочной стоимости на уровне владения контрольным пакетом, так как этот метод основан на анализе цен контрольных пакетов акций сходных компаний.

С помощью **метода рынка капитала** определяется стоимость владения неконтрольным (миноритарным) пакетом, а именно стоимость свободно реализуемой меньшей доли, потому что при этом методе применяется информация о котировках акций на фондовых рынках. Если оценщику нужно получить стоимость на уровне контрольного пакета, то к стоимости, полученной методом рынка капитала, надо добавить премию за контроль. Для получения же стоимости миноритарного пакета из стоимости контрольного пакета, рассчитанной методами доходного, имущественного подходов, методом сделок, необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер.

В-третьих, в определении скидки или премии играет роль тип акционерного общества. Традиционно в странах с рыночной экономикой функционируют акционерные общества двух типов: закрытые и открытые. Эти общества выпускают акции, за счет чего формируют собственный капитал. Разница между открытыми и закрытыми акционерными обществами сводится к следующему: закрытые имеют право распределять акции только среди учредителей и акции могут продаваться третьим лицам лишь с согласия большинства акционеров. Акции только открытых акционерных обществ могут находиться в свободном обращении.

Если определяется стоимость меньшей доли закрытой компании с помощью методов дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости и метода сделок, то необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер и обязательно скидку за недостаточную ликвидность. Если же стоимость рассчитывается по методу рынка капитала, то вычитается только скидка за недостаточную ликвидность (рис. 7.1).

**Премия за контроль** представляет собой стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций. Она отражает дополнительные возможности контроля над предприятием (по сравнению с меньшей долей, т.е. владением миноритарным пакетом акций).

**Скидка за неконтрольный характер** – величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета (в общей стоимости пакета акций предприятия) с учетом ее неконтрольного характера.

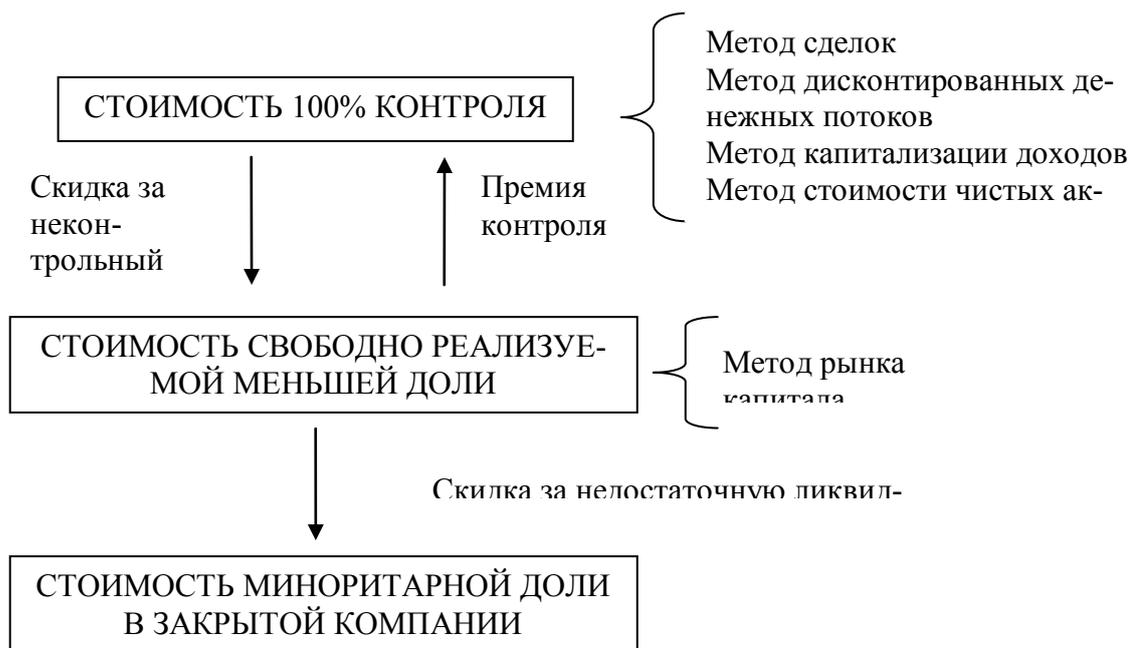


Рис. 6.1. Применение премий и скидок при определении стоимости долей

Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда выше стоимости владения (распоряжения) миноритарным пакетом. Это обуславливают следующие основные элементы контроля:

1. Выборы Совета директоров и назначение менеджеров.
2. Определение вознаграждения менеджеров и их привилегий.
3. Определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса.
4. Принятие решений о поглощениях или слияниях с другими компаниями.
5. Принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия.

тия.

6. Принятие решений об эмиссии.

7. Изменение уставных документов.

8. Распределение прибыли по итогам деятельности предприятия, в том числе установление размеров дивидендов.

9. Принятие решения о продаже или приобретении собственных акций компании.

Вместе с тем необходимо иметь в виду, что на практике часто начинают действовать факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и снижающие стоимость контроля. К таким факторам относятся: эффект распределения собственности, режим голосования, контактные ограничения, финансовые условия бизнеса.

**Эффект распределения собственности.** Например, все акции распределены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными крупными пакетами, у третьего же пакет акций небольшой, однако именно он может получить премию за свой пакет сверх стоимости, пропорциональной его доле в капитале. Это связано с тем, что при голосовании его акции смогут «перевесить чашу весов» в ту или иную сторону. Еще пример: все акции компании распределены на несколько равных крупных пакетов, но пакеты не дают права полного контроля. Поэтому будет осуществлена скидка на неконтрольный характер, однако размер скидки будет меньшим, чем для миноритарного пакета, вообще не дающего никакого контроля. В результате сумма стоимостей пакетов будет меньше стоимости полного контроля, т.е. стоимости предприятия.

**Режим голосования.** В мировой практике используют некумулятивную и кумулятивную системы голосования при выборе Совета директоров.

Некумулятивная система здесь действует по принципу: один голос – одна акция за одного директора. Так, акционер имеет 500 голосующих акций, и избрать нужно пять директоров. Он обязан использовать сначала 500 голосов при голосовании за первого директора, потом 500 голосов – за второго и т.д.

При некумулятивной системе голосования оказываются в выигрыше держатели контрольных пакетов.

При кумулятивной системе мелкие акционеры могут распределять голоса по своему усмотрению в любой пропорции, тем самым сконцентрировавшись на одной кандидатуре. Такая система голосования выгоднее держателям миноритарных пакетов. В этом случае стоимость контроля, связанная со способностью избирать директоров, переходит миноритарным акционерам. Количество акций, требуемых для выбора одного директора при кумулятивной системе голосования:

$$K_a = \text{Общее количество акций} / (\text{Общее количество директоров} + 1).$$

В российской практике нет законодательного ограничения для использования кумулятивной системы голосования.

**Контактные ограничения.** Если долговые обязательства компании существенны, то это может ограничивать дивидендные выплаты и т. д. Здесь часть стоимости премии за контроль теряется.

**Финансовые условия бизнеса.** Если финансовое положение компании неустойчивое, то многие права, связанные с контролем (например, право на покупку контрольных пакетов акций других компаний), становятся трудно-реализуемыми. В каждом конкретном случае необходимо провести анализ элементов контроля, и если какой-либо из них отсутствует, то стоимость контрольного пакета должна быть уменьшена. Напротив, если элементы контроля присутствуют у оцениваемого миноритарного пакета, то стоимость последнего должна быть увеличена.

## 6.1. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ

Существуют три основных подхода к оценке неконтрольных (миноритарных) пакетов.

**Первый подход – «сверху-вниз».** Он включает три этапа:

1. Методами дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости, а также

методом сделок оценивается стоимость всего предприятия.

2. Рассчитывается пропорциональная неконтрольному пакету часть общей стоимости предприятия. Базовой величиной, из которой вычитается скидка за неконтрольный характер пакета, является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права контроля.

3. Определяется, а затем вычитается из пропорциональной доли скидка на неконтрольный характер. На этом же этапе должно быть установлено: насколько необходима и какова величина дополнительной скидки на недостаточную ликвидность.

**Второй подход – «горизонтальный».** При таком подходе необязательно определять стоимость всего предприятия. Данные для оценки стоимости неконтрольного пакета можно взять из данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов открытых компаний и осуществить расчет методом рынка капитала. В связи с тем, что данные по этим сделкам относятся к открытым компаниям, когда речь идет о закрытых компаниях, необходимо вычесть скидку за недостаточную ликвидность для определения стоимости неконтрольного пакета.

**Третий подход – «снизу-вверх».** В двух предыдущих подходах оценщик начинает расчет с какой-то величины (стоимости всего предприятия или стоимости сопоставимых неконтрольных пакетов), а затем вычитает из нее требуемые скидки, как бы идет вниз. В третьем подходе оценщик, напротив, начинает снизу, суммируя все элементы стоимости неконтрольного пакета.

Владелец неконтрольного пакета имеет два источника финансирования стоимости:

- ◆прибыль, распределенную в форме дивидендов;
- ◆выручку от продажи неконтрольного пакета.

Эти ожидаемые будущие выплаты рассматриваются оценщиком в качестве дисконтируемых будущих доходов, т.е. ожидаемые, прогнозируемые (по срокам и сумме) дивиденды и прогнозируемая (по срокам и сумме) выручка от

продажи в будущем миноритарного пакета берутся за основу денежного потока. По соответствующей ставке дисконта они приводятся к текущей стоимости, и затем определяется стоимость миноритарного пакета. Можно рассчитать иначе: при расчете основываться на прогнозе неограниченного во времени потока дивидендов без учета остаточной стоимости.

Недостаток же ликвидности у неконтрольных пакетов в закрытых компаниях может быть учтен двумя способами:

- ◆через увеличение ставки дисконта;
- ◆через расчет скидки за недостаточную ликвидность.

## **6.2. ПРЕМИЯ ЗА КОНТРОЛЬ, СКИДКИ ЗА НЕКОНТРОЛЬНЫЙ ХАРАКТЕР ПАКЕТА И ЗА НЕДОСТАТОЧНУЮ ЛИКВИДНОСТЬ**

При оценке контрольного пакета, если отсутствуют какие-либо отдельные элементы контроля, величина премии за контроль должна быть уменьшена на стоимость, приходящуюся на данные элементы. Напротив, если неконтрольному пакету акций присущи какие-то отдельные возможности элементов контроля, то это должно быть отражено в его стоимости. Рассмотрим подробнее расчеты премий и скидок.

**Премия за контроль.** В зарубежной практике средние показатели премий за контроль публикуются в ежегодно издаваемом статистическом обзоре слияний компаний («Mergestat Review»). В нашей стране таких изданий, где бы отслеживались средние показатели премий за контроль по годам и отраслям, нет, поэтому, специалисты вынуждены ориентироваться на данные зарубежных справочников (хотя это и не совсем корректно) или осуществлять расчет самостоятельно. Премия за контроль, рассматривается, как процент превышения выкупной ценой рыночной цены акций продавца за пять (рабочих) дней до официального объявления о слияниях компаний. Иными словами, это разница между ценой, выраженной в процентах, и ценой миноритарного свободно обращающегося пакета. Однако практика показывает, что в преддверии слияний курс акций начинает расти раньше, чем за пять дней до официального объявле-

ния о сделке. Подобное приводит к искажению, точнее – к занижению премии за контроль. В связи с этим чаще всего отслеживают курс за период от двух месяцев до пяти (рабочих) дней. **Скидка за неконтрольный характер пакета.** Она является производной от премии за контроль. Эта тенденция основана на эмпирических данных. Скидка (в %) за неконтрольный характер (миноритарную долю)

$$P_c = 1 - (1 / (1 + \text{Премия за контроль})).$$

Средняя премия за контроль колеблется в пределах 30-40%, скидка со стоимости за меньшую долю – около 23%. Хотя оценщик и ориентируется на эти данные, в целом он должен принять во внимание и проанализировать все факторы, влияющие на величину премий и скидок в каждом конкретном случае.

**Скидка за недостаточную ликвидность.** Ликвидность – способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателей. Исходя из этого скидка за недостаточную ликвидность определяется как величина или доля (в %), на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной ликвидности. Высокая ликвидность увеличивает стоимость ценной бумаги, низкая – снижает по сравнению со стоимостью аналогичных, но легко реализуемых бумаг.

*Базовая величина*, из которой вычитается скидка за недостаточную ликвидность, – стоимость высоколиквидного сопоставимого пакета.

Необходимо проанализировать факторы, увеличивающие и уменьшающие размер скидки. Первая группа факторов включает:

- ◆ низкие дивиденды или невозможность их выплаты;
- ◆ неблагоприятные перспективы продажи акций компании или ее самой;
- ◆ ограничения на операции с акциями (например, законодательные ограничения свободной продажи акций закрытых компаний).

Ко второй группе факторов относятся:

- ◆ возможность свободной продажи акций или самой компании;

◆высокие выплаты дивидендов.

Размер пакета акций относится к фактору, который может, как увеличить, так и снизить скидку за недостаточную ликвидность. Степень контроля взаимосвязана со степенью ликвидности. Контрольный пакет акций требует меньшей скидки за недостаточную ликвидность, чем миноритарный.

Что же касается миноритарных пакетов акций закрытых компаний, то они менее ликвидны, чем миноритарные пакеты открытых. Это обусловлено, во-первых, правом первого отказа, при котором акционер миноритарного пакета в случае продажи своих акций обязан предложить их компании; во-вторых, отсутствием права на разделение (отсутствием права на участие в продаже). Владельцы миноритарных пакетов при продаже акций не могут получить взамен на акцию такую же цену, как и владельцы контрольного пакета. Как правило, эта цена значительно ниже. Итак, когда оценивается миноритарный пакет акций в закрытых компаниях, то применяются скидки и на неконтрольный характер, и за недостаточную ликвидность.

В России 70-80% ценных бумаг относятся к закрытым акционерным обществам, поэтому риск ликвидности – один из самых распространенных на российском рынке. Анализ ликвидности предполагает также рассмотрение проблемы иерархии ценных бумаг по инвестиционным качествам, т.е. в зависимости от их привлекательности для инвесторов.

Облигации, привилегированные акции, обыкновенные акции различаются последовательностью возмещения денежных средств (если предприятие ликвидировано, то в первую очередь погашается задолженность по облигациям, затем – по привилегированным акциям и только в последнюю очередь – задолженность перед владельцами простых акций) и степенью гарантированности выплат. Проценты по облигациям выплачиваются независимо от того, получило ли предприятие прибыль или нет.

Если нет прибыли, то проценты должны выплачиваться из резервного фонда. Привилегированные акции дают гарантированное право на дивиденды, но в случае, если компания имеет финансовые средства для выплат. Обычные

акции не имеют гарантированных прав на выплату дивидендов. Платой за возрастание риска, понижение гарантии выплат и возмещение денежных ресурсов в случае банкротств является использование различных скидок на недостаточную ликвидность.

Наименьшая скидка – скидка по облигациям. У привилегированных акций скидка за недостаточную ликвидность больше, чем по облигациям, но меньше, чем по обычным акциям.

Существует несколько методов определения скидки за недостаточную ликвидность. Отметим два наиболее интересных.

1. Показатель «цена компании/прибыль» для закрытой компании сравнивается с таким же показателем для свободнообращающихся сопоставимых акций на фондовых рынках.

2. Оценивается стоимость регистрации акций и брокерских комиссионных, взимаемых за продвижение акций компании на фондовый рынок. Берутся данные расхода в процентном отношении к стоимости выпускаемых акций, причем в случае закрытых компаний эти затраты гипотетические: каковыми бы были расходы, если бы произошла эмиссия.

### **6.3. ВЫВОД ИТОГОВОЙ ВЕЛИЧИНЫ СТОИМОСТИ**

Стоимость имущества предприятия оценивается несколькими методами, обосновывающими рыночную цену. При этом оценщик не обязан использовать все имеющиеся методы, а может ограничиваться лишь теми, которые более соответствуют ситуации. Главное – грамотно выбрать методы. Существуют определенные приемы, ограничивающие перечень методов оценки стоимости имущества для каждой конкретной ситуации (рис.6.1).

На *первом этапе* выбора методов должны быть четко определены:

- ◆ цель, ради которой проводится оценка;
- ◆ используемый стандарт стоимости, который зависит от цели оценки и в конечном счете определяет выбор методов оценки (например, инвестора интересует прежде всего инвестиционная стоимость, и он соответственно

отдаст предпочтение доходному подходу);

- ◆доля оцениваемой собственности; одни методы предпочтительнее использовать при оценке контрольных пакетов; другие – при оценке миноритарных пакетов;

- ◆объем доступной информации; если оценщик не имеет достаточного количества данных по сопоставимым компаниям, то он не сможет использовать рыночный подход; если же не имеет информации о денежных потоках, то он не сможет использовать доходный подход.

На *втором этапе* выбора методов оценки наиболее важен анализ, как отраслевых факторов, так и факторов на уровне компании. Отраслевые факторы анализируются по следующим параметрам: перспективам развития отрасли, прошлой и ожидаемой доходности в отрасли, степени отраслевого риска. Факторы на уровне предприятия должны отражать темпы роста доходов оцениваемого предприятия, динамику его финансовых показателей, зависимость от покупателей и поставщиков. Выбор методов оценки в большей степени зависит от характеристик оцениваемого предприятия, а не от отраслевых факторов.

На *третьем этапе* оценщику необходимо определить, какие использовать методы: основанные на анализе активов (метод стоимости чистых активов, метод ликвидационной стоимости) или же на анализе доходов (метод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации доходов, метод избыточных прибылей или оценочные мультипликаторы: цена/прибыль, цена/денежный поток, цена/дивидендные выплаты).

Первую группу методов целесообразно использовать, когда доходы предприятия не поддаются точному прогнозу, когда предприятие обладает значительными материальными и финансовыми активами (ликвидными ценными бумагами, инвестициями в недвижимость), либо когда предприятие зависит от контрактов или отсутствует постоянная клиентура.

Вторую группу методов целесообразно использовать, когда текущие и будущие доходы предприятия могут быть достоверно определены либо когда

активы предприятия преимущественно состоят из машин, оборудования, готовой продукции, либо когда предприятие имеет устойчивый спрос на свою продукцию.

На *четвертом этапе* оценщик анализирует достаточность и качество

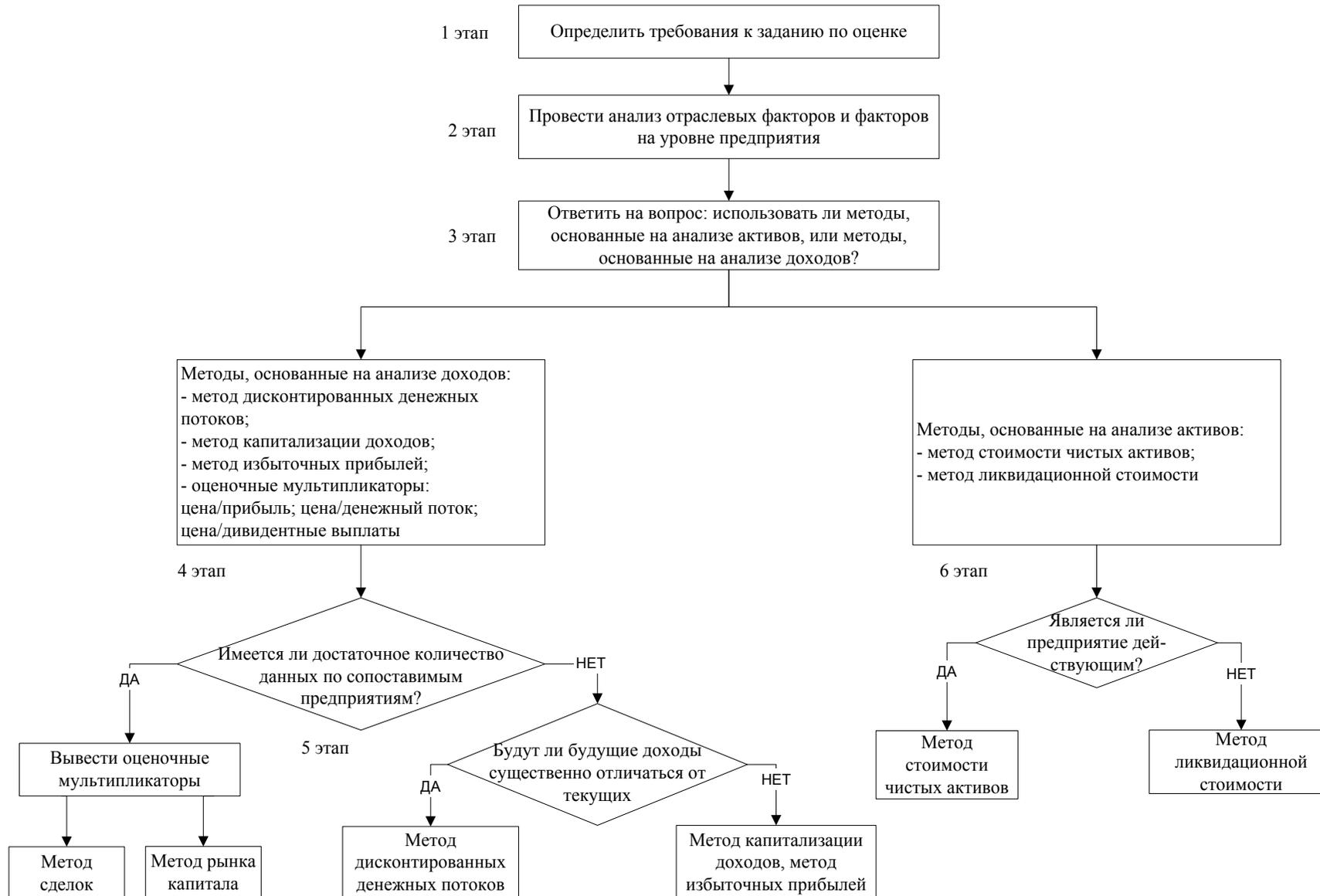


Рис.6.2. Этапы выбора методов оценки

информации по сопоставимым компаниям. Если оценщик находит необходимое число сопоставимых компаний, то он рассчитывает мультипликаторы и использует их в методе рынка капитала и методе сделок. Если оценщик не может найти такой группы предприятий, то оценка проводится с помощью методов, основанных на исследовании доходов, сравнительный подход не используется, а оценка проводится методами капитализации доходов, избыточных прибылей или дисконтированных денежных потоков.

На *пятом этапе* оценщик должен спрогнозировать динамику будущих доходов и сравнить ее с текущими доходами. Если будущие доходы предприятия будут существенно отличаться от текущих, то используется метод дисконтированных денежных потоков, в противном случае можно применить метод капитализации доходов, а в некоторых случаях – метод избыточных прибылей.

На *шестом этапе* (если используются методы, основанные на анализе активов) оценщик должен определить, является ли предприятие действующим или же оно стоит на пороге ликвидации. В первом случае наиболее приемлем метод стоимости чистых активов; во втором – метод ликвидационной стоимости.

Исходя из изложенного, можно сделать следующие выводы.

Метод капитализации доходов используется при условии, что:

- ◆будущие доходы будут равны текущим или же темпы роста будут умеренными и предсказуемыми;

- ◆доходы представляют собой достаточно значительные положительные величины, т.е. бизнес будет стабильно существовать.

Метод дисконтированных денежных потоков целесообразен, когда:

- ◆будущие денежные потоки будут существенно отличаться от текущих, в связи с действием таких факторов, как ожидаемые изменения в экономических условиях, изменения в структуре бизнеса;

- ◆прогнозируемые денежные потоки предприятия являются значительными положительными величинами, и их обоснованно можно оценивать;

◆чистый денежный поток предприятия в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной.

Метод стоимости чистых активов дает лучшие результаты при оценке предприятия:

◆обладающего, значительными материальными и финансовыми активами;

◆в случае невозможности достаточно точного определения прибыли или денежного потока предприятия в будущем;

◆действующего, вновь возникшего, не имеющего ретроспективных данных о прибылях, а также холдинговой или инвестиционной компании.

Метод ликвидационной стоимости следует использовать при оценке предприятия, которому грозит банкротство, и соответственно существуют большие сомнения в способности его оставаться действующим. Это отражается в информации о низких или даже отрицательных доходах на активы, что служит показателем экономического устаревания данного бизнеса. В этом случае бизнес должен быть ликвидирован, а активы реализованы по их рыночной цене.

Метод рынка капитала и метод сделок можно использовать, если:

◆имеется достаточное количество сопоставимых компаний и достаточная финансовая информация по ним. Финансовый анализ и прогнозирование данных представляют собой базу для расчета оценочных мультипликаторов;

◆в мультипликаторах знаменатель является достаточной положительной величиной.

Таковы основные факторы, определяющие целесообразность использования того или иного метода.

При выборе метода обязательно учитываются преимущества и недостатки каждого из них, т.е. сильные и слабые стороны.

Метод дисконтированных денежных потоков имеет следующие преимущества:

- ◆основан на ожидаемых будущих доходах, а также на будущих ожиданиях расходов, капитальных вложений и т.д.;

- ◆учитывает ситуацию на рынке через ставку дисконта, а также риск инвестиций, связанный с достижениями прогнозных результатов;

- ◆позволяет учесть экономическое устаревание предприятия в случае превышения величины рыночной стоимости, полученной методом стоимости чистых активов, по сравнению с величиной рыночной стоимости, полученной методом дисконтированных денежных потоков.

В мировой практике этот метод используется чаще других, он точнее определяет рыночную стоимость предприятия, в наибольшей степени интересует инвестора, так как с помощью этого метода оценщик выходит на ту сумму, которую инвестор будет готов заплатить с учетом будущих ожиданий от бизнеса, а также с учетом требуемой инвестором ставки дохода на инвестиции в этот бизнес. Однако использование этого метода затруднено из-за сложности точного прогнозирования. Поэтому в России метод дисконтированных денежных потоков используется менее широко, чем в мировой практике. Наиболее распространены в нашей стране методы, основанные на анализе активов, и в будущем эти методы будут доминировать.

Методы рынка капитала и сделок применяются в меньших объемах из-за отсутствия достаточной информации по сопоставимым предприятиям. К преимуществам методов, основанных на анализе существующих активов, можно отнести следующие:

- ◆устранение значительной части предположений, присущей при других методах;

- ◆эффективность при оценке вновь возникших предприятий, холдинговых и инвестиционных компаний.

Тем не менее, эти методы не учитывают будущую прибыль, а также уровень отдачи на имеющиеся активы, т.е. перспективы бизнеса.

Метод рынка капитала и метод сделок базируются главным образом на рыночных данных – это относится к бесспорным преимуществам методов. К

недостаткам стоит отнести: необходимость внесения ряда поправок для применения данных по сопоставимым предприятиям; возникновение трудностей при поиске действительно сопоставимых предприятий.

Итак, различные методы могут быть использованы в процессе оценки, но решение вопроса об относительной значимости показателей стоимости, полученных на базе различных методов, должно определяться обоснованным суждением оценщика, которое оформляется путем взвешивания стоимостей, определенных использованием двух и более методов. Решение же вопроса, каким стоимостным оценкам придать больший вес и как каждый метод взвешивать по отношению к другим, является ключевым на заключительном этапе процесса оценки.

Существуют два базовых метода взвешивания:

- ◆ метод математического взвешивания;
- ◆ метод субъективного взвешивания.

Метод математического взвешивания использует процентное взвешивание (табл. 6.1).

Таблица 6.1. Пример математического взвешивания

| Метод                                   | Рыночная стоимость, долл. | Вес, % | Средневзвешенная стоимость, долл. |
|---|---------------------------|--------|-----------------------------------|
| Метод дисконтированных денежных потоков | 1 500 000                 | 25     | 375 000                           |
| Метод стоимости чистых активов          | 1 100 000                 | 60     | 660 000                           |
| Метод рынка капитала                    | 1 620 000                 | 15     | 243 000                           |
| Средневзвешенная стоимость              |                           | 100    | 1 278 000                         |

При субъективном взвешивании цель такая же, как и при методе математического взвешивания, – выйти на единую оценочную стоимость, но при этом подходе не используется процентное взвешивание. Оценочное заключение базируется на анализе преимуществ и недостатков каждого метода, а также на анализе количества и качества данных в обосновании каждого метода. Во главе угла стоят профессиональный опыт и суждения оценщика. Для

определения удельного веса каждого оценочного метода необходимо учитывать следующие факторы:

- характер бизнеса и его активов, например, при оценке холдинговой и инвестиционной компании больший вес будет придан методу стоимости чистых активов;

- цель оценки и предположительное ее использование;

- применяемый стандарт стоимости. Если определяется величина ликвидационной стоимости, то бессмысленно использовать метод дисконтированных денежных потоков, метод рынка капитала или метод сделок;

- количество и качество данных, подкрепляющих данный метод;

- уровень ликвидности;

- уровень контроля.

Учет всех этих факторов дает возможность произвести взвешивание и, в конечном счете, вывести итоговое заключение.

## **Выводы**

1. Для получения итоговой величины стоимости в процессе оценки предприятия в зависимости от размера приобретаемого пакета акций и его ликвидности учитываются:

- ◆премия за приобретение контрольного пакета;

- ◆скидка за неконтрольный характер;

- ◆скидка за недостаточную ликвидность.

2. Премия за контроль – имеющее стоимостное выражение преимущество, связанное с владением контрольным пакетом акций.

Скидка за неконтрольный характер – величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли с учетом неконтрольного характера оцениваемого пакета.

Скидка за недостаточную ликвидность – величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения его недостаточной ликвидности.

3. Базовой величиной, из которой вычитается скидка за неконтрольный характер, является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия.

Базовой величиной, из которой вычитается скидка за недостаточную ликвидность, выступает стоимость высоколиквидного сопоставимого пакета.

4. Премия за контроль рассчитывается, как процент превышения выкупной ценой рыночной цены акций продавца за два месяца до официального объявления о слиянии. Скидка за неконтрольный характер представляет собой производную от премии за контроль.

Скидка за недостаточную ликвидность оценивается как стоимость регистрации акций и брокерских комиссионных, взимаемых за продвижение акций компании на фондовый рынок.

### **Контрольные вопросы**

1. Какие факторы необходимо учесть при выводе итоговой величины рыночной стоимости капитала предприятия?

2. Какие преимущества и недостатки имеет метод стоимости чистых активов?

3. Какие преимущества и недостатки имеет метод дисконтированных денежных потоков?

4. Что можно отнести к преимуществам и недостаткам рыночного подхода к оценке предприятия?

## **7. ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА ПРЕДПРИЯТИЯ**

Одним из наиболее важных этапов работы по оценке предприятия является оформление отчета. От того, что войдет в данный документ, в каких форме и последовательности, во многом зависит успех или неудача проделанной работы.

При написании отчета об оценке бизнеса перед оценщиком стоят следующие основные **задачи**: во-первых, нужно изложить логику анализа; во-вторых, зафиксировать все важные моменты оценки; в-третьих, подготовить отчет так, чтобы его потребитель мог при желании повторить анализ и пришел бы к заключению, которое сделал оценщик. Решение данных задач возможно при выполнении ряда требований.

Прежде всего, для восприятия отчета пользователями информации он должен быть логичен. Изложение каждой последующей проблемы должно вытекать из предыдущего материала, выводы разных разделов должны дополнять друг друга и «работать» на общее заключение. Восприятие материала отчета облегчается, если последний хорошо структурирован, достаточно подробен и содержит необходимую информацию, подтверждаемую документами. Вместе с тем нельзя отягощать отчет несущественными данными. Во многом восприятие отчета определяется стилем, которым он написан, а это зависит от того, кто будет потребителем отчета. Потребителями услуг оценщика являются люди, не знакомые с терминологией оценки, поэтому профессиональные термины должны объясняться.

Структура отчета, независимо от целей оценки, единообразна: она основана на принципе «от общего к частному». Основные разделы отчета следующие:

1. Введение.
2. Общеэкономический раздел.
3. Краткая характеристика отрасли.
4. Краткая характеристика предприятия (фирмы).
5. Анализ финансового состояния.
6. Методы оценки.
7. Выводы и приложения.
8. Общее заключение по оценке.

Исходя из целей оценки и специфики объекта, в структуру отчета могут быть внесены некоторые изменения. Например, в самостоятельный раздел

может быть выделен анализ данных по предприятиям-аналогам. Если для оценки предприятия важна общеэкономическая ситуация в стране или регионе, то им можно посвятить специальные разделы. Анализ финансового состояния может войти в раздел, в котором дается характеристика предприятия (фирмы).

**Содержание** отчета должно иметь: описание оцениваемого объекта, его название и точный адрес; перечень юридических прав и ограничений, связанных с данной собственностью; описание физического состояния объекта и его стоимостных характеристик.

Кроме того, в отчете нужно четко сформулировать цель оценки, обосновать использование того или иного вида стоимости, зафиксировать дату произведения оценки.

Если к выводам отчета применяются какие-либо ограничивающие условия, то их необходимо указать. Примерами ограничений может быть написание предварительного или частичного отчета.

Важный момент отчета – обоснование выбора тех или иных методов оценки.

Оценку должен проводить независимый оценщик, поэтому в отчете требуется подтверждение отсутствия личной заинтересованности оценщика в оцениваемом объекте и в величине его рыночной стоимости.

Немаловажными для отчета являются наличие в нем подписей всех лиц, проводивших оценку, текст, свидетельствующий об их согласии с ее результатами. Если же кто-либо из оценщиков, принимавших участие в работе, не согласен с некоторыми или всеми выводами отчета, то он должен включить в него свое личное мнение по тем или иным вопросам оценки.

Отчет об оценке бизнеса, его содержание, объем и стиль изложения во многом зависят от цели оценки, характера оцениваемого объекта и от потребностей заказчиков отчета. Так, отчет для инвестора отличается от отчета для кредитора или для налогового инспектора. Отчет зависит также от сложности и размеров оцениваемого предприятия. Если читателями отчета будут

лица, не знакомые с предприятием, то обязательно подробное описание последнего. Если же отчет предназначен для работников фирмы, то ее подробное описание необязательно.

Отчет начинается с краткого вступительного раздела – введения, в котором: излагается суть задания (оценки) и перечисляются используемые источники информации; дается краткое описание предприятия и его капитала; уточняется вид стоимости, который следует определить в процессе оценки; приводятся методы оценки, примененные в данном отчете, и вывод.

При изложении задания отмечаются: оценочная компания и группа; кем она была нанята; дата, на которую действительна оценка, и цель оценки.

После описания задания целесообразно разместить обобщенный список источников информации. Он может включать: финансовые отчеты предприятия, его контракты и договоры, источники данных по предприятиям-аналогам и т.д. Обязательно должны быть сведения о том, проводилась ли аудиторская проверка, какие объекты предприятия посещались оценщиком. Можно указать, у кого брались интервью для сбора данных по оцениваемому предприятию.

Во введении желательно описать, что производит предприятие, где оно расположено, каким капиталом владеет и как последний распределяется. Далее сообщается стандарт стоимости, который будет использоваться в оценке, исходя из ее цели. Полезно дать определение применяемого вида стоимости.

Во введении также кратко излагаются методы оценки и приводится вывод о величине стоимости оцениваемого предприятия.

Для прогнозирования перспектив развития предприятия полезен раздел, в котором приводятся общеэкономические или региональные данные, а также раздел, анализирующий ситуацию в отрасли.

В общеэкономическом разделе должны приводиться лишь те данные по ситуации в стране или регионе, которые непосредственно влияют на развитие предприятия. Эти же данные могут быть в разделе, посвященном методам

оценки при прогнозировании доходов и расходов предприятия. В таком случае данный раздел не выделяется.

Раздел, посвященный характеристике отрасли, должен познакомить потребителя отчета с особенностями отрасли, ее положением в настоящее время и в будущем. Особое внимание уделяется характеристике рынков сбыта и факторам, влияющим на спрос. В разделе также приводится информация о конкуренции в отрасли и положении оцениваемого предприятия по сравнению с положением ведущих конкурентов.

Главная цель раздела, посвященного характеристике предприятия, – выявление его особенностей и их влияния на рыночную стоимость.

Основные вопросы, рассматриваемые в разделе: предыстория предприятия, перечень выпускаемых товаров и услуг, условия сбыта, наличие поставщиков, персонала, менеджмент, прошлые сделки с акциями предприятия.

При знакомстве с предысторией читатель получает информацию о том, когда была создана оцениваемая фирма, какие изменения (например, в названии, месторасположении, направлениях деятельности) произошли. Полезно отразить и то, какое имущество находится в собственности предприятия, а какое арендуется и на каких условиях. Приводятся также данные о площади, занимаемой каждым производственным объектом. Если компания имеет дочерние фирмы, то дается информация об их организационной форме, процентной доле материнской компании в их капиталах и т. д.

В данном разделе раскрывается группа вопросов, касающихся текущей деятельности предприятия. Во-первых, отмечается, какую продукцию производит данное предприятие и какие услуги оно оказывает; выделяются ведущие виды продукции или услуг и показывается их процентное соотношение. Во-вторых, для прогнозирования будущих доходов предприятия важна информация о его рынках сбыта и о том, какое место оно там занимает, о потребителях его продукции и их финансовом положении. В-третьих, необходимо дать информацию о системе снабжения и основных поставщиках. В-четвертых, в этом разделе приводятся данные о численности персонала предприятия, ука-

зывается, сколько человек занято постоянно, а сколько временно или сезонно. Полезно привести данные о квалификации кадров и их текучести. В-пятых, обязательно дается информация о состоянии управления на оцениваемом предприятии. Эти данные могут быть приведены в виде списка ведущих руководителей с пояснениями об их образовании и карьере.

Если имели место сделки с акциями оцениваемого предприятия, то в данном разделе приводится их описание. При этом отмечается, насколько переход акций от одного собственника к другому отражал их реальную рыночную стоимость.

Заканчивается данный раздел обобщением факторов, которые, на взгляд оценщика, оказывают положительное и отрицательное влияние на стоимость предприятия.

Раздел, посвященный анализу финансового состояния предприятия, содержит информацию для всех трех подходов к оценке: доходного, затратного и сравнительного. В разделе анализируются бухгалтерские балансы и отчеты о финансовых результатах деятельности предприятия за ряд предшествующих лет, рассчитываются важнейшие финансовые показатели. Если в бухгалтерскую отчетность вносятся определенные поправки, то это отражается в отчете.

При анализе финансового состояния предприятия и прогнозировании его изменения рассчитывается несколько групп финансовых показателей, ликвидности, структуры капитала, оборачиваемости и рентабельности.

Сравнения могут проводиться по изменяющимся во времени показателям оцениваемого предприятия (для выявления тенденций в его развитии), между показателями оцениваемого предприятия и среднеотраслевыми показателями, между показателями оцениваемого предприятия и показателями предприятий-аналогов.

В отчете дается анализ этих показателей, сам же расчет может приводиться в приложении к нему. Очень важно в отчете прокомментировать, как влияет уровень тех или иных финансовых показателей оцениваемого пред-

приятия на величину его рыночной стоимости. Данные выводы можно поместить в заключение по данному разделу.

Раздел методов оценки, применяемых для оценки данного предприятия, начинается с обоснования выбора тех или иных методов. После этого излагается последовательность оценки данного предприятия выбранными методами.

При этом даются, по возможности, источники используемой информации. Это, например, относится к информации, с помощью которой была рассчитана ставка капитализации или ставка дисконта. Обосновываются выбор той или иной величины мультипликатора, внесение поправок на контрольный или неконтрольный характер пакетов акций, поправок на ликвидность. Доказывается необходимость и анализируются оптимальные размеры мультипликаторов и поправок.

Завершается данный раздел заключением о величине стоимости оцениваемого предприятия. Как правило, здесь показатели стоимости, полученные разными подходами, сводятся в табличную форму, им придаются определенные веса, и на этой основе выносится заключение о величине стоимости.

Отчет о методах оценки, кроме основной части, имеет приложения. В них, в частности, приводятся заявления об отсутствии личной заинтересованности оценщика, допущения и оговорки.

В приложении содержатся также копии документов, характеризующих академическое образование и профессиональную подготовку оценщиков, участвующих в написании отчета. Профессиональные организации оценщиков являются многопрофильными организациями, поэтому в отчете отражается конкретная дисциплина, по которой оценщик сертифицирован. В приложение обычно выносятся табличная информация, которая обосновывает использование в отчете тех или иных величин.

К наиболее распространенным недостаткам отчета об оценке относятся следующие. Бывают случаи, когда в отчете не указывается, какой именно стандарт стоимости использовал оценщик для оценки данного предприятия.

Другим недостатком служит использование профессиональных терминов без их разъяснения или приведение в отчете терминов, имеющих разное толкование, например, таких, как ставка капитализации или денежный поток. Важно выбрать необходимую для потребителя степень детализации информации. Одинаково плохо как вдаваться в несущественные подробности, так и не дать необходимой информации. Недопустимо принятие противоречивого отчета, т.е. отчета, в котором различные разделы находятся между собой в противоречии. Наиболее часто встречающийся недостаток, который объективен для России, – неправильный отбор информации по предприятиям-аналогам. Связано это, прежде всего, с малым количеством достоверной информации по рыночным сделкам.

### **Контрольные вопросы**

1. Каковы обязательные разделы отчета по оценке предприятия?
2. Какие факторы определяют структуру отчета?
3. Какие характерные ошибки возникают при написании отчета?

## **8. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ**

Сущность, порядок расчета и особенности применения в оценочной практике показателей экономической эффективности инвестиционных проектов необходимо постоянно изучать. Это обусловлено, с одной стороны, тем, что инвестиционный проект выступает либо как самостоятельный объект оценки, либо как один из элементов собственности, выделяемых в затратном подходе наряду с машинами и оборудованием, интеллектуальной собственностью и т. д.

С другой стороны, если целью оценки является купля-продажа собственности, то потенциальный собственник предполагает инвестировать средства, совпадающие с итоговой величиной стоимости, определенной по совокупности трех подходов: доходного, затратного и сравнительного. Следовательно, процесс дисконтирования, осуществленный в доходном подходе, нуждается в корректировке.

Инвестиционный проект может быть оценен по большому числу факторов: ситуации на рынке инвестиций, состоянию финансового рынка, профессиональным интересам и навыкам инвестора, финансовой состоятельности проекта, геополитическому фактору и т.д. Однако на практике существуют универсальные методы определения инвестиционной привлекательности проектов, которые дают формальный ответ: выгодно или невыгодно вкладывать деньги в данный проект; какой проект предпочесть при выборе из нескольких вариантов.

Инвестирование с позиции владельца капитала означает отказ от сиюминутных выгод ради получения дохода в будущем. Проблема оценки инвестиционной привлекательности состоит в анализе предполагаемых вложений в проект и потока доходов от его использования. Аналитик должен оценить: насколько предполагаемые результаты отвечают требованиям инвестора по уровню доходности и сроку окупаемости.

Для принятия решения по инвестиционному проекту необходимо располагать информацией о характере полного возмещения затрат, а также о соот-

ветствии уровня дополнительно получаемого дохода степени риска, неопределенности достижения конечного результата.

Различают простые (статические) и усложненные методы оценки, основанные на теории изменения стоимости денег во времени.

Простые методы традиционно использовались в отечественной практике. В методических рекомендациях по расчету экономической эффективности капитальных вложений предусматривалась система показателей, отвечающая действующим в то время условиям хозяйствования. К важнейшим показателям относились:

1. Коэффициент общей экономической эффективности капитальных вложений:

$$\mathcal{E} = \Pi / K,$$

где  $\Pi$  – годовая прибыль;

$K$  – капитальные вложения.

2. Срок окупаемости:

$$T = K / \Pi.$$

3. Показатель сравнительной экономической эффективности капитальных вложений, основанный на минимизации приведенных затрат,

$$\Pi = C_i + E_n \times K_i$$

где,  $C_i$  – текущие затраты (себестоимость) по тому же варианту;

$E_n$  – нормативный коэффициент эффективности капитальных вложений;

$K_i$  – капитальные вложения по каждому варианту.

Отличительной чертой инвестиционного процесса является разрыв во времени, как правило, более одного года, между вложением денег, имущества (имущественных прав) и получением дохода. Следовательно, основным недостатком ранее действовавших отечественных методик было игнорирование временной оценки затрат и доходов.

Переход к рыночным отношениям, принятие законодательных актов, касающихся инвестиционной деятельности, предоставили инвесторам свободу выбора:

- ◆ объектов инвестирования;
- ◆ критериев оценки экономической эффективности;
- ◆ источников финансирования;
- ◆ способов использования конечных результатов.

Оценка инвестиционной привлекательности проектов должна учитывать инфляционные процессы, возможность альтернативного инвестирования, необходимость обслуживания капитала, привлекаемого для финансирования.

Оценка проектов усложненными методами базируется на том, что потоки доходов и расходов по проекту, представленные в бизнес-плане, несопоставимы. Для объективной оценки надо сравнивать затраты по проекту с доходами, приведенными к их текущей стоимости на момент осуществления затрат, исходя из уровня риска по оцениваемому проекту, т.е. доходы должны быть продисконтированы.

Экономическая оценка проекта характеризует его привлекательность по сравнению с другими альтернативными инвестициями. При оценке инвестиционных проектов с учетом временного фактора используется следующая система показателей:

1. Срок (период) окупаемости.
2. Чистая текущая стоимость доходов.
3. Ставка доходности проекта.
4. Внутренняя ставка доходности проекта.
5. Модифицированная ставка доходности.
6. Ставка доходности финансового менеджмента.

Оценка инвестиционной привлекательности проекта предполагает использование, как правило, всех показателей. Это связано с тем, что каждому методу присущи некоторые недостатки, устраняемые в процессе расчета другого показателя. Экономическое содержание каждого показателя неодинаково. Ана-

литик получает информацию о различных сторонах инвестиционного проекта, поэтому только совокупность расчетов позволит принять правильное инвестиционное решение.

### **Основные принципы оценки инвестиционных проектов**

Оценка инвестиционной привлекательности проектов предполагает сравнение расходов и доходов по проекту с учетом фактора времени.

Ставка дисконтирования, применяемая для расчета стоимости доходов, зависит от степени риска оцениваемого проекта.

Оценщик может использовать систему показателей, отражающих различные стороны экономической эффективности проекта. Окончательное решение об инвестиционной привлекательности может быть принято только на основе интегральной информации, получаемой при использовании всей системы показателей.

Период (срок) окупаемости проекта информирует о временном периоде, необходимом для возврата вложенных средств, однако не учитывает динамику доходов в последующий период.

Чистая текущая стоимость доходов отражает реальный прирост активов от реализации оцениваемого проекта. Однако показатель существенно зависит от применяемой ставки дисконтирования и не учитывает величины затрат по проекту.

Ставка доходности (коэффициент рентабельности) проекта отражает величину чистого приведенного дохода, получаемую на единицу затрат по проекту. Показатель зависит от применяемой ставки дисконтирования, т.е. испытывает субъективное влияние.

Внутренняя ставка доходности проекта отражает "запас прочности" проекта, так как по экономическому содержанию это ставка дисконтирования, уравнивающая приведенные доходы с расходами по проекту. Недостатком метода является гипотетическое предположение о реинвестировании по внутренней ставке доходности, что на практике невозможно. Кроме того, если в течение

анализируемого периода достаточно крупные затраты возникают несколько раз, показатель имеет множественное решение.

Модифицированная ставка доходности рассчитывается по проектам, предполагающим распределение затрат по годам. Поэтому свободные средства, предназначенные для вложения в основной проект в последующие периоды, можно временно инвестировать в другие проекты, отвечающие условиям безопасности и ликвидности. Поскольку второстепенные проекты обеспечивают некоторый доход, потребность в инвестициях в начальный период будет уменьшена, исходя из уровня безопасной ликвидной ставки дисконтирования.

Ставка доходности финансового менеджмента предполагает, что доходы, получаемые от проекта, могут быть инвестированы в несколько проектов, имеющих разный уровень доходности. Аналитик определяет среднюю, или "круговую", ставку доходности и на ее основе рассчитывает величину накопленных к моменту возникновения последней суммы доходов. Для корректировки потока затрат и потока доходов используются различные ставки, максимально приближенные к действительности.

### **Контрольные вопросы**

5. Как определяется инвестиционный проект? Каковы его признаки?
6. Каковы основные различия простых и усложненных методов оценки инвестиционных проектов?
7. Почему для оценки инвестиционного проекта необходимо использовать несколько показателей эффективности?
8. В каких случаях ставка доходности проекта является обязательной для оценки?
9. Какие показатели эффективности инвестиционного проекта зависят от

применяемой аналитиком ставки дисконта?

10. Какой показатель можно суммировать по всем проектам, входящим в инвестиционный портфель, для оценки его эффективности?

11. Чем отличается ставка дисконтирования, применяемая к конкретному инвестиционному проекту, от его внутренней ставки доходности?

12. Какова сравнительная характеристика внутренней ставки доходности, модифицированной ставки доходности и ставки доходности финансового менеджмента?

## **9. ОЦЕНКА КАПИТАЛА ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫХ ГРУПП (ФПГ)**

Современная российская экономика характеризуется ускоренными процессами концентрации и интеграции капиталов различных сфер хозяйственной деятельности, проявившихся на практике при возникновении новых организационно-хозяйственных структур – финансово-промышленных групп. Последним присущи наличие крупного промышленного капитала и возможности аккумуляции и мобилизации огромных финансовых ресурсов. Именно крупный капитал формирует спрос и предложение на рынке, определяет условия ценообразования, реализует глобальные инвестиционные программы.

Перемены в рыночной среде вызывают к жизни не только новые организационно-хозяйственные структуры интегрированного капитала, но и в корне меняют формы их взаимоотношений на рынке и требования к стратегии их развития. Отсюда нужно знать как можно больше о возникающих объединениях (место их нахождения, эффективность функционирования, направления развития и т.п.).

Особую актуальность приобретает оценка капитала финансово-промышленных групп. Это не дань моде, а необходимость, обусловленная развитием и углублением рыночных отношений, формированием нормально функ-

ционирующего рыночного механизма. Поэтому большое значение имеет решение таких задач, как:

- раскрытие экономической сущности происходящих в российской экономике интеграционных процессов, вызвавших формирование и развитие ФПГ;
- оценка капитала ФПГ, рассмотрение особенностей данного объекта оценки;
- выявление основных целей проведения оценки капитала ФПГ, определение факторов, влияющих на величину стоимости капитала ФПГ;
- выбор методов оценки капитала ФПГ.

### **9.1. ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫЕ ГРУППЫ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ И НЕОБХОДИМОСТЬ ОЦЕНКИ ИХ КАПИТАЛА**

Накопленный мировой хозяйственный опыт показывает, что вывести национальную экономику из депрессивного состояния, осуществить финансирование инвестиционных процессов и распространение новых технологий можно только с помощью высококонцентрированного капитала. Объединение капиталов позволяет увеличить объем инвестиций в производственные проекты за счет собственных и заемных средств.

Каким образом это достигается?

Во-первых, крупномасштабный процесс концентрации и интеграции капитала позволяет нарастить массу используемых финансовых ресурсов.

Во-вторых, объединение различных функциональных форм капитала, представленных разнообразными институтами, дает многократный эффект использования денежных средств.

В-третьих, когда идет совместное использование индивидуальных капиталов с различными кругооборотами и циклической оборачиваемостью, капиталы взаимно дополняют друг друга, облегчают переориентацию ресурсов с целью повышения доходности и восстановления нарушенного равновесия.

Преимущества крупного производства предопределили бурное развитие корпораций. За рубежом крупнейшие компании производят основную часть

ВВП. Так, только в США на долю 100 крупнейших корпораций приходится 60% ВВП, 45% занятых, свыше 90% НИР и НИОКР.

Масштабность производства, вызванная к жизни НТР и глобальными мировыми хозяйственными процессами, привела к поиску новых источников накопления капитала, что вылилось как в слияние самих промышленных компаний, так и в объединение капиталов различных сфер хозяйственной деятельности: производственной, торгово-посреднической, финансовой, научно-исследовательской и др.

В современных условиях увеличение объема продаж крупных организационно-хозяйственных структур на 1/3 обеспечивается подобным слиянием. Российскую экономику данный процесс не миновал, хотя и определяется спецификой национального производства, историческими и геополитическими особенностями развития. Объединение капиталов и образование на этой основе крупных организационно-хозяйственных структур корпоративного типа находятся под влиянием узкой специализации предприятий, ориентации отраслей на локальные и региональные рынки, неразвитости рыночных институтов информационного, правового и финансового обеспечения воспроизводственных процессов.

Возникающие корпоративные новообразования представляют собой не разнородную сумму капиталов, а целостную экономическую систему, наделенную новыми свойствами: определенными характером движения и формой бытия. Совместное использование капиталов с различными кругооборотами и циклической оборачиваемостью позволяет обеспечить оперативную переориентацию ресурсов с целью восстановления нарушенного равновесия и стабилизации роста доходности. Возникающая на основе взаимопроникновения и переплетения финансового и промышленного капиталов новая организационная форма – финансово-промышленный капитал – отражает сложную эволюцию крупного капитала.

Целью образующейся системы являются координация и ускорение движения всех ее элементов, обеспечение устойчивым денежным потоком всех фаз

воспроизводства, осуществление инвестиционных проектов по созданию конкурентоспособной продукции и расширению рынка сбыта.

Финансово-промышленный капитал оформляется в саморегулируемую организационную структуру – финансово-промышленную группу. Выступая как результат функционирования системы интегрированного капитала, ФПГ отражает процесс слияния предприятий и учреждений различных сфер хозяйственной деятельности: производственной, торгово-посреднической, финансово-кредитной, научно-исследовательской и т.д.

Констатируя процессы слияния хозяйствующих субъектов различных форм капитала, Закон Российской Федерации от 27 октября 1995 г. "О финансово-промышленных группах" дает следующее определение: "Финансово-промышленная группа – совокупность юридических лиц, действующих как основное и дочерние общества, либо полностью или частично объединивших свои материальные и нематериальные активы (система участия) на основе договора о создании финансово-промышленной группы в целях технологической или экономической интеграции для реализации инвестиционных и иных проектов и программ, направленных на повышение конкурентоспособности и расширение рынков сбыта товаров и услуг, повышение эффективности производства, создание новых рабочих мест".

ФПГ должны отличаться устойчивыми связями между ее участниками, регулярным обменом деятельностью. Осуществление совместной деятельности, создание в процессе взаимодействия различных форм капитала особой внутренней среды позволяют рассматривать ФПГ как систему финансово-промышленного капитала, оценивать интеграционный процесс с позиций ее внутренней целостности.

Значительная концентрация ресурсов в рамках ФПГ позволяет создать систему капитала с сильным производственным началом, а также аккумулировать и мобилизовать денежные ресурсы на решение проблем крупномасштабного серийного производства, укрепления кооперативных связей, выхода за рамки технологической цепочки, широкой диверсификации.

В соответствии с изложенным организационный состав финансово-промышленной группы представлен на рис. 9.1.

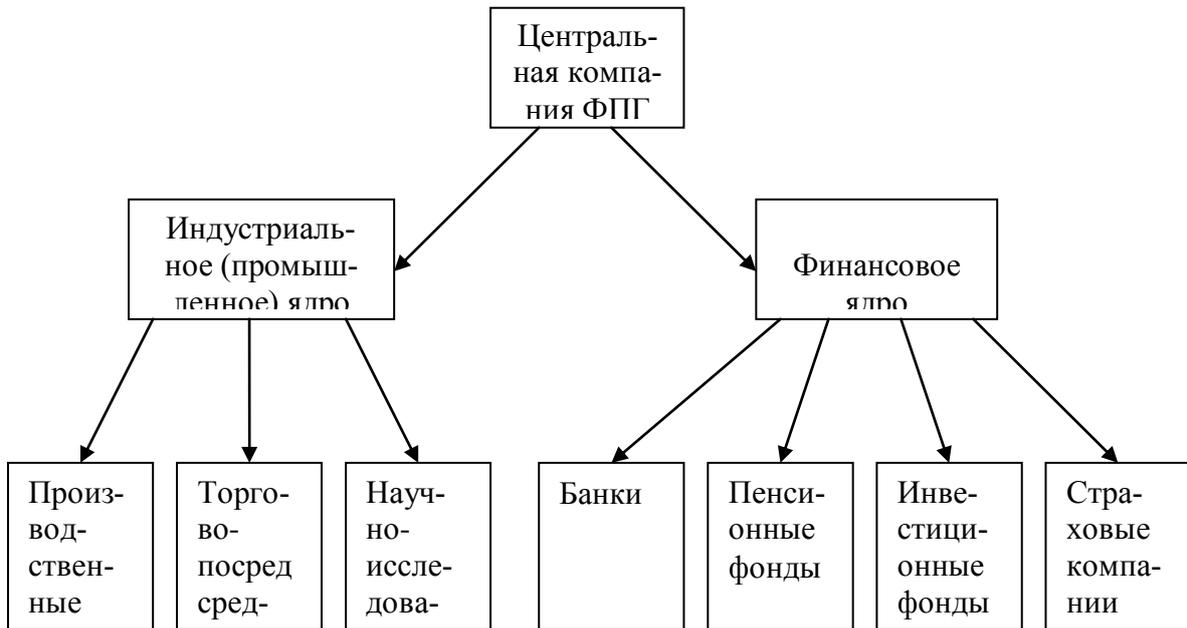


Рис. 9.1. Состав финансово-промышленной группы

В состав ФПГ входят разнообразные предприятия и учреждения, различающиеся и по форме, и по характеру оборота капитала, и по специфике организации хозяйственной деятельности. Это предопределяет различный подход к анализу и оценке звеньев ФПГ.

В российской экономике, по официальным данным, зарегистрировано 75 ФПГ. Эксперты считают, что в будущем следует ожидать появления 150 - 200 ФПГ. Возникающие финансово-промышленные группы стремятся зарегистрироваться с целью получения определенных льгот – налоговых, кредитных, возможности осуществления ускоренной амортизации. Однако появились корпоративные структуры, не приобретающие официального статуса и тем не менее успешно функционирующие. Возникает потребность определить место интегрированного образования на рынке, спрогнозировать направления его развития. Все это подводит к необходимости оценки капитала возникающих финансово-промышленных групп.

**Необходимость оценки капитала ФПГ.** Формирование нормально функционирующего рыночного механизма в российской экономике требует оценки всех реализуемых объектов. Это касается и такого сложного образования, как ФПГ, в том числе ее капитала.

В процессе образования ФПГ решается много вопросов, каждый из которых требует осмысления и аргументированного обоснования: насколько предприятия (учреждения) вписываются в систему капитала группы – как звено производственно-технологической цепочки; как звено, удовлетворяющее потребности в финансовом обслуживании группы; как информационное звено; как звено диверсифицированного образования, позволяющего "играть" на разнице в оборачиваемости капитала. Решаются также вопросы соответствия присоединяемых предприятий внутренней организации ФПГ; достижения синергетического эффекта; ожидания отдачи капитала в будущем.

Таким образом, появляются проблемы оценки капитала при создании финансово-промышленной группы, когда происходит объединение капитала различных сфер хозяйственной деятельности. Оценка экономической системы финансово-промышленного капитала требует особого подхода и различных вариантов с учетом специфики каждого элемента системы.

Чаще речь идет не о продаже, следовательно, не об оценке всей системы капитала, а о продаже или присоединении отдельных звеньев ФПГ, которые, являясь элементом системы, могут экономически разделяться, не трансформируя старую, но качественно дополняя новую. Возможно слияние самих крупных образований. Здесь первые шаги уже делаются. Отрабатывается вариант стратегического альянса на базе соглашений о сотрудничестве (договоров о совместной деятельности) между ОАО "ЛУКОЙЛ" и АО "ЗИЛ" по разработке горюче-смазочных материалов для использования в производстве и эксплуатации автомобиля ЗИЛ, а также специальных автомобилей для нефтяной и нефтеперерабатывающей промышленности. В российской экономике создание стратегического альянса находится в зачаточном состоянии, тем не менее, и здесь актуален вопрос оценки капитала.

Определение положения ФПГ в отрасли, на внутреннем и внешнем рынках также требует предварительных оценочных работ. Некоторые случаи оценки капитала представлены на рис. 9.2.

Точная оценка капитала – необходимость, обусловленная действием рыночного механизма. Она влияет на общую стратегию хозяйственной деятельности ФПГ, в состоянии изменить иждивенческое поведение ФПГ, большинство которых участвует не столько в эффективно налаживаемой работе реального сектора, сколько в дележе собственности и финансово-спекулятивных операциях. Недооценка собственности позволяет скупать за бесценок крупные пакеты акций с целью дальнейшей перепродажи. Капитал, оцененный по рыночным условиям и приобретаемый не путем махинаций, может стать условием эффективного производительного использования, позволит создать систему капитала с сильным производственным началом.

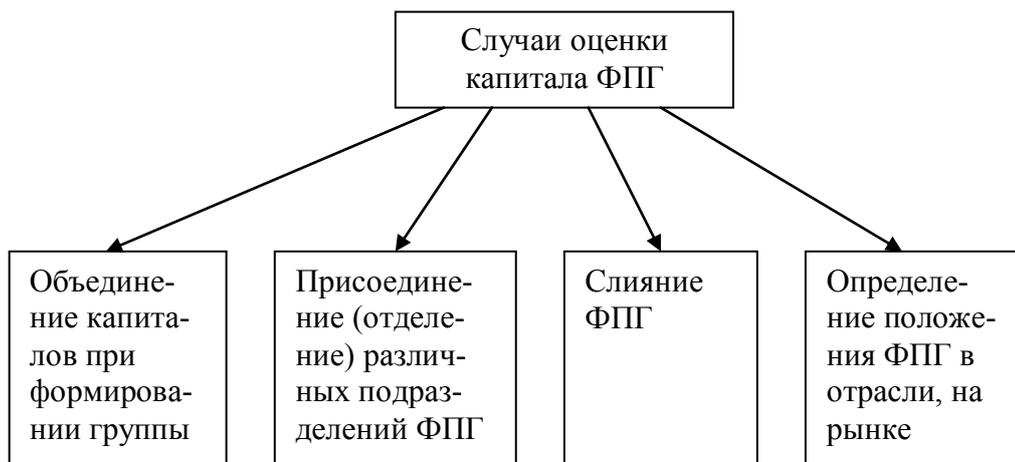


Рис. 9.2. Возможные случаи оценки капитала ФПГ

**Капитал ФПГ как объект оценки.** В условиях рыночной экономики необходимо оценивать любой товар, предназначенный или потенциально готовый к продаже. Финансово-промышленный капитал не является исключением.

Приступая к оценке капитала финансово-промышленных групп, надо, прежде всего, разобраться, что следует под ней понимать. По-видимому, в наибольшей степени оценке капитала ФПГ будет соответствовать определение

денежной стоимости капитала с учетом доходов, которые должна приносить совокупность капиталов различных функциональных форм. Как отмечалось ранее, капитал финансово-промышленной группы – объединенный капитал, отражающий статутное слияние предприятий и учреждений разнородных сфер хозяйственной деятельности. Как товар, он обладает полезностью и может являться объектом купли-продажи. Полезность такого специфического товара, как капитал, в том числе финансово-промышленного капитала, определяется его свойством приносить доход. В этом его ценность, характеризуемая полезными качествами.

Финансово-промышленный капитал должен оцениваться исходя из конкретной формы его существования, с учетом его состава, значения индустриального и финансового ядра, роли интеллектуального капитала, объема информационного поля. В процессе производства товаров и услуг, создания условий их расширенного воспроизводства следует учитывать не только ценность самого объекта и его элементов, но и экономические отношения, реализующие права собственности на него, конкретную деятельность в рамках финансово-промышленной группы.

## **9.2. ОСОБЕННОСТИ И ОПРЕДЕЛЕНИЕ ЦЕЛЕЙ ОЦЕНКИ ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННОГО КАПИТАЛА**

**Специфика оценки капитала.** При оценке капитала ФПГ следует исходить из того, что финансово-промышленная группа, организуясь как совокупность хозяйствующих субъектов с целью увеличения доходов, стремится занять определенное место на внутреннем и внешнем рынках. На это направлена деятельность ее центральной компании, вырабатывающей общую стратегию развития группы, на это ориентируются все звенья ФПГ. Специфику оценки финансово-промышленного капитала предопределяет ряд обстоятельств:

- финансово-промышленный капитал – единая и целостная экономическая система;
- реализации может подлежать не только система капитала ФПГ в целом, но и отдельные подсистемы (промышленная, финансовая) и отдельные элемен-

ты;

- элементы финансово-промышленного капитала, выведенные из его системы, не должны трансформировать ФПГ как организационно-хозяйственную структуру, хотя и могут стать основой формирования качественно иной системы капитала;

- капитал ФПГ – это инвестиционный товар, т.е. товар, вложение в который осуществляется с целью отдачи в будущем;

- инвестиционная привлекательность финансово-промышленного капитала определяется как затратами по формированию системы, так и сопутствующими рыночными факторами;

- потребность в капитале ФПГ зависит как от внутренней организации, структуры группы, так и от внешней среды. Из этого вытекает необходимость участия в регулировании условий реализации крупного капитала, в его оценке государственными органами власти.

Можно выделить юридических и физических лиц, которые могут быть заинтересованы в проведении оценочных работ капитала той или иной финансово-промышленной группы (рис. 9.3).

Особенности оценки капитала финансово-промышленных групп определяются и тем фактором, что она имеет сильное субъективное начало, так как совершается людьми, как со стороны покупателя (пользователя), так и со стороны продавца, имеющими разные экономические интересы и преследующими противоположные цели. Здесь невозможно избежать ориентации на объективную хозяйственную реальность: положение в стране, отрасли, ситуацию на рынке ценных бумаг и т.д.

Специфика оценки финансово-промышленного капитала заключается в том, что контроль над объединением хозяйствующих субъектов и выгоды от него должны "выиграть все". Нужно обеспечить максимум успеха от объединения усилий представителей всех интегрированных форм капитала. Это предопределяет необходимость оценки рискованности вложений капитала в общее дело – образование группы хозяйствующих субъектов, подсчет максимальных

выгод и возможных потерь в результате совместной деятельности. Инвестиционная привлекательность будет потеряна, если затраты по формированию системы финансово-промышленного капитала окажутся меньше будущих доходов. Хотя оценка капитала финансово-промышленных групп не должна ограничиваться учетом только затрат по формированию системы капитала в целом или на приобретение того или иного предприятия как элемента этой системы, в ее процессе надо учитывать все сопутствующие рыночные факторы; оценка финансово-промышленного капитала не является исключением.

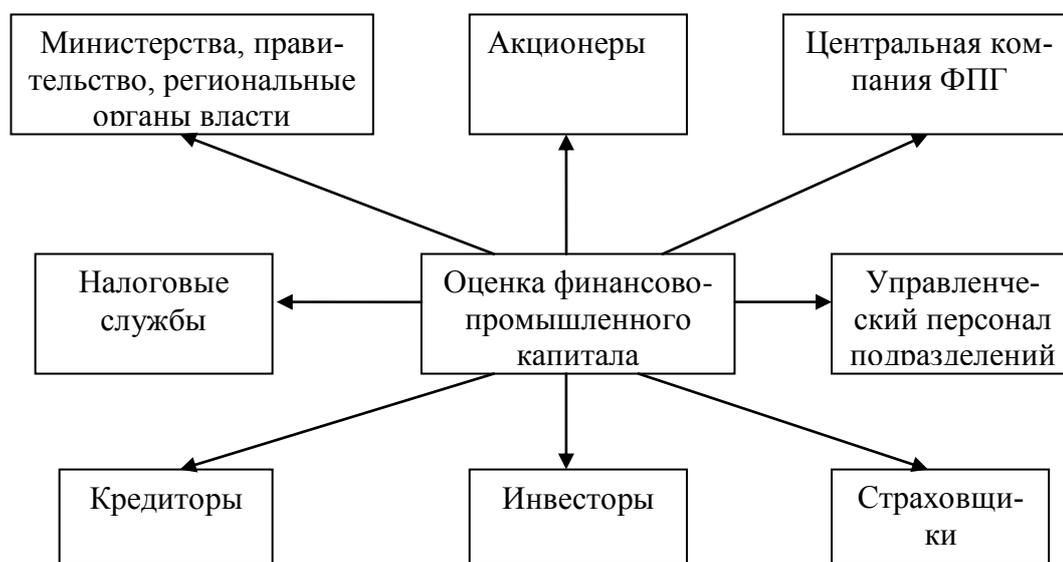


Рис. 9.3. Юридические и физические лица, заинтересованные в оценке капитала ФПГ

Оценка, несмотря на статичность определения – проведения на определенную дату, должна обосновать ценность объекта не только в настоящем времени, но и в будущем. Это предопределяет динамичность оценки финансово-промышленного капитала, составления своего рода прогноза во времени и пространстве: будет ли данная система капитала приносить доход в долгосрочном периоде, а может, выгоднее не объединяться? Возможны ли трансформации группы с целью обеспечения стабильного дохода?

Капитал – самовозрастающая стоимость, т.е. он должен приносить доход и как можно быстрее. Поэтому в процессе оценки очень важен временной фак-

тор, определяемый отрезком времени, в течение которого будет получен доход. Временные интервалы могут быть различные: дни, недели, месяцы, кварталы, полугодия, год и т.п. В процессе оценки капитала ФПГ время, в течение которого должны быть получены доходы, имеет определяющее значение. В современной российской экономике первостепенное значение приобрели краткосрочные интервалы, а долгосрочные перспективы отступили на задний план. В чем причина? Нестабильность экономической, политической, социальной ситуации не стимулирует длительных ожиданий потребителей (получателей), в данном случае пользователей капитала. Следовательно, необходимо учитывать фактор неопределенности, непостоянства – риск, так как изменение конъюнктуры рынка может привести к резкому падению доходов.

Риски делятся на систематические, зависящие от общего макроэкономического состояния и неустранимые для финансово-промышленных групп, и не-систематические, зависящие от ситуации в ФПГ и с успехом преодолеваемые через диверсификацию, распределение капитала в разных направлениях в рамках одной группы. Конечно, и это качество финансово-промышленного капитала, выражающееся в возможности перераспределения и снижении рисков в системе, определяет во многом оценку капитала. Что касается систематического риска, то влияние данного фактора проявляется достаточно сложно. Для ФПГ необходимо значительное накопление негативных факторов, однако для них последствия таких изменений более разрушительны, чем для отдельных предприятий.

**Рыночная стоимость капитала.** При оценке финансово-промышленного капитала используется понятие "рыночная стоимость". Здесь имеется в виду наиболее вероятная цена в денежном выражении, которую может принести продажа товара (капитала) на открытом и конкурентном рынке при справедливой сделке.

Понятие "рыночная стоимость" не тождественно понятиям "стоимость" – денежному эквиваленту, который покупатель готов обменять на объект приобретения, и "цена" – денежной сумме, которая была уплачена за аналогичный объект в результате сделки.

Исследование финансово-промышленного капитала как единой и целостной системы подводит к пониманию группы как совокупности контрактных прав собственности, технологий и активов, обеспечивающих с определенной вероятностью будущие доходы. Внешняя форма выражения этих прав – их оформление в акционерный капитал и реализация прав собственности акционеров в регулярном получении доходов в виде дивидендов.

Следовательно, оценка капитала ФПГ может ориентироваться на капитализацию акций, определяемую как умножение рыночной стоимости акций, находящихся в обращении, на их количество. Оценки рыночной стоимости капитала с позиций инвестора, его надежды на будущее эффективное функционирование группы требует и сложность структуры ФПГ, охватывающей различные сферы хозяйственной жизни.

Рыночная стоимость акций является универсальным критерием, позволяющим отразить реальное положение ФПГ на рынке, учесть в совокупности промышленный и финансовый секторы, выявить убыточные предприятия и в целом дать точную оценку капитала.

Однако для этого нужен развитый фондовый рынок, достаточный уровень ликвидности акций. Предпосылки для определения рыночной стоимости акций в российской экономике создаются: развивается рынок ценных бумаг, что предопределяет задействование рыночного механизма в оценке акций; многие крупные объединения понимают необходимость открытой информации для предполагаемых инвесторов; акции ряда корпоративных структур котируются на фондовых биржах.

**Цели оценки капитала ФПГ.** Процесс оценки капитала ФПГ должен включать:

- определение целей оценки;
- сбор и последующий анализ полученной информации;
- выбор метода оценки, апробированного в хозяйственной практике, наиболее соответствующего целям и специфике оцениваемого объекта;
- оценку капитала.

Расчет и обоснование рыночной стоимости капитала финансово-промышленных групп преследуют ряд целей:

- повышение эффективности текущего управления ФПГ и разработку общей стратегии. В этом наиболее заинтересована центральная компания. Для выбора направления развития финансово-промышленной группы важна оценка капитала с позиции будущих доходов и степени устойчивости их получения;
- формирование и расширение группы за счет слияний (поглощений) предприятий и учреждений различных сфер хозяйственной деятельности;
- определение целесообразности инвестиционной деятельности, что отражается в оценке стоимости инвестиционного проекта;
- определение финансового положения ФПГ.

При оценке капитала ФПГ цели страхования, кредитоспособности, капиталовложения достигаются на уровне подразделений финансово-промышленной группы, что объясняется отсутствием консолидированной финансовой отчетности, различием в системах учета, с одной стороны, и неразвитостью рыночных отношений – с другой.

Конечная цель оценки капитала ФПГ – расчет и обоснование его рыночной стоимости в соответствии с задачами формирования, расширения группы, слияния групп, определения места финансово-промышленной группы на внутреннем и внешнем рынках.

Когда хозяйствующие субъекты объединяются в финансово-промышленные группы, они преследуют цель увеличения рыночной стоимости капитала вновь созданной группы, исходя из интересов своих акционеров, т.е. группа создается, прежде всего, с тем, чтобы акционеры могли получить более высокую прибыль на интегрированный капитал. Если объединение усилий способствует повышению курса акций нового образования, то оно выгодно держателям акций в долгосрочном периоде и обеспечено стабильностью эффективного функционирования группы.

При определении рыночной стоимости капитала финансово-промышленных групп учитываются некоторые случаи (рис. 9.4).

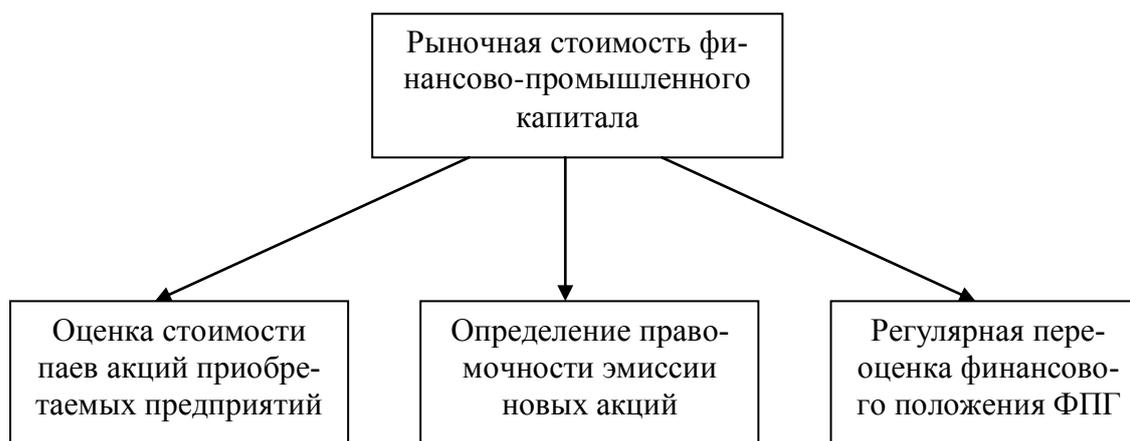


Рис. 9.4. Возможные варианты и случаи оценочных работ

Оценка рыночной стоимости паев акций приобретаемых предприятий преследует цель – установление контроля над ними. Ведь и при формировании, и при расширении группы преследуется цель не только увеличения системы интегрированного капитала, но и обеспечения контроля над результативностью ее функционирования. Оценка стоимости паев акций с целью установления контроля над ними может осуществляться при:

- покупке обанкротившихся предприятий, выставляемых на конкурс;
- покупке приватизированных предприятий;
- приобретении государственных пакетов акций на аукционах, проводимых с целью пополнения госбюджета денежными средствами;
- приобретении пая акций у своих акционеров.

Здесь необходимы обоснование продажной цены выкупаемого пая акций, сопоставление ее с рыночной стоимостью акционерного капитала вновь образуемой или растущей финансово-промышленной группы. При этом происходит "столкновение" интересов продавца и покупателя. Продавец, как правило, требует возмещения понесенных в свое время затрат на приобретение пая акций. Покупатель исследует общую картину (соотношения рисков, возможности получения дивидендов, доступа к информации, к новой клиентуре, внедрения на рынке новой продукции, возможности получения дополнительных денежных средств, улучшения снабжения и сбыта).

Стоимость пая акций, как правило, определяется пропорционально рыночной стоимости капитала. По возможности более точная оценка необходима потому, что акции приобретаются на длительный срок, затраты по трансформации предприятия в систему интегрированного капитала высоки, да и регламентированного порядка оценки законодательством до сих пор не предусмотрено. Кроме того, чтобы приобретение акций ориентировалось на рыночную стоимость, требуются: создание конкурентной среды, гласность акционерных продаж государственных пакетов акций, расширение числа их участников. Акции же у своих акционеров (в том числе у учредителей) выкупаются по рыночной стоимости в соответствии с действующим Законом РФ "Об акционерных обществах". Когда речь идет об образовании финансово-промышленной группы, привлечении новых предприятий и финансовых институтов, то участие может осуществляться и через покупку акций центральной компании ФПГ. Тогда проблематичным становится вопрос о рыночной стоимости уставного капитала центральной компании и его соотношении с рыночной стоимостью капитала звеньев ФПГ: могут ли административные функции центральной компании подкрепляться экономически, если разрыв в рыночной стоимости достаточно велик?

**Эмиссия (выпуск) новых акций**, если рассматриваются финансово-промышленные группы, может осуществляться и при слиянии (присоединении) предприятий, и при привлечении дополнительного партнерского капитала. Основное назначение оценки – определение правомочности новой эмиссии акций. Федеральная комиссия по ценным бумагам даст разрешение на эмиссию только в случае превышения рыночной стоимости над балансовой. Проблема не только в определении рыночной стоимости акций. Эмиссию нужно проводить с учетом прироста доходов в долгосрочном периоде. В противном случае может произойти "разводнение акций", что имеет место, если полученные с фондового рынка средства финансово-промышленная группа в лице ее центральной компании не сможет реинвестировать в проекты, способные приносить стабильную прибыль, и доходность акций не будет обеспечена. "Разводнение акций" может произойти и у недобросовестных менеджеров, использующих средства в своих целях: для

приобретения частной собственности или использования средств, для текущих нужд – покрытия убытков, поддержания имеющихся мощностей, пополнения собственных оборотных средств, уплаты по просроченным кредитам.

**Регулярная переоценка финансового положения ФПГ** должна учитывать специфику данной организационно-хозяйственной структуры и спектр, стоящих перед оценщиком задач. Инициатором такой переоценки должна выступать центральная компания ФПГ, определяющая общую стратегию развития, которую невозможно выработать без представления о том, где находится группа.

Регулярная переоценка должна включать следующие виды работ:

- ◆ исследование отчетов и планов хозяйствующих субъектов – звеньев ФПГ;
- ◆ анализ коэффициентов по ежеквартальным и годовым отчетам;
- ◆ оценку стоимости капитала ФПГ как функционирующего объединения;
- ◆ оценку стоимости капитала для слияния (присоединения) экономики предприятий к экономической системе группы;
- ◆ оценку рыночной стоимости акций для центральной компании ФПГ;
- ◆ оценку рыночной стоимости акций для предупреждения падения их курса;
- ◆ расчет показателей, оценивающих доходность, ценность, рентабельность акций;
- ◆ сбор и анализ информации, исходящей от хозяйствующих субъектов ФПГ о проблемах производственной и финансовой деятельности, ведущих к осложнениям и прямым потерям.

Таким образом, можно выделить случаи применения и цели оценки, вид определяемой стоимости (табл. 9.1).

Таблица 9.1. Сопоставление целей оценки и вида стоимости

| Применение оценки | Цель оценки | Вид стоимости, определяемый в ходе |
|-------------------|-------------|------------------------------------|
|-------------------|-------------|------------------------------------|

|   |  | оценки             |
|---|--|--------------------|
| Обоснование продажной цены приобретаемого пая акций   | Приобретение предприятия для установления контроля над ним и включения в систему ФПГ | Рыночная стоимость |
| Определение правомочности эмиссии новых акций   | Эмиссия новых акций  | Рыночная стоимость |
| Определение данных для оценки бизнеса ФПГ, положения на фондовом рынке, места в рейтинге компаний | Выявление полной истинной картины финансового положения ФПГ                          | Рыночная стоимость |

### **9.3. ОЦЕНКА КАПИТАЛА ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫХ ГРУПП**

**Подходы и методы оценки капитала ФПГ.** Наиболее приемлемым для оценки капитала финансово-промышленной группы как интегрированного образования является доходный подход. Поскольку ФПГ возникает и функционирует как акционерное общество, то целью объединения различных хозяйствующих субъектов будет рост доходов. Акционеры намерены получить более высокий доход на объединенный капитал. Если объединение капиталов будет способствовать росту дивидендов и курсовой стоимости акций, то это обстоятельство свидетельствует о том, что ФПГ эффективно функционирует и вложение средств выгодно в долгосрочном периоде.

Доходный подход, при котором в процессе оценки происходит ориентация на доход как основной фактор, определяющий стоимость оцениваемого объекта, позволяет найти текущую стоимость будущих доходов, получаемых в результате использования и дальнейшей продажи собственности, в данном случае акций.

При оценке цена акции должна соотноситься с доходами. Это основной принцип при всех различиях в определении рыночной стоимости капитала.

Точная оценка рыночной стоимости акций будет иметь очень важное значение, поэтому необходимо определить наиболее рациональный способ ее

количественного подсчета. В мировой практике существуют три ведущие теории оценки ценных бумаг и соответственно три подхода. *Первый подход – фундаменталистский*, когда осуществляется ориентация на дисконтированную стоимость будущих доходов генерируемых акций.

Текущую рыночную стоимость акций можно в общем виде рассчитать по известной формуле

$$PV = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{FV}{(1+R)^n},$$

где  $FV$  – ожидаемые доходы;

$R$  – норма доходности.

Подсчет в определенной степени относителен, так как для каждого инвестора существуют различная степень привлекательности, различные приоритеты в степени надежности и доходности и т.д. Однако, несмотря на сложность прогноза будущих доходов, данный подход для оценки акций представляется перспективным, хотя и нуждается в точном анализе рыночной ситуации, продуманной инвестиционной и дивидендной практике хозяйственных структур, наращивании их инвестиционного потенциала.

Когда используется приведенная формула, то речь идет о стабильном, нормально функционирующем рынке. Для российской экономики нестабильность влечет за собой нежелание инвестировать средства в долгосрочном периоде. Размещая денежные средства, инвесторы (и физические лица, и институциональные держатели акций) надеются на скорую отдачу. Поэтому в краткосрочном периоде цена акции будет рассчитываться по скорректированной формуле на ожидаемую цену в конце года:

$$PV_o = \frac{D + PV_1}{1 + R}.$$

В современных условиях в российской экономике превалирует *второй подход – технократический*, использующий статистику цен на акции и построение на этой основе различных долго-, средне- и краткосрочных трендов. В чем недостаток такого подхода? Низкая ликвидность акций российских корпоратив-

ных структур, неполное задействование рыночного механизма не дают возможности при определении цены иметь всю информацию. Отсутствие же полной информации приводит к искажению действительности. *Третий подход – теория "ходьба наугад"*, ориентирующая на текущие цены и отрицающая зависимости от предыдущей динамики, не всегда может дать оценку акции.

Когда акция оценена, предстоит следующий этап – сопоставление дохода с рыночной нормой.

К показателям, используемым при оценке капитала ФПГ, относятся:

- EPS – доход на акцию;
- P/E – ценность акции;
- D/P – рентабельность акции;
- DP – дивидендный выход.

Рассмотрим показатели подробнее.

*Доход на акцию*

$$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивиденды по привилегированным акциям}}{\text{Общее число акций}}$$

Данный показатель лучше использовать в процессе формирования и становления группы. В процессе становления системы капитала ФПГ идут наращивание производственных мощностей, модернизация оборудования, внедрение новых технологий. Все это требует значительных денежных средств, поэтому значительная часть прибыли реинвестируется. Осуществление связей между инвестициями и дивидендами представлено на рис. 9.5.



Рис.9.5. Направления распределения прибыли ФПГ

Когда основная часть прибыли реинвестируется, то это происходит в ущерб выплачиваемым дивидендам и использование дивидендов для сопоставлений не даст представления о реальном положении дел.

Когда оценивается капитал сформированной и уже определенный период функционирующей группы, лучше использовать такой показатель, как Р/Е.

### *Ценность акции*

$$P/E = \frac{\text{Рыночная стоимость (Капитализация)}}{\text{Чистая прибыль}}$$

или

$$P/E = \frac{\text{Цена одной акции}}{\text{Прибыль на одну акцию}}$$

Этот показатель считается наиболее употребляемым среди инвесторов на фондовом рынке. Он часто встречается в котировке акций в газетах и журналах. Вместе с тем могут быть и искаженные данные: например, отношение текущей цены к самым последним дивидендам. Инвесторов же, как правило, интересует отношение цены к будущим доходам.

Что означает высокий показатель Р/Е? Для ответа на этот вопрос надо вспомнить, как определяется текущая цена акций, если дивиденды растут постоянными темпами:

$$PV = \frac{D}{R - g},$$

где  $g$  – темпы роста дивидендов.

Разделим обе части уравнения на EPS (прибыль на одну акцию):

$$\frac{PV_o}{EPS} = \frac{D}{EPS} \times \frac{1}{R - g}.$$

При высоком Р/Е инвесторы рассчитывают на высокие темпы роста дивидендов. Акции присуща невысокая степень риска, и акционеры согласны в

данном случае на перспективы невысокой отдачи. Наконец, ожидается, что при заданных темпах роста большая часть прибыли пойдет на выплату дивидендов.

Однако бывают случаи, когда P/E может быть высоким за счет низкой прибыли, тогда оценка искажается.

*Рентабельность акции*, часто используемая при оценке,

$$D/P = \frac{\text{Дивиденд, выплачиваемый по обыкновенным акциям}}{\text{Рыночная стоимость акций}}$$

Если норма рентабельности акции (дивидендного дохода) высокая, то, используя случай с постоянными темпами роста, получают формулу, удобную для анализа,

$$\frac{D}{P} = \frac{D}{D/R - g} = R - g.$$

Следовательно, при высокой рентабельности акций инвесторы ожидают низких темпов роста дивидендов или требуют высокой доходности. Как правило, у вновь образованных групп, использующих большую часть прибыли на расширение деятельности, этот показатель невелик.

*Дивидендный подход*, используемый при оценке капитала крупнейших корпоративных структур,

$$PD = \frac{D}{EPS},$$

т.е. речь идет о доле чистой прибыли, идущей на выплату акционерам в виде дивидендов. При активной инвестиционной политике показатель имеет невысокое значение.

### **Выводы**

1. Становление рыночных отношений в российской экономике и формирование нормально функционирующего рыночного механизма ставят задачи оценки всех реализуемых объектов, в том числе капитала финансово-промышленных групп. Финансово-промышленный капитал (капитал ФПГ) представляет собой систему интегрированного капитала, отражающую статут-

ное слияние предприятий и учреждений различных сфер хозяйствования.

2. Необходимость оценки капитала финансово-промышленных групп возникает в случаях объединения капиталов при формировании группы, присоединении (отделении) различных звеньев, слиянии групп, определении положения ФПГ в отрасли, на внутреннем и внешнем рынках.

3. Оценке капитала финансово-промышленной группы соответствует его денежная стоимость с учетом доходов, которые должна приносить совокупность капиталов различных функциональных форм.

4. Особенности оценки финансово-промышленного капитала определяются следующими обстоятельствами: оценке подлежит как система капитала, так и отдельные ее элементы; выведение из структуры ФПГ отдельных элементов капитала не должно трансформировать группу; капитал ФПГ – это инвестиционный товар, вложения в который осуществляются с целью отдачи в будущем; инвестиционная привлекательность финансово-промышленного капитала определяется затратами по формированию системы и рыночными факторами; потребность в капитале зависит от внутренней организации группы и внешней среды.

5. Сложность оценки финансово-промышленного капитала заключается в том, что контроль над объединением хозяйствующих субъектов и выгоды от него должны выиграть все участники образования.

6. Финансово-промышленную группу можно понимать как совокупность контрольных прав и прав собственности, технологий и активов, обеспечивающих с определенной вероятностью будущие доходы. Внешняя форма выражения этих прав проявляется в их оформлении в акционерный капитал и реализации прав собственности акционеров в регулярном получении доходов в виде дивидендов. Поэтому оценка капитала ФПГ может ориентироваться на капитализацию акций, определяемую как произведение рыночной стоимости акций, находящихся в обращении, и их количества.

7. Процесс оценки капитала ФПГ включает: определение целей оценки, сбор и анализ полученной информации, выбор метода оценки и саму оценку.

8. Конечная цель оценки капитала ФПГ – расчет и обоснование его рыночной стоимости в соответствии с задачами формирования, расширения группы, слияния групп, определения финансового положения ФПГ. Поэтому оценка рыночной стоимости должна учитывать случаи оценки паев акций приобретаемых предприятий, определения правомочности эмиссии новых акций, регулярной переоценки финансового положения ФПГ.

9. Наиболее приемлемым для оценки капитала ФПГ является доходный подход. Целью объединения различных хозяйствующих субъектов в группу является рост доходов на инвестированный капитал в долгосрочном периоде. При оценке рыночная стоимость должна соотноситься с доходами.

### **Контрольные вопросы**

1. Чем вызвана необходимость оценки капитала финансово-промышленных групп?
2. Кто непосредственно заинтересован в оценке капитала ФПГ?
3. Каковы особенности оценки капитала финансово-промышленных групп?
4. В каких целях осуществляется оценка капитала ФПГ? Какие виды стоимости при этом используются?

**БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК**

1. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в РФ» от 29.07.98 г. № 135-ФЗ.
2. Постановление Госкомитета РТ по управлению государственным имуществом «Об утверждении методических рекомендаций по оценке действующего предприятия (оценка бизнеса)» от 16.04.01 г. № 68.
3. Система нормативных документов Российского общества оценщиков, СТО РОО 10-01-95, 2000 - 219 с.
4. Международные стандарты оценки – М.: Издание РОО, 1996 г. – 256 с.
5. Международные стандарты оценки/Пер. с англ. – Российское общество оценщиков, 2000 г. – 331 с.
6. Стандарты профессиональной деятельности в области оценки и финансовой отчётности, СТО РОО 20-04-96, 2001 - 238 с.
7. Общество оценщиков Татарстана, «Информационные материалы, комплект № 4», 1998 г. – 298 с.
8. Общество оценщиков Татарстана, «Информационные материалы, комплект № 7», 2000 г. – 124 с.
9. Общество оценщиков Татарстана, «Информационные материалы, комплект № 9», 2001 г. – 183 с.
10. Абдулаева Н.А., Колайко Н.А. «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)», изд-во Экмос, 2000 г. – 352 с.
11. Богатин Ю.В., Швандар В.А. «Оценка эффективности бизнеса и инвестиций», изд-во М.: Финансы, Юнити-Дана, 1999 г. – 423 с.
12. Балабанов И.Т., «Финансовый анализ и планирование хозяйствующего субъекта», изд-во М.: Финансы и статистика, 2001 г. – 208 с.
13. Булычева Г.В. «Практические аспекты применения доходного подхода к оценке Российских предприятий», изд-во М.: Институт профессиональной оценки, 1999 г. – 213 с.

14. Валдайцев С.В. «Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия», Изд-во Юнити, 2001 г – 715 с.
15. Валдайцев С.В. «Оценка бизнеса», изд-во СПбГУ, 1999 г. – 187 с.
16. Валдайцев С.В.«Оценка бизнеса и инноваций», М.:Филин, 1997 г.– 267 с.
17. Григорьев В.В., Федотова М.А. «Оценка предприятия: теория и практика», Изд-во М.:Инфра –М, 1997 г. – 320 с.
18. Григорьев В.В., Островкин И.М. «Оценка предприятий: имущественный подход», Изд-во «Дело», 1998 г. – 224 с.
19. Григорьев В.В., Бадаев Н.Д. «Оценка предприятий: доходный подход», Изд-во М.: Гильдия специалистов по антикризисному управлению, 2000г. – 345 с.
20. Григорьев В.В. «Оценка и переоценка основных фондов», Изд-во М.: Инфра-М, 1997 г – 267 с.
21. Григорьева В.В. «Оценка объектов недвижимости» – М.:Инфра-М, 1997 г. – 320 с.
22. Грязнова А.Г, Федотова М.А. «Оценка бизнеса», изд-во «М. Финансы и политика», 1999 г. – 507 с.
23. Десмонд Г.М., Келли Р.Э. «Руководство по оценке бизнеса»/ Пер. с англ. – Российское общество оценщиков, Академия оценки – 262 с.
24. Ковалёв А.П. «Как оценить имущество предприятия», изд-во М.: Финстатинформ, 1996 г. – 344 с.
25. Коттл С., Мюррей Р.Ф. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда/ Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2000 г. – 704 с.
26. Найдёнов Л.И., Тимирясова А.В. «Оценка бизнеса», изд-во «Талигмат» ИЭУиП, 2001 г. – 70 с.
27. Пратт Ш. «Оценка бизнеса»: Пер. с англ. – М.: Институт экономического анализа Всемирного Банка, 1996 г. – 570 с.
28. Федотова М.А., Уткин Э.А. «Оценка недвижимости и бизнеса», изд-во «Экмос», 2000 г. – 352 с.

29. Черняков В.З. «Оценка бизнеса», изд-во М.: Финансы и статистика, 1996 г. – 176 с.
30. Шеремет А.Д. «Методика фин. анализа», изд-во Инфра-М, 1995 г.– 176 с.
31. Щербаков В.А., Щербакова Н.А. «Оценка стоимости предприятия (бизнеса), изд-во «Омега-Л», М., 2006г.–286 с.
32. Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А. «Оценка стоимости предприятия (бизнеса), изд-во «Феникс», Ростов-на-Дону, 2004г.–378 с.
33. Грязнова А.Г, Федотова М.А. «Оценка бизнеса», изд-во «Финансы и статистика», М., 2005 г.–734 с.
34. Синявский Н.Г., «Оценка бизнеса», изд-во «Финансы и статистика», М., 2004 г.–238 с.