

**МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО СПЕЦИАЛЬНОГО
ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

БУХАРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

Б.Н.НАВРУЗ-ЗОДА

К У Р С Л Е К Ц И Й

по предмету

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Для студентов по образовательной сфере
340000 «Бизнес и менеджмент»
и по направлению
5340100 «Экономика» (по отраслям)

Обсуждена и утверждена на заседании кафедры «Экономическая теория»
(Протоколом №1 от 27 августа 2008 года)

БУХАРА - 2008

**РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ЧАСОВ ЛЕКЦИОННЫХ
И СЕМИНАРСКИХ ЗАНЯТИЙ ПО ПРЕДМЕТУ
«ОЦЕНКА БИЗНЕСА»**

| № | Название тем | Лекция | Семинар | Самостоятельное обучение |
|----|--|--------|---------|--------------------------|
| 1 | Введение в оценку бизнеса | 2 | 2 | 2 |
| 2 | Понятие оценки бизнеса | 2 | 2 | 2 |
| 3 | Концепции оценки бизнеса | 2 | 2 | 2 |
| 4 | Принципы оценки бизнеса | 2 | 2 | 2 |
| 5 | Введение в финансовый калькулятор | 4 | 4 | 4 |
| 6 | Затратный метод оценки бизнеса | 8 | 8 | 6 |
| 7 | Доходный метод оценки бизнеса | 8 | 8 | 6 |
| 8 | Рыночные методы оценки бизнеса | 6 | 6 | 6 |
| 9 | Особенности оценки стоимости различных видов имущества предприятия | 2 | 2 | 4 |
| 10 | Этапы процесса оценки бизнеса | 2 | 2 | 4 |

ИТОГО: 38 38 38

КАЛЕНДАРНЫЙ ПЛАН ОБУЧЕНИЯ КУРСА

| № | Название тем | Назначенные часы | Запланированная дата | Выполненная дата |
|------------------|--|------------------|----------------------|------------------|
| I. Лекция | | | | |
| 1. | Введение в оценку бизнеса | 2 | | |
| 2. | Понятие оценки бизнеса | 2 | | |
| 3. | Концепции оценки бизнеса | 2 | | |
| 4. | Принципы оценки бизнеса | 2 | | |
| 5. | Введение в финансовый калькулятор | 4 | | |
| 6. | Затратный метод оценки бизнеса | 8 | | |
| 7. | Доходный метод оценки бизнеса | 8 | | |
| 8. | Рыночные методы оценки бизнеса | 6 | | |
| 9. | Особенности оценки стоимости различных видов имущества предприятия | 2 | | |
| 10. | Этапы процесса оценки бизнеса | 2 | | |

ТЕМА 1. ВВЕДЕНИЕ В ОЦЕНКУ БИЗНЕСА

План:

1. Предмет оценки бизнеса и методы ее изучения.

2. Специфика бизнеса как объекта оценки
3. Методологической основой оценки бизнеса
4. Факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса

1.Предмет оценка бизнеса и методы ее изучения

Оценка – это акт или процесс определения стоимости, оценка бизнеса – это определение стоимости предприятия или определения доли акционеров в капитале предприятия. Предметом оценка бизнеса является «оценка стоимости предприятия». Для получения комплексного представления о формируемой системе оценки стоимости бизнеса дадим характеристику процесса его оценки. Термин «оценка стоимости предприятия» может рассматриваться с двух точек зрения. Первая из них связана с определением величины стоимости объекта, а второе – непосредственно с самим процессом ее получения. Заметим, что в качестве синонимов термину «стоимость предприятия» в специальной литературе широко используются термины: «стоимость бизнеса», «стоимость собственного капитала»¹. Между тем необходимо четко различать понятия: стоимость *собственного* и *заемного* капитала, так как эффективность их использования, как правило, не совпадает.

Непосредственно процесс оценки стоимости предприятия (бизнеса) представляет собой комплекс необходимых вычислительных процедур для установления меры его ценности с позиций конкретного субъекта, предполагающего действовать в своих экономических интересах для достижения поставленных целей (или цели)

Содержательный состав такого комплекса процедур определяется этапом, на котором находится принимаемое управленческое решение. Общепринятым считается проведение процесса стоимостной оценки предприятия на основе заключения договора с организациями, специализирующими на выполнении подобного вида работ. В этом случае предполагается привлечение экспертов-оценщиков и других необходимых специалистов (например, аудиторов, прогнозистов, финансистов), в задачу которых входит проведение обследования предприятия, сбор и обработка необходимой информации, написание подробного отчета, включающего результаты необходимых расчетов, и формулирование окончательного заключения.

При реализации этого подхода с большой вероятностью гарантируется получение достаточно точных результатов оценки стоимости предприятия. Вместе с тем, выполнение работ по договору оценки является длительной, трудоемкой и весьма дорогостоящей процедурой. Она занимает несколько месяцев (в зависимости от размера предприятия) и требует достаточно больших по объему финансовых затрат со стороны заказчика. По данным литературных источников, сведениям, приведенным в Интернете, а также риэлтерской практике, суммы вознаграждения, фигурирующие в договорах оценки, составляют 8-10% от установленной стоимости оцениваемого объекта.

В ряде случаев может возникать необходимость применение более оперативных и менее трудоемких способов оценки ценности предприятия. Потребность в таких текущих оценках возникает у самого предприятия, так и у субъектов из внешнего окружения (государственные органы, коммерческие банки, страховые компании и т. д.), интересы которых в том или ином отношении распространяются на конечные результаты работы предприятия или на его имущество.

Достаточно опытные менеджеры ряда крупных предприятий периодически сами их оценивают с целью уточнения состава организационно-технических и инвестиционных мероприятий, направленных на повышение экономической эффективности их функционирования. При этом каждым из них могут использоваться собственные приемы, базирующиеся на приобретенных знаниях, накопленном опыте и интуиции. Вероятность возникновения ошибок в таком случае достаточно велика.

На некоторых предприятиях с высоким уровнем организации экономической работы начинает систематически проводиться оценка

стоимости предприятия (стоимости бизнеса) (по данным журнала «Эксперт» это компании ЛУКОЙЛ, ЮКОС, страховая компания РОСНО и др.).

В систематическом получении текущих оценок в первую очередь заинтересован владелец (собственник) предприятия. Это обусловлено тем обстоятельством, что без достоверной информации о мере ценности предприятия невозможно с наибольшей экономической выгодой реализовывать собственником право распоряжения имуществом. На основе такой информации собственник может посчитать целесообразным привлечение дополнительных инвестиций в расширение производства, провести структурную перестройку (предусматривающую, например, объединение, разъединение, поглощение), продать предприятие (или пакет акций), ликвидировать его или оставить без изменений, удовлетворившись прежним объемом получаемой прибыли.

Определенный интерес к постоянному отслеживанию стоимости предприятия может проявляться со стороны фондовой биржи, для которой принципиальное значение имеет регулярная проверка реальности котировок ценных бумаг (акций, облигаций).

Оценка бизнеса даёт возможность заинтересованному лицу – покупателю, партнёру, менеджеру предприятия и т. д. получить сведения о настоящей стоимости предприятия.

Оценка бизнеса позволяет:

1. Обеспечить оценку долевого участия в целях стабилизации рынков ценных бумаг.
2. Установить обоснованную стоимость совместных предприятий и прямых продаж предприятия.
3. Обеспечить централизованные институты для реструктурирования микроэкономики.
4. Организовать выкуп или продажу акций работников предприятий там, где не существует открытых вторичных рынков.

Основными методами (изучения) при оценки бизнеса являются:

- а) Метод оценки на основе активов.
- б) Метод дисконтирования будущих доходов.
- в) Рыночные методы оценки, с использованием мультипликаторов.
- г) Использование финансового калькулятора при расчетах стоимости предприятия.

2. Специфика бизнеса как объекта оценки

Особое место среди объектов оценки занимает бизнес (предприятие, организация, компания). При оценке бизнеса объектом выступает деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляется на основе функционирования имущественного комплекса предприятия. Предприятие (организация) является объектом гражданских прав (ст. 132 Гражданского кодекса РФ — ГК РФ), вступает в хозяйственный оборот, участвует в хозяйственных операциях. В результате возникает потребность в оценке его стоимости. В состав имущественного комплекса предприятия входят все виды имущества, предназначенного для достижения его целей, для осуществления хозяйственной деятельности, для получения прибыли, в том числе недвижимость (земельные участки, здания, сооружения), машины, оборудование, транспортные средства, инвентарь, сырье, продукция, а также имущественные обязательства, ценные бумаги, нематериальные активы и объекты интеллектуальной собственности, в том числе фирменные наименования, знаки обслуживания, патенты, лицензии, ноу-хау, товарные знаки. Поэтому при оценке бизнеса оценщик оценивает предприятие в целом, определяя стоимость как его собственного капитала, так и отдельных частей имущественного комплекса (активов и обязательств). Предприятие как объект оценки должно иметь четко определенные границы, будучи сложной системой, оцениваемый бизнес включает разнообразные составные части. В структуру предприятия могут входить цеха, участки, обслуживающие хозяйства, специальные подразделения, конторские строения, средства связи и коммуникации, которые могут располагаться на разных площадях и даже в разных регионах. Большое

значение имеет организационно-правовая форма существования предприятия. Объектом оценки могут быть объединения, холдинги, финансово-промышленные группы. В этом случае в рамках одного бизнеса объединяется несколько дочерних компаний, отделений, филиалов. Для правильной оценки нужно проследить формирование денежных потоков и направление их движения, а также права и роль каждого подразделения. Необходимо также выяснить, входят ли в состав объекта оценки подразделения социально-культурной сферы, имеются ли объекты общегосударственного значения.

При оценке бизнеса надо учитывать то, что предприятие, будучи юридическим лицом, одновременно является и хозяйствующим субъектом (ст. 48 ГК РФ), поэтому при расчете его стоимости нужно учитывать наличие определенных юридических прав. Это представляет собой одну из основных особенностей бизнеса как объекта оценки. Другая особенность заключается в том, что, оценивая бизнес, оценщик должен определить стоимость имущественного комплекса (его материально-вещественную составляющую) и эффективность создания и прироста стоимости в рамках оцениваемого объекта (финансы предприятия, систему управления и др.).

Основу любого бизнеса составляет капитал, который функционирует в рамках определенных организационных структур-предприятий (организаций). Поэтому, оценивая бизнес, оценщик определяет стоимость собственного капитала и как фактора производства, и как квинтэссенцию бизнеса с учетом его организационно-правовой формы, отраслевых особенностей и нематериальных активов, включая гудвилл (goodwill). Например, при оценке бизнеса — открытого акционерного общества определяется рыночная стоимость 100%-ного пакета обыкновенных голосующих акций, составляющих капитал общества.

Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать, завещать. 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 проявляется в использовании. Следовательно, если бизнес не приносит дохода собственнику, то теряет для него свою полезность и подлежит продаже. Если кто-то другой видит новые способы использования бизнеса, иные возможности получения дохода, то возникает спрос на бизнес, и последний становится товаром.

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

Полезность и затраты в совокупности составляют величину, являющуюся основой рыночной стоимости, рассчитываемой оценщиком. Бизнес как определенный вид деятельности и предприятие (организация) как его организационная форма в рыночной экономике удовлетворяют потребности собственника в доходах, для получения которых затрачиваются соответствующего ресурсы.

Бизнес (предприятие) обладает всеми признаками товара и может быть объектом купли-продажи. Однако он — товар особого рода, особенности которого обуславливают принципы, подходы и методы его оценки.

Бизнес как товар имеет ряд особенностей.

Во-первых, это товар инвестиционный, т. е. товар, вложения в который осуществляются с целью отдачи в будущем. Затраты и получение доходов разъединены во времени. Причем размер ожидаемой прибыли 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. Текущая же стоимость будущих доходов, которые может получить собственник от данного бизнеса, представляет собой его рыночную стоимость.

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

В-третьих, потребность в бизнесе как товаре зависит от процессов, происходящих внутри бизнеса и во внешней среде. Причем, с одной стороны, нестабильность в экономике приводит бизнес

к неустойчивости, с другой стороны, его неустойчивость ведет к дальнейшему нарастанию нестабильности в экономике в целом. Из этого вытекает еще одна особенность бизнеса как товара — потребность в регулировании бизнеса и процесса его оценки, а также необходимость учитывать при оценке качество управления бизнесом.

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

Особенности оценки бизнеса

Оценка бизнеса - является одной из разновидностей оценочной деятельности, необходимость в которой возникает в самых разных рыночных ситуациях:

- при оценке подлежащего продаже предприятия-банкрота;
- при определении того на какую сумму нормально работающее акционерное общество имеет право выпустить акции;
- при оценке приватизируемых предприятий;
- при исчислении цены, по которой любое АО должно выкупать акции, выходящих из него акционеров и т.д.

В наиболее общем виде существуют два предмета оценки бизнеса:

- оценка предприятий различной формы собственности, которая может основываться на оценке их материальных и нематериальных активов;
- оценка «бизнес-линий», как совокупности прав собственности, технологий и активов, обеспечивающих ожидаемые, с некоторой вероятностью, будущие доходы.

В рыночной экономике решающим является иметь выгодное дело (бизнес-линия), а не просто предприятие, поэтому преобладающим является оценка бизнес-линий. Которые могут принадлежать как юридическим, так и физическим лицам.

Бизнес-линию можно определить и как совокупность прав собственности, достаточно долгосрочных привилегий и конкурентных преимуществ, специального и универсального имущества, технологий, а также контрактов (по закупке покупных ресурсов, аренде имущества, найму работников и сбыту продукции), которые обеспечивают возможность получать определенные доходы.

Бизнес-линию иногда называют продуктовой линией, а в инвестиционном анализе ее именуют также инвестиционным проектом.

В отдельных случаях о бизнес-линиях говорят также как о просто совокупности контрактов (особенно долгосрочных), включая лицензии на вид деятельности и на технологии, которые являются ключевыми для обусловленного ими потока доходов. Предметом оценки может выступать даже отдельный долгосрочный контракт, позволяющий получать регулярные дополнительные доходы или стабильную экономию в расходах.

Например, это договоры поставки товаров по цене выше рыночной, или, наоборот, льготные договоры по закупке ресурса по цене ниже рыночной.

При оценке бизнес-линий в реальной хозяйственной практике обычно выделяют следующие основные цели:

- оценить все бизнес-линии фирмы для того, чтобы суммой их стоимости (плюс рыночная стоимость нефункционирующих активов) характеризовать подлинную рыночную стоимость данной фирмы как действующего предприятия:
- определить ориентированную, обоснованную, максимальную (стартовую для продавца) цену, по которой держателю составляющих бизнес-линию контрактов можно продать третьим лицам свои права по контракту;
- оценить целиком одно-продуктовое предприятие (фирму), цена которого совпадает (без учета нефункционирующих активов) с оценкой его единственной бизнес-линии;
- оценить рыночную ценность инвестиционного проекта, совпадающего с

рассматриваемой бизнес-линией (что в свою очередь может быть использовано в целях отбора инвестиционных проектов для финансирования);

- установить ориентировочную, обоснованную рыночную стоимость собственного капитала предприятия, учрежденного для реализации планируемого инвестиционного проекта и имеющего для этого решающие конкретные преимущества.

Если предметом оценки бизнеса выступает предприятие целиком или её отдельные доли, то оценка фирм и долей в них может, как это уже отмечалось, отталкиваться также от оценки бизнес-линий, осуществляемых фирмой. Однако она может производится и отталкиваться от имущества фирмы (предприятия). Оба эти подхода естественны для фирмы как предмета оценки, т. к. фирма, будучи отдельным юридическим лицом, имеет собственное имущество, на которое поступают доходы от ведения ею хозяйственной деятельности.

В реальной хозяйственной практике встречаются ситуации, когда фирма становится предметом особой оценки.

Это происходит в ситуациях, когда рынок не в состоянии объективно оценить данное предприятие. Так, например:

- оцениваемая фирма является закрытой, т.е. по определению не подвергается оценке на фондовом рынке (фирма представляет собой не АО, а ООО - либо это закрытое АО);

- оцениваемая фирма является формально открытой, однако не находится в листинге фондовых бирж потому, что не отвечает их требованиям (по размеру, открытости финансовой отчетности и пр.), в то же время на внебиржевом рынке ее постоянная котировка не осуществляется;

- оцениваемая фирма является открытым АО, котируемым на солидной бирже, но акции фирмы являются недостаточно ликвидными (по ним мало и редко осуществляются сделки) - так что реально наблюдаемой, казалось бы, рыночной стоимости этих акций нельзя доверять;

- весь фондовый рынок в стране недостаточно ликвиден, либо очень сильно зависит от краткосрочных внешнеэкономических факторов, результат чего тождественен предыдущему случаю.

Две последние ситуации особенно характерны для стран с переходной экономикой (Россия, Узбекистан, и др.)

Как правило, оценка фирм по их имуществу предполагает оценку как их материальных, так и нематериальных активов. При этом следует учитывать, что материальные активы могут быть впрямую переоценены по их рыночной стоимости, взятой по котировкам их аналогов с соответствующими рынков. Вместе с тем, нематериальные активы, по которым рынки чаще всего отсутствуют, могут оцениваться по принципу оценки тех бизнес-линий, которые они обеспечивают - или могут обеспечить - в качестве конкурентных преимуществ.

Оценка имущества может также свестись к оценке бизнес-линий и при оценке финансовых активов (составной части материальных активов фирмы), когда в отношении некоторых находящихся в инвестиционном портфеле предприятия неликвидных акций (или паев в неакционерных фирмах) компаний

- эмитенты этих акций приходится оценивать также отталкиваясь от их бизнес-линий.

В ходе оценки бизнеса, когда предметом оценки выступает целиком всё предприятие или фирма, как правило преследуются следующие цели:

- a) проверить насколько объективны (независимы от случайных и временно действующих факторов) текущая рыночная котировка акций той или иной открытой компании с достаточно ликвидными акциями, а также текущий наблюдаемый на рынке тренд в ее изменении;

- мелким и портфельным инвесторам это позволит определиться в ожидаемом

продолжении или изменении данного тренда;

- стратегическим же инвесторам это позволит принять более обоснованное решение о приобретении или продаже контрольных пакетов такой компании, не опираясь только на данные фондового рынка;

б) следить за рыночной стоимостью закрытых компаний и предприятий с недостаточно ликвидными акциями, по которым иной способ получить сколько-либо надежную информацию об их рыночной стоимости в принципе невозможен;

в) подготавливать предложения по цене купли-продажи закрытых компаний или предприятий с недостаточно ликвидными акциями;

г) использовать результаты оценки при составлении и аудите финансового отчета компаний всех типов для предоставления их владельцам (по открытым компаниям всем участникам рынка) полной информации об истинном финансовом положении и перспективах предприятия.

Как показывает международная практика оценочной деятельности, и это общепризнанно, результаты оценки стоимости собственного капитала предприятий всегда выгодно отличаются от стоимости собственного капитала, указываемого в бухгалтерском балансе предприятия.

Наряду с объективными причинами такого положения (инфляция, существующие нормы амортизации, методы учёта стоимости покупных ресурсов и т.д.), это явное признание огромной практической важности результатов работы оценщиков бизнеса и, не случайно, величину стоимости собственного капитала предприятия или фирмы в обиходе называют «истиной» и даже «честной стоимостью».

Оценка бизнеса в реальной практике

Роль и значение оценки бизнеса в условиях рыночной экономики необычайно велики и конкретно проявляются в самых различных ситуациях. Результаты оценки бизнеса становятся актуальными и востребованными с первых шагов перехода к рыночной экономике, когда осуществляются комплексные мероприятия по приватизации государственной собственности, финансовому оздоровлению экономики, санации и ликвидации предприятий банкротов, акционированию, развитию кредитного, фондового и страхового рынка.

Рассмотрим некоторые практические ситуации в которых наиболее ярко проявляются роль и значение оценки бизнеса:

а) Одним из важнейших условий финансового оздоровления экономики и перехода на эффективные рыночные отношения, является квалифицированная подготовка к продаже обанкротившихся предприятий. Роль оценщиков в осуществлении данной процедуры трудно переоценить. Оценка бизнеса составляет одну из важнейших задач внешних (антикризисных) управляющих, назначаемых по решению суда на признанные судом банкротами (несостоятельными) предприятия.

В реальной хозяйственной практике, в случаях, когда суд признает нецелесообразным (в интересах сохранения рабочих мест или по иным причинам) ликвидировать предприятие-банкрот, им необходимо подготовить к продаже и продать это предприятие, вместе с тем важно обеспечить правильную Обоснованную) его оценку и определение запрашиваемой за предприятие (или доли в нем) цены. Проводимая в таких случаях оценка бизнеса должна исходить из следующих требований:

- цена, по которой предприятие или доли в нем будут предлагаться к продаже, не должна быть, с одной стороны, занижена, так как этим был бы нанесен прямой имущественный ущерб кредиторам банкрота. Суть ущерба заключается в том, что выручка от продажи покроет тогда меньшую часть долгов несостоятельного предприятия и его кредиторам будет, соответственно, недовыплачена компенсация по этим долгам;

- указанная цена, с другой стороны, не должна быть завышена, потому что и в этом случае кредиторам банкрота был бы нанесен ущерб, который состоит в задержке получения ими компенсации по долгам из-за того, что при завышенной цене предложения

на продаваемое предприятие не удастся найти инвесторов (покупателей) и все равно эту цену придется впоследствии снижать — возможно, после того, как предприятие поначалу вообще не удастся продать;

- если известны потенциальные покупатели (инвесторы), оценка готовящегося к продаже несостоятельного предприятия должна проводиться не вообще, а применительно к предполагаемым планам, деловым возможностям и информированности конкретных инвесторов. Для разных инвесторов она может быть тоже разной;

- оценка выставляемых на продажу предприятий может быть многовариантной еще и потому, что до этой продажи внешними (антикризисными) управляющими может быть, с согласия и по поручению кредиторов банкрота, проведен больший или меньший комплекс мероприятий по предварительной санации данного предприятия, что, естественно, повлияет на итоговую (после завершения санации) оценку предприятия и запрашиваемую за него цену.

Соблюдение указанных требований оценки предприятий-банкротов позволяет с наименьшими потерями решать их судьбу.

б) Особенno ярко роль и значение оценки бизнеса проявляется при подготовке к продаже приватизируемых предприятий или пакетов их акций, еще остающихся в собственности государства. Практическое использование механизма оценки бизнеса в данном случае имеет примерно те же особенности, которые отмечались в связи с подготовкой к продаже предприятий-банкротов. Принципиальными отличительными чертами данной процедуры является то, что приватизируемые предприятия совсем не обязательно являются банкротами (хотя в ряде случаев они действительно фактически приближаются к несостоятельности или могут уже фактически являться несостоятельными) — чаще они являются нормально работающими либо способными нормально работать. Кроме того следует учитывать, что выручка от продажи приватизируемых предприятий или приватизируемых государственных пакетов акций направляется не кредиторам предприятия, как в случае предприятиями-банкротами, а бывшему собственнику, т.е. государству (либо в местный бюджет).

С учетом этих отличий все обсуждавшиеся в предыдущем разделе требования к оценке остаются справедливыми.

Вместе с тем, следует отметить, что значимость и трудности правильной оценки приватизируемого предприятия (либо предприятия, чьи пакеты акций приватизируются) только возрастают, так как указанная оценка в этом случае осуществляется под сравнительно более слабым контролем коммерчески не заинтересованных (в отличие от кредиторов предприятия-банкрота) государственных чиновников. Усиливается вероятность неосознанного или даже сознательного (под давлением заинтересованных лиц) занижения стоимости выставляемых на продажу объектов. Значит, при обосновании продажной (в том числе стартовой на торгах) цены приватизируемых предприятий и их отдельных пакетов тем строже следует руководствоваться принятыми в мировой практике методами оценки бизнеса.

Именно, бесконтрольность, злоупотребления и недооценка роли и значения оценочной деятельности, зачастую, умышленное занижение стоимости приватизируемых государственных объектов, привели к огромным потерям государственного бюджета.

в) Высока роль оценки бизнеса в ходе мероприятий государства по финансовому оздоровлению экономики и, в частности, при обосновании вариантов санации предприятий-банкротов.

Санация предприятий-банкротов (официально объявленных таковыми либо фактически несостоятельных, но, тем не менее, выставляемых на приватизацию) предполагает их финансовое оздоровление, направленное на повышение цены, по которой эти предприятия могут быть проданы.

Задача оценки бизнеса применительно к процессу санации финансово-кризисных предприятий видоизменяется. Она заключается в прогнозировании оценочной стоимости

предприятия (включая прогнозирование ее для отдельных конкретных инвесторов) после того, как будет выполнен запланированный комплекс санационных мероприятий, т.е. в прогнозировании будущей — по истечению периода, отведенного на санацию — обоснованной рыночной и инвестиционной стоимости предприятия.

При этом, как указывалось выше, эта стоимость будет многовариантной — в зависимости от того, какие конкретные санационные мероприятия будут одобрены.

На предприятиях, официально объявленных банкротами, сформулированная выше задача становится одной из важнейших функций профессионально подготовленных внешних (антикризисных) управляющих. В своем отчете об оценке предприятия-банкрота, который ими должен быть представлен собранию кредиторов после назначения этих управляющих, в интересах кредиторов они должны не просто констатировать, сколько предприятие-банкрот стоит на данный момент, а должны представить на решение кредиторов как минимум две альтернативы:

- реализовать предприятие по его текущей и, как правило, весьма низкой определенной ими цене, что обещает кредиторам покрытие выручкой от этой продажи лишь очень незначительной части их «зависших» долгов;

- не отказываться от более продолжительной санации предприятия-банкрота, которая, если исходить из предложенного плана санационных мероприятий и прогнозных оценок стоимости предприятия после санации, позволит повысить продажную цену предприятия и увеличить вырученные для кредиторов от его продажи средства.

С учетом фактора времени и, возможно, потребующихся от кредиторов для санации дополнительных затрат кредиторы тогда могут сами решить (в определенной мере снимая с антикризисного управляющего ответственность за слишком низкий процент возмещения им долгов), какую альтернативу выбрать.

Исходя из сложившейся практики оздоровительных мер, санационные мероприятия, влияющие на оценку бизнеса, могут быть трех родов:

1. санация в режиме экономии;
2. санация на основе вновь начинаемых инвестиционных проектов (как правило, краткосрочных или с коротким сроком окупаемости, с небольшими стартовыми инвестициями);
3. санация на основе продолжения ранее начатых на предприятии перспективных инвестиционных проектов, на которые ему не хватило времени и средств, но которые обещают в скором времени значительную отдачу.

Особенно интересными и многообещающими способны оказаться санационные мероприятия второго рода — на основе удачно подобранных (доступных предприятию и, по дополнительным затратам, его кредиторам) вновь начинаемых инвестиционных проектов с коротким сроком окупаемости. Эти проекты чаще всего базируются на инновациях, т.е. новых технологиях.

г) широком смысле этого слова, подразумевающих новые для предприятия - а возможно и для рынка - продукты, усовершенствования в технологических процессах.

Что касается финансирования санационных мероприятий, выходящих за рамки режима экономии, то это особая тема, по поводу которой можно лишь отметить следующее:

- оно часто ложится на плечи самих кредиторов предприятия-должника — в форме реструктуризации на время санации его долгов (переноса сроков уплаты по ним текущих процентов и основной части долга) или предоставления дополнительных займов либо поставок в кредит. При этом для кредитора действует принцип: если есть шанс позднее получить все весьма значительные по размеру долги (или более весомую, чем это реально сегодня, их часть), оказав небольшую финансовую помощь должнику, то, возможно, имеет смысл сделать это. Управляющим финансово-кризисными предприятиями, поэтому, в части заемного финансирования стоит попытаться за таким финансированием обратиться именно к уже существующим кредиторам;

- в части привлеченных средств, финансово-кризисные предприятия (официально уже признанные банкротами предприятия — с разрешения собрания кредиторов, где голосование проходит пропорционально долгам банкрота конкретным кредиторам, включая поставщиков и работников) могут попытаться особо эффективные для них инвестиционные проекты (инновации) реализовать через специально учреждаемые под них венчурные («под проект») дочерние предприятия, куда привлеченный капитал сторонних участников (пайщиков, акционеров) придет с гораздо большей вероятностью, чем в отягощенную долгами материнскую фирму. Это может казаться даже и лучших перспектив на мобилизацию заемных средств - на этот раз не только от прежних кредиторов;

- на финансирование особо эффективных и быстрых по окупаемости инвестиционных проектов могут быть «брошены» и последние резервы самофинансирования финансово-кризисных предприятий. В том числе, если говорить сугубо практически, даже за счет увеличения не грозящей немедленными санкциями кредиторской задолжности, пени по которой будут покрыты прибылями от инвестиций с коротким сроком окупаемости.

В хозяйственной практике существуют, конечно, и иные более сложные схемы финансирования финансово-кризисных предприятий (особенно если их еще не успели официально, по суду, признать банкротами). Такие схемы зачастую связаны с реорганизацией этих предприятий, что более всего характерно, когда речь идет о крупных предприятиях.

Вместе с тем, коренными недостатками этих, зачастую очень впечатляющих реорганизационных схем финансирования санации, по меньшей мере являются следующие обстоятельства:

- реорганизация не успевает дать ожидаемые от неё результаты к моменту, когда приходится принимать окончательные решения по поводу судьбы фирмы и ее менеджеров;

- применяемый метод реорганизации по иску третьих заинтересованных лиц (или по заключению государственных органов типа Антимонопольного комитета либо Управления по делам о несостоятельности и банкротствам) достаточно часто признается или может быть признанным незаконным (в целом или в отдельных своих ключевых моментах).

Учитывая отмеченные обстоятельства, мы считаем, что главное внимание при организации и финансировании санации, а также прогнозировании ее влияния на стоимость предприятия необходимо, прежде всего, особое внимание уделить не каким-то, даже очень эффективным, схемам реорганизации, а анализу бизнес-линий и имущества, реализация которых может улучшить финансовое положение и конечную оценку предприятия-банкрота.

д) Оценка бизнеса играет очень большую роль в защите интересов участников фондового рынка и рядовых владельцев акций предприятий, осуществляющих эмиссию новых акций.

Выпуск новых акций является важнейшим способом привлечения дополнительного партнерского капитала акционерными обществами — как уже открытыми, так и ранее закрытыми, но которые тоже, после появления их акций на открытом рынке (в результате продажи акций старыми акционерами третьим лицам), могут попытаться прибегнуть к эмиссии новых акций.

Вместе с тем, не следует забывать, что выпуск новых акций в состоянии оказаться и инструментом разрушения фондового рынка, если компании-эмитенты будут, по разным причинам, не в состоянии реинвестировать получаемые с фондового рынка средства в проекты, способные принести дополнительные прибыли и обеспечить доходность выпущенных акций.

Часто встречающейся причиной указанной неспособности перспективно

реинвестировать фонды, полученные от размещения на рынке новых акций, является то, что компания заведомо не в состоянии это сделать, так как нуждается по крайней мере в части этих средств для: покрытия своих текущих убытков, простого поддержания (без какого-либо расширения) своих уже имеющихся мощностей, пополнения потерянных ранее собственных оборотных средств, осуществления плановых выплат по ранее взятым кредитам, уплаты по просроченным долгам и т.п.

В конечном счете, привлечение средств акционеров на перечисленные цели с точки зрения акционеров, ожидавших по своим инвестициям в предприятие-эмитент как минимум той же доходности, что была до эмиссии акций, окажется менее выгодным, чем они это ожидали (в экстремальных случаях те, кто приобрел выпущенные акции, вообще не получат с них дохода и могут даже потерять вложенные в них деньги).

При этом следует учитывать, что из публикуемых финансовых отчетов компании-эмитента (баланса, отчетов о прибылях и убытках, о движении денежных средств) при поверхностном и даже более глубоком анализе практически невозможно или очень затруднительно установить, какова вероятность описанного сценария. Здесь сказывается и вероятность завышения объявляемых прибылей, и недоамortизации основных фондов вследствие неприменения методов ускоренной амортизации * быстро стареющих капитальных активов, и невозможность провести корректный сравнительный анализ финансовых коэффициентов фирмы (типа коэффициентов покрытия, автономности, независимости, прибыльности) в сопоставлении с аналогичными коэффициентами других компаний отрасли, и некачественность аудита опубликованных отчетов, а также другие факторы.

Подобные состояния предприятий-эмитентов довольно часто встречаются в хозяйственной практике. Именно в таких ситуациях и находит еще одно свое защищающее интересы участников фондового рынка (и существующих акционеров предприятия) практическое применение оценки бизнеса.

При этом механизм применения результатов оценки бизнеса проявляется в следующем:

- перед тем, как разрешить эмиссию новых акций проверяют: в каком соотношении находятся балансовая и оценочная (полученная методом оценки бизнеса) стоимости собственного капитала компании-эмитента;
- если оценочная стоимость собственного капитала данного предприятия больше, чем балансовая его стоимость, основывающаяся на остаточной балансовой стоимости активов предприятия, его обязательствах и объявленных прибылях, то эмиссия новых акций разрешается — причем как раз на величину выявленного изучавшегося превышения;
- если оценочная стоимость собственного капитала фирмы-эмитента меньше, чем балансовая стоимость этого капитала, то эмиссия акций не разрешается;
- в последнем случае, более того, акционерное общество, желавшее выпустить новые акции, обязано уменьшить величину стоимости своего собственного (уставного) капитала в бухгалтерском балансе общества как раз на разницу между оценочной стоимостью предприятия и объявлявшейся (как выяснилось, завышенной) балансовой стоимостью его собственного (уставного) капитала.

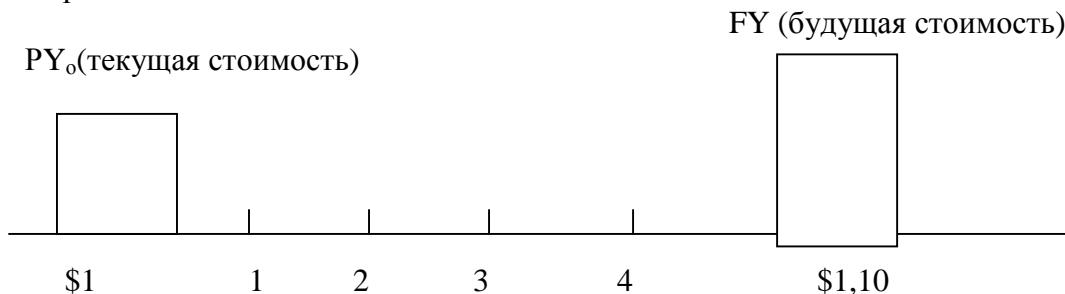
В странах с развитой рыночной экономикой, согласно действующему законодательству, полномочия по тому, чтобы разрешать или не разрешать эмиссию акций (защищая интересы акционеров и участников фондового рынка) имеют органы, контролирующие фондовый рынок.

3. Методологической основой оценки бизнеса

Методологической основой оценки бизнеса является:

1. **Теория текущей стоимости** -суть которой заключается в том, что стоимость по времени постоянно меняется, их стоимость никогда не равны сегодняшней стоимости. При оценке бизнеса важен подотчет и учёт изменения стоимости денег

во времени. Эти изменения показаны на схеме.



2. Теория риска. Учёт риска связанного с введением бизнеса. Бизнес – это дело, связанное с риском. Любое решение в рамках ведения бизнеса, связано с риском.

Правильный учёт степени риска создает благоприятные условия для рентабельного введения предпринимательства. Таким образом, теория текущей стоимости и учёт степени риска, связанного с введением бизнеса составляют методологическую основу оценки бизнеса.

Для того чтобы понять сущность и особенности оценочной деятельности, необходимо дать более развернутые ее определения. Оценка стоимости бизнеса, как и любого другого объекта собственности, представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс исчисления величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка. Несколько громоздкое на первый взгляд определение сущности оценки стоимости раскрывает тем не менее основные черты данного процесса. В дальнейшем будут приведены различные определения рыночной стоимости. Здесь же важно понять ее отличие от рыночной цены.

Рассмотрим каждую из них. Во-первых, оценка стоимости бизнеса (предприятия) — это процесс. Для получения результата эксперт-оценщик должен проделать ряд операций, очередность и содержание которых зависят от цели оценки, параметров объекта и выбранных методов. Во-вторых, можно выделить общие для всех случаев этапы оценки, например: определить цели оценки, выбрать вид стоимости, подлежащей расчету; собрать и обработать требуемую информацию; обосновать методы оценки стоимости; рассчитать величину стоимости объекта, внести поправки; вывести итоговую величину; проверить и согласовать результаты. Ни один из этапов нельзя пропустить или «переставить» на другое место. Такие вольности приведут к искажению результата. Отсюда следует, что оценочная деятельность — процесс упорядоченный: все действия совершаются в определенной последовательности.

В-третьих, оценка стоимости — процесс целенаправленный. Эксперт-оценщик в своей деятельности всегда руководствуется конкретной целью. Естественно, что он должен рассчитать величину стоимости объекта, но какую стоимость надо определить, зависит от цели оценки, а также от параметров оцениваемого объекта. Например, если расчет стоимости бизнеса производится с целью заключения сделки купли-продажи то рассчитывается рыночная стоимость; если же целью оценки является определение стоимости бизнеса в случае его ликвидации, то вычисляется ликвидационная стоимость.

В-четвертых, процесс оценки стоимости заключается в том, что оценщик всегда определяет величину стоимости как количество денежных единиц, следовательно, все стоимостные показатели должны быть выражены количественно, независимо от того, насколько просто они поддаются точному измерению и денежному выражению.

В-пятых, сущностная черта стоимостной оценки заключается в ее связи с рыночной ситуацией. Это означает, что оценщик не ограничивается учетом лишь одних затрат на создание или приобретение оцениваемого объекта, его технические характеристики, местоположение, генерируемый им доход, состав и структуру активов и обязательств и т. п. Он обязательно учитывает совокупность рыночных факторов:

рыночную конъюнктуру, уровень и стратегию конкуренции, рыночное реноме оцениваемого бизнеса, его макро- и микроэкономическую среду обитания, риски, сопряженные с получением дохода от объекта оценки, среднерыночный уровень доходности, цены на аналогичные объекты, текущее состояние отрасли и экономики.

4. Факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса

При расчете стоимости бизнеса оценщик принимает во внимание различные микро- и макроэкономические факторы, к которым относятся следующие.

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

Доход. Доход, который может получить собственник объекта, зависит от характера операционной деятельности и возможности получить прибыль от продажи объекта после использования. Прибыль от операционной деятельности, в свою очередь, характеризуется 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 отражается риск как вероятность получения ожидаемых в будущем доходов.

Контроль. Одним из важнейших факторов, влияющих на стоимость, является степень права 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: назначить управляющих, определить величину оплаты их труда, влиять на стратегию и тактику работы предприятия, продавать или покупать его активы; реструктурировать и даже ликвидировать данное предприятие; принимать решение о поглощении других предприятий; определять величину дивидендов и т.д. В силу того что покупаются большие права, стоимость и цена, как правило, будут выше, чем в случае покупки неконтрольного пакета акций.

Ликвидность. Одним из важнейших факторов, влияющих при оценке на стоимость предприятия и его имущества, является степень ликвидности этой собственности. Рынок готов выплатить премию за активы, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери части стоимости. Отсюда стоимость закрытых акционерных обществ должна быть ниже стоимости аналогичных открытых обществ.

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

Соотношение спроса и предложения. Спрос на предприятие, наряду с полезностью, зависит также от платежеспособности потенциальных инвесторов, ценности денег, возможности привлечь дополнительный капитал на финансовом рынке. Отношение инвестора к уровню доходности и степени риска связано даже с его возрастом: более молодые люди склонны идти на большой риск ради более высокой доходности в будущем. На спрос и стоимость бизнеса влияет и наличие различных возможностей для инвестиций.

Спрос зависит не только от экономических, но и социальных, и политических факторов, таких, как отношение к бизнесу в обществе и политическая стабильность.

Цены предложения прежде всего определяются издержками создания аналогичных

предприятий в обществе. Очень важное значение (для получения дохода) имеет и количество выставленных на продажу объектов.

Выбор решения и покупателя, и продавца обусловлен перспективами развития данного бизнеса. Обычно стоимость предприятия в предбанкротном состоянии ниже стоимости предприятия с аналогичными активами.

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 собственника от владения этим предприятием. Особенно это характерно для отраслей, в которых предложение ограничено природными возможностями. Отсюда следует, что наиболее близко к верхней границе в случае превышения спроса над предложением будут цены на сырьевые предприятия. В то же время при превышении спроса над предложением могут появиться в некоторых отраслях новые предприятия, что приведет к увеличению их числа. В дальнейшем цены на эти предприятия могут несколько снизиться.

2. 3 Факторы, влияющие на стоимость имущества предприятия

| Факторы | Характеристики |
|--|---|
| Физические, окружающая среда, местоположение | <ul style="list-style-type: none"> • Местоположение: климат, ресурсы, топография, грунты, почва; по отношению к деловому центру, местам приложения труда, жилым территориям, автодороге, железной дороге, побережью, зеленым массивам, коммунальным учреждениям; состояние дорог и т. д. • Собственно участка: размеры, форма, площадь, топография, подъезды, благоустройство, вид использования по зонированию, сервитут, общий вид, привлекательность, и т.д. • Зданий и сооружений: количество; тип, год, качество постройки; стиль, планировка, конструкции и т.д. |
| Экономические | <ul style="list-style-type: none"> • Общее состояние мировой экономики; экономическая ситуация в стране, регионе, местном уровне; финансовое состояние предприятий • Спроса: уровень занятости, величина заработной платы и доходов, платежеспособность, наличие источников финансирования, ставка%, ставка арендной платы, издержки при формировании продаж • Предложения: площадь имеющейся на продажу земли; количество объектов, выставленных на продажу; затраты на СМР; затраты на обеспечение финансирования; налоги |
| Социальные | <ul style="list-style-type: none"> • Базовые потребности в приобретении земли, объектов недвижимости, предприятий • Базовые потребности в общении с окружающими, отношение к соседним объектам и их владельцам, чувство собственности • Тенденции изменения численности населения, размера семьи, омоложение или старение • Тенденции изменения образовательного уровня, уровня преступности • Стиль жизни, уровень жизни |

| | |
|--|--|
| Административные (политические), юридические | <ul style="list-style-type: none"> • Налоговая, финансовая политика • Предоставление разного рода льгот • Контроль землепользования, ставок арендной платы • Зонирование: запретительное, ограниченное или либеральное • Строительные нормы и правила: ограничительные или либеральное • Услуги муниципальных служб: дороги, благоустройство, инженерное оборудование, общественный транспорт, школы, охрана здоровья и безопасность, противопожарная служба |
|--|--|

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

Прибыль – если используется модель (DFE) дисконтированные прибыль будущего;

Денежный поток - если используется модель(DCF) дисконтированный денежный поток определяется нижеследующим:

Чистая прибыль + показатели баланса (износ и амортизация);

Дивиденды - если покупатели акции смотрят на прибыли сумму от дивиденда, которую эту сумму тоже можно дисконтировать;

Валовой доход – деньги от реализации;

Активы предприятие.

Контрольные тесты:

1. Что может быть объектом оценки?

- 1) все перечисленное
- 2) природные ресурсы;
- 3) инвестиционные проекты;
- 4) бизнес;
- 5) недвижимость;

2. Чем обусловлена потребность в оценке стоимости объектов и прав собственности?

- 1) всем перечисленным
- 2) возникновением и развитием фондового рынка;
- 3) развитием системы страхования;
- 4) переходом коммерческих банков к выдаче кредитов под залог имущества;
- 5) процессами приватизации;

3. Максимальная стоимость объекта определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью – это.....

- 1) принцип замещения;
- 2) принцип полезности;
- 3) принцип остаточной стоимости;
- 4) принцип ожидания;
- 5) принцип изменения стоимости.

4. Что из ниже перечисленного не соответствует определению ликвидационной стоимости:

- 1) стоимость, учитывающая индивидуальные требования конкретного инвестора;
- 2) стоимость, рассчитанная на основе реализации активов предприятия;
- 3) разность между выручкой от продажи активов предприятия по отдельности;
- 4) стоимость, рассчитанная по конкретному факту;

- 5) стоимость, рассчитанная для предприятия, которое находится в состоянии банкротства.
5. Стоимость имуществом за вычетом суммы накопленного износа на определенную дату называется?
- 1) остаточной
 - 2) рыночной
 - 3) ликвидационной
 - 4) балансовой
 - 5) среди предъявленных ответов нет правильного

ТЕМА 2. ПОНЯТИЯ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА(2 ч)

1. Понятия, цели и ситуации оценки бизнеса.
2. Виды стоимости, используемые при оценке бизнеса.
3. Принципы оценки бизнеса.
4. Субъекты и объекты оценочной деятельности
- 5..Характеристика процесса оценки стоимости предприятия.

1. Понятия, цели и ситуации оценки бизнеса

Понятие оценки бизнеса. Подход оценки стоимости – это общий способ определения стоимости, в рамках которого один или более методов оценки бизнеса.

Дата оценки – дата, на которую действительно заключение оценщика, а стоимости.

Метод оценки стоимости – способ определения стоимости, которое варируются в зависимости от подхода к оценке стоимости.

Процедура оценки стоимости – операции способа и технические приёмы при этапов оценки стоимости.

Оценённая стоимость- стоимость согласно мнению или определению оценщика.

Оценщик бизнеса – лица, которое благодаря полученному образованию и специальной подготовки, а также накопленному квалифицирован как специалист, который правомочен, производить оценки, предприятия или его нематериальных активов.

Гудвилл – (Goodwill) – доброе имя фирмы – это нематериальные активы компании, которое складываются из престижа предприятия, его деловой репутации , взаимоотношение с клиентурой, местонахождения , номенклатура производимой продукции и пр. Эти фактора отдельно не выделяются и не оцениваются в отчетности предприятия, но служат реальным источником прибыли.

Предприятие – это организация, осуществляющая экономическую деятельность в сфере производства, торговли или услуг.

Капитализация - это превращения дохода в стоимость. Структура капитала – составные части инвестированного капитала.

Норма капитализации – любой делитель используемой для пересчета доходов предприятия в его стоимость. Выражается в процентах.

Ставка дисконта – ставка дохода используемая для пересчета, денежных сумм подлежащих уплате или получению в будущем и текущей стоимости.

Экономическая жизнь – период времени на протяжении которого собственность

используется как прибыльная.

Собственность капитал – доля собственников в капитале предприятия за вычетом всех обязательств. Действующие предприятия – это предприятие функционирующие в данный момент времени. Стоимость действующего предприятия – стоимость функционирующего предприятия или для акционеров в его капитале, включающие стоимость нематериальных активов.

Доходный подход – общий способ определения стоимости предприятия в рамках которого используются методы , основанный на пересчете ожидаемых доходов . Инвестированный капитал – сумма обязательств и собственного капитала предприятия рассматриваемого в долгосрочной перспективе.

Контрольный пакет акций – владение более чес 50% акций предприятия дающее владельцу право голоса.

Контроль через владение акциями – степень контрольным пакетом акции.

Чистые активы – разница между суммарными активами и суммарными обязательствами.

Чистый доход- разница между суммарными активами и суммарными обязательствами.

Чистый доход – разница между доходами расходами, включая налог.

Ставка дохода – величина дохода, реализованная или ожидаемая получению на инвестицию, которая выражается в процентах от суммы капитальных вложений. Полная стоимость воспроизводства – это выражение в текущих ценах стоимость предмету.

Собственный оборотный капитал – разница между текущими активами и текущими обязательствами и т.д.

Целями оценки бизнеса (оценки предприятия) могут быть:

1. Повышение эффективности управления предприятием;
2. Обоснование инвестиционного решения;
3. Разработка плана развития (бизнес-план);
4. Реструктуризация предприятия (ликвидация, слияние, поглощение, выделение и т.д.);
5. Определение текущей рыночной стоимости предприятия в случае его частичной или полной покупки или продажи, при выходе одного или нескольких участников из обществ и т.д.;
6. Определение стоимости ценных бумаг предприятия, паев, долей в его капитале в случаях проведения различного рода операций с ними;
7. Определение кредитоспособности предприятия и величины стоимости залога при кредитовании;
8. Определение рыночной стоимости имущества при проведении страховых операций;
9. Налогообложение предприятия (при определении налогооблагаемой базы необходимо провести объективную оценку предприятия);
10. Переоценка активов предприятия для целей бухгалтерского учета;
11. Внесение в уставной капитал имущественных вкладов учредителей;
12. Выкуп акций у акционеров;
13. Обжалование судебного решения об изъятии собственности,
14. Определение величины арендной платы при сдаче бизнеса в аренду;
15. Эмиссии ценных бумаг.

Ситуации оценки предприятия и особенности оценки рыночной стоимости бизнеса для различных целей являются:

1. Оценка бизнеса в целях купли-продажи предприятия

Оценка для целей купли-продажи необходима при принятии собственником предприятия решения о продаже предприятия целиком или его доли, при выходе одного из участников из товариществ, обществ. Оценка бизнеса для совершения сделки купли-

продажай пожалуй самый распространенный случай оценки предприятия. На практике часто совершаются сделки по купле–продаже не всего предприятия, а его части (доли). В этом случае продажная цена отдельной доли зависит не только от стоимости продаваемой части актива, но и от тех прав, которые предоставляет владение данной долей новому собственнику. Например, если это контрольный пакет акций предприятия, то его рыночная цена будет значительно выше неконтрольного пакета. В большинстве случаев продажа предприятия является крупной сделкой, совершение этой сделки не влечет прекращение его предпринимательской деятельности. Оценка для целей купли–продажи осуществляется на базе рыночной стоимости или на нерыночной базе – такой, как инвестиционная стоимость.

2. Оценка предприятия при реорганизации, слиянии и поглощении

При слияниях рыночная стоимость компании формируется в результате взаимодействия цен спроса и предложения, при поглощении – в результате борьбы между конкурентами. Нередки случаи поглощения не всей компании, а отдельных ее частей или активов. Оценка бизнеса необходима для выбора обоснованного направления реструктуризации предприятия. Оценивая бизнес, наши специалисты выявляют альтернативные подходы к управлению предприятием и определяют, какой из них обеспечит максимальную эффективность, и, следовательно, более высокую рыночную стоимость, что является основной целью собственника. Оценка для целей управления необходима для повышения эффективности текущего управления, разработки текущих и перспективных планов развития предприятия. Слияние, присоединение, разделение или выделение организаций из состава предприятия предполагает проведение рыночной оценки предприятия для определения цены покупки или выкупа акций, конвертации, величины премии, выплачиваемой акционерам присоединяемого общества. В качестве базы оценки **для целей управления и (или) реструктуризации предприятия (бизнеса)** выступает рыночная или инвестиционная стоимость. В большинстве случаев применяется доходный подход к оценке.

3. Страхование предприятия

В этом случае оценивается страховая стоимость предприятия, которая заключается в определении размера выплаты по страховому договору при условии наступления страхового события – потери или повреждения застрахованных активов. Чтобы определить стоимость страхуемых активов компании, используются такие понятия, как восстановительная стоимость и стоимость замещения. Восстановительная стоимость – текущие затраты, необходимые на восстановление точной копии всех активов предприятия. Стоимость замещения определяется как величина затрат на замещение данного актива другим того же вида и состояния и способного равным образом удовлетворить пользователя.

4. Оценка предприятия для залогового обеспечения по кредиту

Оценка предприятия рассматривается как залоговая стоимость ее активов и соответствует рыночной стоимости залога этой фирмы, которую кредитор может получить, продав залог в случае неплатежеспособности фирмы. Иначе говоря, залоговая стоимость – стоимость компании, которую надеется получить кредитор от продажи на торгах в случае банкротства заемщика кредита. В качестве базы оценки выступает рыночная стоимость активов предприятия. В большинстве случаев наиболее приемлемым подходом к оценке является затратный подход. При осуществления **оценки для целей определения кредитоспособности и стоимости залога при кредитовании** обязательным является проведение оценки отдельных элементов активов по рыночной или иной стоимости, при этом необходимо учитывать затраты, которые будут понесены при реализации объектов залога в условиях ограниченности времени.

5. Осуществление инвестиционного проекта развития предприятия

Согласно международным стандартам оценки, «инвестиционная стоимость – субъективное понятие, которое соотносит конкретный объект собственности с

конкретным инвестором или группой инвесторов, имеющих определенные цели и (или) критерии инвестирования». Другими словами, инвестиционная стоимость – способность инвестиций приносить доход или отдачу и является характеристикой инвестиционного проекта. В этом случае, для инвестора необходимо знать исходную стоимость предприятия. Для обоснования целесообразности осуществления инвестиционного проекта на предприятии необходимо его оценить как “действующее предприятие” и определить те выгоды, которые влечет осуществление инвестиционного проекта. В качестве базы оценки **для целей осуществления инвестиционного проекта** выступает инвестиционная стоимость. В большинстве случаев применяется доходный подход к оценке.

6. Оценка предприятия как инструмент управления стоимостью предприятия

Управление стоимостью предприятия – это инструмент, появление которого обусловлено интересами собственников. Для последних стоимость предприятия является единственным критерием оценки его финансового благополучия, который дает комплексное представление об эффективности управления бизнесом. Мировая практика показывает, что наиболее конкурентоспособными компаниями, как правило, являются те, в которых главным критерием оценки качества управления служит последующее повышение стоимости бизнеса. Приращение стоимости бизнеса основано на учете и количественной оценке влияния различных факторов деятельности компании на конечную величину ее стоимости.

7. Оценка предприятия при его ликвидации

Происходит в случае полной или частичной ликвидации предприятия, распродажи его активов по отдельности, то в этом случае определяется ликвидационная стоимость компаний. Она представляет собой денежную сумму, которая реально может быть получена от продажи бизнеса или его активов в сроки, слишком короткие для проведения адекватного маркетинга в соответствии с определением рыночной стоимости. Так как при вынужденной продаже предприятия возникают издержки по ликвидации (комиссионные и текущие издержки, юридические услуги и т.п.), то ликвидационная стоимость рассматривается как остаток от реализации за вычетом ликвидационных издержек.

Таким образом, обоснованность и достоверность оценки стоимости бизнеса во многом зависит от того, насколько правильно определена область использования результатов оценки предприятия. Для решения сформулированных выше конкретных задач оценки предприятий используются аналитические методы оценки стоимости.

8. Оценка для целей изменения величины уставных (складочных) капиталов

В качестве базы оценки используется рыночная стоимость предприятия (бизнеса) в целом. Затратный подход не должен быть единственным подходом к оценке, если в нормативных правовых актах по оценочной деятельности не установлено иное.

9. Оценка для целей купли-продажи ценных бумаг

Оценка для целей купли-продажи ценных бумаг подразумевает определение стоимости ценных бумаг общества для принятия обоснованного решения.

В качестве базы оценки выступает рыночная стоимость ценных бумаг. При получении итоговой величины стоимости оценщик может применять скидки и премии за контрольный характер и ликвидность оцениваемого пакета ценных бумаг.

В большинстве случаев при оценке для целей купли-продажи ценных бумаг применяются сравнительный и доходный подходы.

Помимо анализа сложившейся ситуации с оцениваемыми ценными бумагами проводится анализ и прогнозирование будущих тенденций и доходности бизнеса.

2. Виды стоимости, используемые при оценке бизнеса

Задачи по оценки влияет в себя нижеследующие элементы:

1. Имя клиента.

2. имя оценщика.

Имя клиента и оценщика нужны, для того чтобы, знать, кто должен платить за эти услуги и кто должен обеспечить эти услуги. Оценщик имеет права дать информацию об оценке только для своего клиента, а для других только с разрешения этого клиента.

3. определение доли в капитале оцениваемого предприятия: необходимо указать официальное имя предприятия, место прописки. Также необходимо показать организационную форму предприятия и ее юридический и налоговый статус. Если предприятие имеет два названия, то есть, официальная и народное – необходимо показать обоих .если оцениваемый бизнес является частью или подразделением какой ни будь предприятии необходимо указать долю ее в стоимости всей компании. Станет ясно, что оценивается: активы компании, пакет акций или доля в кооперации.

4. Время проведения оценки: важно показать определенный период времени, так как с течением времени стоимость может измениться.

5. Цели оценки: исходя от целей клиента используются различные способы оценки. Цели могут быть нижеследующими:

- рассчитать налоги унаследуемого или даруемого имущества, при этом используется обоснованная рыночная стоимость;
- при продажи, соединении, погашении и возвращении инвестиций используются следующие оценки: инвестиционная стоимость (investment value), обоснованная стоимость (fair value)
- превращение закрытой компании в открытую компанию;
- Составление договора о купле- продаже;
- Расторжение брака, разделение кооператива или компаний;
- дело по возмещению убытков;
- При переорганизации обанкротившихся предприятий используется ликвидационная стоимость.

При оценки бизнеса используются следующие виды стоимости:

1.1. Рыночная Стоимость

Рыночная Стоимость является представлением меновой стоимости или той денежной величины, которую можно получить за собственность, если она будет выставлена на продажу на открытом рынке на дату оценки при условии соблюдения требований, указанных в определении Рыночной Стоимости. Для того чтобы оценить Рыночную Стоимость, оценщик должен прежде оценить наиболее эффективное использование или наиболее вероятное использование объекта собственности. Это использование может совпадать с существующим на данный момент либо быть каким-то иным. Это определяется на основании рыночных данных.

Рыночная Стоимость определяется при помощи методов и процедур оценки, отражающих характер собственности и наиболее вероятные условия, при которых данная собственность продавалась бы на открытом рынке. Наиболее распространенными методиками оценки Рыночной Стоимости являются Метод Сравнения Продаж, Метод

Капитализированного Дохода, или Дисконтированного Наличного Потока, и Затратный Метод.

Затратный Метод имеет два возможных варианта применения, один из которых может быть использован при оценке Рыночной Стоимости. В приложении к оценке Рыночной Стоимости все параметры метода берутся из данных открытого рынка. В приложении к нерыночным ситуациям параметры выбираются иным образом. Для дополнения картины Метод Остаточной Стоимости Возмещения (ОСВ) сочетает в себе рыночные и нерыночные элементы и не может определять Рыночную Стоимость. При получении, представлении и использовании Рыночной Стоимости важно не запутаться в этих различных затратных подходах.

Все методы, процедуры и техники измерения Рыночной Стоимости, если они основаны на рыночных показателях и при этом правильно применены, ведут к одному и тому же выражению Рыночной Стоимости. Метод Сравнения Продаж или любой другой сравнительный рыночный метод опирается на рыночные наблюдения. Строительные затраты и степень амортизации должны определяться исходя из анализа рыночных оценок затрат и аккумулированного износа. Метод Капитализации Дохода, или Метод Дисконтированного Потока, должен быть основан на определяемых рынком значений наличного потока и нормы прибыли. Поэтому, несмотря на то что выбор конкретного метода в основном обусловлен характером доступной информации, особенностями рынка и спецификой самого оцениваемого объекта, результат всех упомянутых процедур должен быть один - Рыночная Стоимость (если все методы основывались на рыночной информации).

То, каким образом та или иная собственность обычно вращается на открытом рынке, служит индикатором применимости различных методов и процедур к оценке Рыночной Стоимости. Любой метод, основанный на рыночной информации, является по своей сути сравнительным. Для каждой проблемы оценки найдутся один - два метода, как правило, лучше других отражающих ситуацию на открытом рынке. Для каждого оцениваемого объекта собственности оценщик при определении Рыночной Стоимости должен рассмотреть все имеющиеся в его распоряжении методы и выбрать из них наиболее подходящие.

Этот определение применим к оценке Рыночной Стоимости собственности - как правило, недвижимости и элементов, имеющих к ней непосредственное отношение. При этом предполагается, что рассматриваемая собственность оценивается как объект продажи на открытом рынке, а не как часть действующего предприятия или с какой-либо другой точки зрения.

Рыночная Стоимость в контексте Стандартов определяется следующим образом: Рыночная Стоимость есть расчетная величина - денежная сумма, за которую имущество должно переходить из рук в руки на дату оценки между добровольным покупателем и добровольным продавцом в результате коммерческой сделки после адекватного маркетинга; при этом полагается, что каждая из сторон действовала компетентно, расчетливо и без принуждения.

Понятийный аппарат Рыночной Стоимости:

Термин "имущество (активы)" использован из-за соответствующей направленности настоящих Стандартов. Однако вместо него для общности определения мог быть выбран термин "собственность". Каждый элемент определения имеет свою концептуальную подоплеку:

"Расчетная величина..." относится к цене, выраженной в денежном эквиваленте (как правило, в местной валюте), могущей быть уплаченной за имущество в процессе коммерческой сделки. Рыночная Стоимость измеряется как наиболее вероятная цена, которая реально может быть получена на дату оценки на рынке, удовлетворяющем

условиям определения Рыночной Стоимости. Это самая высокая из реально возможных для продавца и самая низкая из реально возможных для покупателя цена. При расчете не учитываются цены, завышенные или заниженные за счет особых условий или обстоятельств сделки, таких, как нетипичная форма взаиморасчетов, продажа с получением имущества обратно в аренду, специальные компенсации и скидки или при наличии одного из признаков Специальной Стоимости.

"...имущество должно переходить..." подчеркивает тот факт, что стоимость имущества является величиной именно расчетной, нежели предопределенной заранее или реальной ценой продажи. Это цена, по которой по ожиданиям рынка на дату оценки должна состояться сделка по продаже данного имущества, отвечающая всем прочим требованиям определения понятия Рыночной Стоимости.

"...на дату оценки..." выражает привязку расчетной Рыночной Стоимости по времени к конкретной дате. В силу того что рынки и рыночные условия могут меняться, вычисленное значение стоимости для другого момента времени может быть неверным или некорректным. Результат оценки отражает действительное состояние рынка именно на дату оценки, но не на прошедшую или будущую дату. Кроме этого определение предполагает, что сделка, определяющая Рыночную Стоимость, завершается одновременно с переходом имущества из рук в руки, так что никакие вариации цены невозможны.

"...между добровольным покупателем..." относится к тому, у кого есть мотивы купить, но его никто и ничто не принуждает это сделать. Такой покупатель не готов платить любую цену - ни по слишком горячему желанию, ни по острой необходимости. Этот покупатель, кроме того, совершает покупку, действуя в соответствии с реалиями и ожиданиями текущего рынка, а не воображаемого или гипотетического рынка, который нельзя увидеть или поверить в его существование. Предполагаемый покупатель не заплатит цену выше той, которую диктует ему рынок. Нынешний владелец имущества также входит в число тех, кто составляет этот "рынок". Оценщик не должен делать нереалистичные допущения относительно условий и состояния рынка или предполагать уровень Рыночной Стоимости выше разумного. В некоторых странах, специально чтобы отметить это важное обстоятельство, в определении Рыночной Стоимости опускают слова о добровольном покупателе.

"...добровольный продавец..." не сгорает от желания продать, не вынужден продавать во что бы то ни стало по любой цене, а также не склонен настаивать на цене, если она не считается разумной на текущем рынке. Добровольный продавец заинтересован продать имущество на рыночных условиях после адекватного маркетинга по максимальной из возможных на открытом рынке цен, какова бы ни была эта цена. Фактические детали, связанные с реальным владельцем имущества, в данном случае в расчет не принимаются, так как "добровольный продавец" является гипотетическим владельцем.

"...в результате коммерческой сделки..." означает, что между сторонами нет никаких особых специфических взаимоотношений (например, материнская и дочерняя компании или домовладелец и арендатор), которые могут выразиться в нетипичной цене из-за наличия элемента специальной стоимости. Сделка, определяющая Рыночную Стоимость, должна происходить между сторонами, не связанными между собой особыми отношениями и действующими независимо в своих интересах.

"...после адекватного маркетинга..." означает, что имущество должно быть выставлено на рынке к продаже наиболее подходящим образом в смысле получения максимальной цены из реально возможных в соответствии с определением Рыночной Стоимости. Длительность маркетинга может быть разной в зависимости от рыночных условий, но в любом случае должна быть достаточной, чтобы имущество привлекло к себе внимание адекватного количества покупателей. Естественно, полагается, что период маркетинга предшествует дате оценки.

"...каждая из сторон действовала компетентно, расчетливо...": предполагается, что как

добровольный покупатель, так и добровольный продавец в достаточной степени информированы о сущности и характеристиках продаваемого имущества, его существующем использовании и потенциальном применении, а также о состоянии рынка на дату оценки. Далее, считается, что каждый из них, обладая этой информацией, действует в своих интересах расчетливо, пытаясь достичь наилучшей с точки зрения его позиции в сделке цены. Расчетливость понимается в смысле стремления к выгоде на момент оценки, а не некое предвидение ситуации. Неизбежно является нерасчетливым для продавца в условиях рынка с падающими ценами продавать собственность по цене ниже предшествующих уровней рыночных цен. В этом случае, как и в других ситуациях по купле - продаже в условиях изменяющихся цен, расчетливый покупатель или продавец действует в соответствии с самой полной информацией о состоянии рынка, доступной на текущий момент.

"...и без принуждения.": акцент делается на том обстоятельстве, что каждая из сторон заинтересована в совершении сделки, но ни одна из них никем и ничем к этому не принуждается и не подталкивается.

Рыночная Стоимость понимается как стоимость имущества, рассчитанная безотносительно торговых издержек и без учета каких-либо сопутствующих налогов.

Взаимосвязь со стандартами бухгалтерского учета

Существует немало терминов, употребляемых как Оценщиками, так и бухгалтерами. В некоторых случаях это может привести к недоразумениям и возможному искажению смысла Стандартов. В МКСОИ Стандарте 1 формулируется определение Рыночной Стоимости и приводится обсуждение общих понятий, связанных со Стандартами Рыночной Стоимости. Некоторые другие важные термины, определенные в МКСОИ Стандартах 1 и 2, являются основой для формулировки более специальных требований **МКСОИ Стандарта 3**.

По определению **МКСОИ Стандарта 3** Рыночная Стоимость имущества при Существующем Использовании базируется на предпосылке продолжения использования имущества таким же образом, как оно использовалось до настоящего момента. Рыночная Стоимость при Существующем Использовании является специальным случаем определения Рыночной Стоимости. При этом Рыночная Стоимость избыточных или инвестиционных активов рассматривается на основе наиболее эффективного использования, независимо от того, совпадает ли она с существующим применением или нет.

В соответствии с рассуждениями **МКСОИ Стандарта 3** Рыночная Стоимость является базой оценки неспециализированных объектов собственности, проводимой в связи с задачами финансовой отчетности. Стандарт 3 разграничивает Рыночную Стоимость и другие базы оценки, которые применять не следует. В Стандарте 3 также обсуждается оценка специализированных активов в целях финансовой отчетности и устанавливается отличие этих методов от тех, которые в соответствии с настоящими Стандартами неприменимы в финансовой отчетности.

Специализированные активы и активы с ограниченным из-за особенностей местоположения рынком сбыта крайне редко переходят из рук в руки на открытом рынке иначе как часть бизнеса или предприятия, неотъемлемой составной частью которого они являются. Такие активы называют активами, задействованными владельцем. Если наиболее вероятное использование такого имущества неразрывно связано с бизнесом, в котором оно задействовано, процесс расчета его стоимости базируется не на рыночных данных и может потребовать определения стоимости предприятия в целом, чтобы затем оценить вклад каждого компонента предприятия в общую стоимость. В Стандарте 3 показано отличие этих процедур от Метода Остаточной Стоимости Возмещения и указано на их нерыночный характер и несовместимость с МКСОИ Стандартами для нормальной финансовой отчетности.

В ситуациях, когда нормальный ход операций на рынке временно нарушен или

приостановлен в силу экономических, политических, социальных или иных внешних причин, Рыночная Стоимость имущества вполне может оказаться неизмеримой на дату оценки, особенно если рынок относится к нарушению или остановке операций с серьезной тревогой. В таких обстоятельствах долгом Оценщика является отметить эти особые условия в объяснительных примечаниях, прилагаемых к отчету об оценке. Кроме того, Оценщику следует выразить свое мнение по поводу Рыночной Стоимости, основанное на предшествующем уровне цен или на возобновлении рыночной деятельности, квалифицированное и учитывающее все потери стоимости, связанные с задержками при возвращении рынка к нормальному функционированию. Крайне важным моментом является ясное изложение всех принятых во внимание обстоятельств, критериев процесса оценки и оснований для существенных допущений, на которых базировалась оценка.

В некоторых государствах Оценщик может быть вынужден использовать некоторое специальное определение Рыночной Стоимости, удовлетворяющее определенным законодательным и нормативным требованиям юрисдикции, в пределах которой выполняются работы по оценке.

Формулировка стандарта

Прежде чем принимать на себя обязательства по оценке имущества, Оценщик должен определить, обладает ли он достаточными знаниями и опытом для выполнения работы в соответствии с настоящими Стандартами и другими общепринятыми принципами оценки; другими словами, он обязан:

- (1) До принятия обязательств довести до сведения клиента любое несоответствие каким-либо из профессиональных качеств;
- (2) Предпринять все необходимые шаги для компетентного выполнения работы;
- (3) По выполнении работы в сопроводительном отчете ясно изложить ситуацию и шаги, предпринятые для ее адекватного отражения.

При проведении рыночной оценки Оценщик должен понимать и правильно применять установленные методы и процедуры, необходимые для получения достоверной оценки.

При проведении рыночной оценки Оценщик должен адекватно идентифицировать оцениваемую собственность, связанные с ней интересы, цели оценки и планируемое использование ее результатов, масштабы процесса сбора данных, накладываемые ограничения, эффективную дату оценки.

При проведении оценки Оценщик должен идентифицировать и дать определение стоимости, подходящее по контексту задачи. В случае использования нерыночных типов стоимости особое внимание необходимо уделить их ясному и недвусмысленному разграничению с Рыночной Стоимостью.

В отчете об оценке Рыночной Стоимости Оценщик обязан:

- изложить результаты оценки - исчерпывающе, доступно и однозначно интерпретируемым образом.
- Обеспечить пользователей отчетом, достаточной информацией для понимания его исходных данных, аргументации, анализа и выводов.
- Сформулировать все допущения и ограничения, на которых базировался процесс оценки.
- Четко идентифицировать и описать оцениваемую собственность, а также характер и масштаб ее исследования.
- Идентифицировать оцениваемый интерес или интересы.
- Дать определение оцениваемой стоимости, установить эффективную дату оценки и дату отчета.
- Дать полное, исчерпывающее объяснение примененных баз оценки, аргументацию их применения и сделанные выводы.
- Включить в отчет заверенный подписью акт, подтверждающий объективность оценки, фиксированность (независимость от результатов оценки) профессионального гонорара или какой-либо иной компенсации; содержать информацию о применимости Стандартов и другие пояснительные материалы.

Концепция и определение Рыночной Стоимости являются фундаментальными для всей практики оценки. В главе "Общие Понятия и Принципы Оценки", на которую опираются эти Стандарты, вкратце разъясняются важнейшие экономические и процедурные моменты.

Рыночная Стоимость по определению зависит не от фактической сделки, имевшей место на дату оценки. Рыночная Стоимость является расчетной ценой, которая должна быть достигнута в сделке на дату оценки в условиях рынка, соответствующего определению Рыночной Стоимости. Рыночная Стоимость представляет собой цену, на которой на определенный момент времени должны сойтись покупатель и продавец при соблюдении условий определения Рыночной Стоимости, при условии, что у каждого из них было достаточно времени для исследования других рыночных возможностей и альтернативных вариантов. При этом не учитывается то время, которое может потребоваться на подготовку контрактов и сопутствующей документации.

Понятие Рыночной Стоимости предполагает, что цена достигается путем переговоров на открытом и конкурентном рынке. Это обстоятельство обуславливает периодически встречающееся употребление прилагательного "открытый" перед словами "Рыночная Стоимость" (Open Market Value). Слова "открытый" и "конкурентный" имеют относительное значение. Рынок для одного и того же имущества может быть как международным, так и локальным. Рынок может состоять из большого количества покупателей и продавцов, а может характеризоваться сильно ограниченным числом участников. Рынок, на котором имущество выставлено на продажу, не следует по умолчанию считать узким или ограниченным. Иными словами, отсутствие в определении слова "открытый" не означает, что рассматриваемые сделки будут закрытыми или могут носить частный характер.

Рыночные методы оценки, как правило, базируются на рассмотрении сравнимых объектов собственности. Процесс оценки требует от Оценщика проведения адекватного исследования, компетентного анализа и выработки обоснованных суждений. При этом Оценщики все данные должны подвергать всестороннему изучению, учитывая всю относящуюся к делу информацию, существующие на рынке тенденции, данные о сравнимых сделках и многое другое. В тех случаях, когда рыночные данные ограничены или практически отсутствуют вовсе (как, например, для некоторых специализированных объектов собственности), Оценщик должен адекватно отразить эту ситуацию и указать, повлиял ли, и если да, то в какой степени, на оценку стоимости недостаток информации. Все оценки в какой-то мере зависят от индивидуального мнения Оценщика, но в отчете должно быть раскрыто, базировался ли Оценщик в расчете Рыночной Стоимости на рыночных данных или же его оценка из-за особенностей конкретной собственности и недостатка сравнимой рыночной информации больше базировалась на субъективном мнении самого Оценщика.

Периоды резких изменений состояния рынка проявляются в резких колебаниях цен. Это так называемое нарушенное равновесие может длиться в течение ряда лет и быть и при этом обычным и ожидаемым в ближайшем будущем состоянием рынка. В других же ситуациях резкие экономические колебания могут привести к значительному разбросу рыночных данных. Сделки, сильно отличающиеся от средних рыночных показателей, Оценщик должен учитывать с меньшим весом либо отбрасывать вовсе. При наличии реалистичного рыночного уровня у Оценщика по-прежнему остается возможность полагаться в своих суждениях на доступную рыночную информацию. Цены по отдельным сделкам не могут свидетельствовать о Рыночной Стоимости, но результаты анализа таких рыночных данных в процессе оценки следует принимать во внимание.

На рынках с плохой или снижающейся конъюнктурой не всегда может найтись достаточно большое количество "добровольных продавцов". Некоторые (хотя не обязательно все) сделки могут включать в себя элементы финансовой (или иной) вынужденности или происходить при условиях, уменьшающих или сводящих на нет

реальную добровольность некоторых продавцов. Оценщик должен принять во внимание все существенные факторы такого рынка и придать конкретным сделкам те веса, которые, по его мнению, наилучшим образом отражают состояние рынка. На распродажах имущества в обязанности ликвидаторов, как правило, входит получение самой выгодной цены. Однако сделки при этом могут совершаться без достаточно тщательного или достаточно продолжительного маркетинга. Оценщик должен определить, в какой степени такие операции удовлетворяют условиям, содержащимся в определении Рыночной Стоимости, и какие веса следует приписывать таким данным.

В переходные рыночные периоды, характеризующиеся резкими колебаниями цен, существует риск переоценить или недооценить рассматриваемую собственность из-за ошибки при выборе весов, приписываемых данным по реальным сделкам, либо из-за необоснованных рыночных прогнозов. В этих обстоятельствах Оценщик должен тщательно анализировать и интерпретировать текущее состояние рынка и существующие на нем тенденции, заботясь о том, чтобы в его отчете были исчерпывающим образом раскрыты результаты его исследования.

Понятие Рыночной Стоимости также предполагает, что при сделках, определяющих Рыночную Стоимость, собственность была выставлена на открытую продажу в течение достаточно длительного промежутка времени и с адекватной рекламой. Предполагается, что эти действия предшествовали эффективной дате оценки. Рынки основных активов обычно отличаются от рынков акций, облигаций и прочих текущих активов. Объекты собственности, являющиеся основными активами, в большей степени можно считать уникальными. Обычно они реже продаются, и рынки для них менее формализованы и менее эффективны, чем, например, рынок зарегистрированных ценных бумаг. Кроме того, основные активы менее ликвидны. Исходя из этого, а также учитывая, что имущество такого рода не является распространенным предметом купли - продажи широкой общественности, Рыночная Стоимость основных активов требует существенного периода времени для адекватного маркетинга и переговоров.

Собственность, приносящая доход, выступающая в качестве долгосрочной инвестиции компании - холдинга - пенсионного фонда, трастовой компании или компаний с аналогичной формой владения, - обычно оценивается на основе индивидуального распределения активов в соответствии с установленной схемой распределения. Совокупная, "портфельная" Рыночная Стоимость таких активов может быть больше (или, наоборот, меньше), чем сумма Рыночных Стоимостей отдельных компонентов.

Любая оценка должна рассматриваться в контексте тех задач, ради которых она проводится. Если цель оценки связана с подготовкой финансовой документации, то помимо соблюдения всех прочих требований, предъявляемых к отчетам, Оценщик в своем отчете должен прояснить, к какому классу активов отнесен каждый оцениваемый объект.

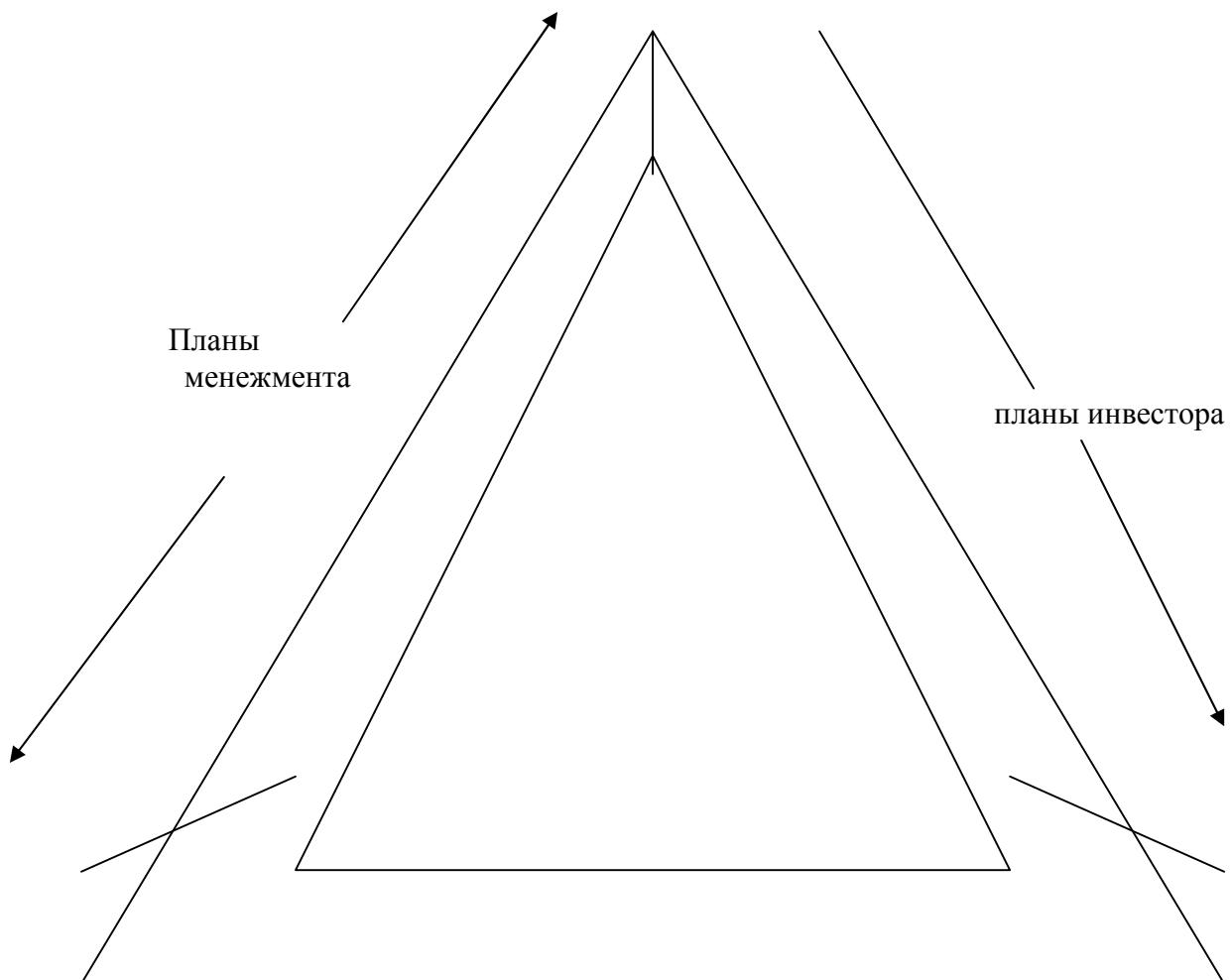
В исключительных случаях Рыночная Стоимость может выражаться отрицательной величиной. Такие ситуации включают в себя некоторые случаи владения на основе аренды, специфические объекты специализированной собственности, устаревшую собственность с суммой затрат на снос, превышающей стоимость земельного участка, некоторые экологически неблагополучные объекты и другие. В некоторых странах наличие в финансовых отчетах отрицательных значений стоимости не предусмотрено.

I.Обоснованная рыночная стоимость (FAIR MARKET VALUE) – эта цена , по которой совершаются акт купли – продажи собственности, когда обе стороны заинтересованы в сделки и действуют не по принуждению, обладая полной информацией об условиях сделки. При расчете О.Р.С. необходимо соблюдение 5 условий:

1. Наличие рынка активов – должны существовать покупатель и продавец активов.
2. Продавец активов должен хотеть продать , а покупатель должен иметь желания их

- купить.
3. Должно быть информированный покупатель.
 4. Наличие платежеспособного покупателя.
 5. Сделка должна проходить в едином денежном выражении

Обоснованная рыночная стоимость (такой какой он есть)



II. Инвестиционная стоимость (INVESTMENT VALUE) – это стоимость предприятия для конкретного или предполагаемого владельца, чтобы продать, купить, перестроить данный объект. В отличие от О.Р.С , эта стоимость предполагает учесть в сделке расходы связанные с реорганизацией предприятия , покупки и использования ноу – хау , экономии на издержках, которые он рассчитывает получить в результате эффективной деятельности. Инвестиционная стоимость предлагается участие в сделке конкретного покупателя , что отсутствует при О.Р.С.

III Фундаментальная стоимость (FUNDAMENTAL VALUE) – стоимость, которую определяет оценщик бизнеса для выставления на рынке, такая стоимость бизнеса прежде всего необходимо менеджеру фирмы. Финансовый менеджер фирмы Финансовый менеджер на основе глубокого анализа бизнеса определяет реальную стоимость активов т.е. то чего действительно стоит актив предприятия с учетом его потенциальных возможностей на прогнозный период.

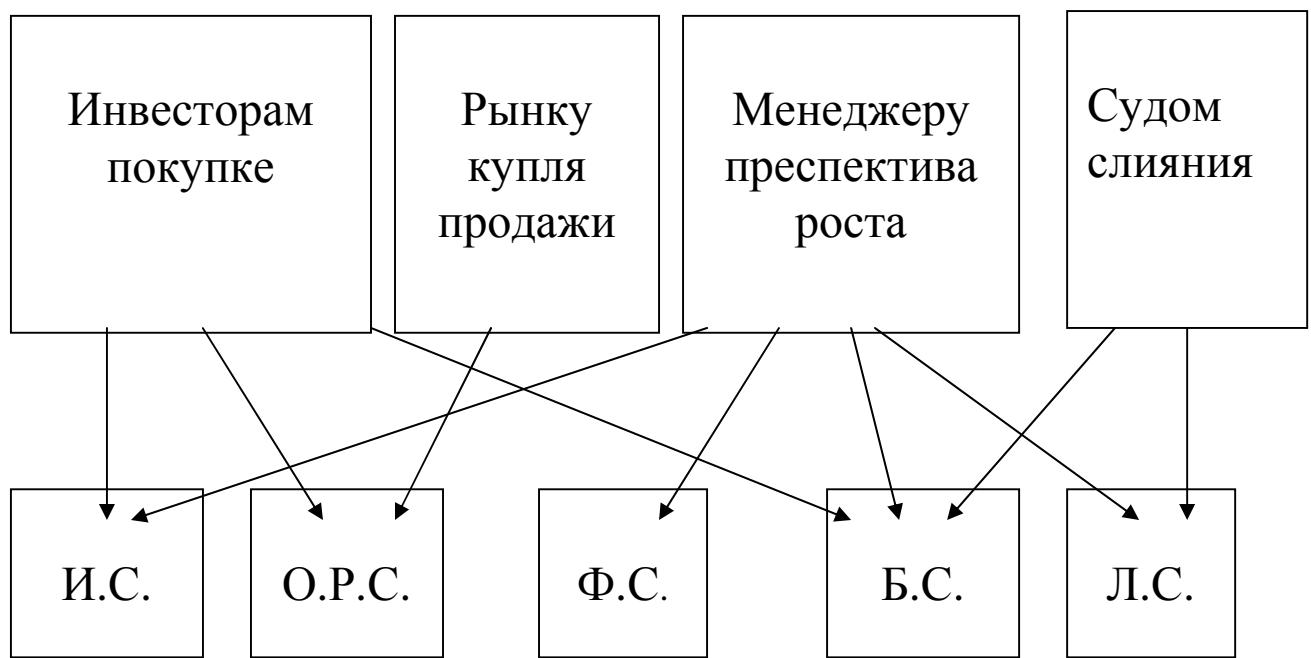
IV. Ликвидационная стоимость(LIQUIDATION VALUE) – означает чистую сумму, которую собственник может получить при ликвидации предприятия и раздельной продаже его активов. При расчете ликвидационной стоимости необходимо учитывать все затраты, связанное с ликвидацией предприятия.

V. Стоимость действующего предприятия(GOING CONCERN VALUE) - означает общую стоимость данной хозяйственной единицы как действующей. Эта стоимость также включает стоимость нематериальных активов, которая возникает за счет таких факторов, как наличие квалифицированной рабочей силы, необходимых лицензий, хороший имидж престижная клиентура, исправного оборудования и т.д.

VI. Балансовый стоимость(BOOK VALUE) – означает определенную по балансовому отчету компании сумму счетов компании за вычетом накопленного износа и амортизации, а также счетов обязательств. Балансовая стоимость – это стоимость, отраженная в балансе предприятия

Кому какая стоимость нужна можно показать схематически.

ВИДЫ СТОИМОСТИ И СУБЪЕКТЫ ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ.



3. Принципы оценки бизнеса

Принципы оценки отражают основные закономерности поведения субъектов рыночной экономики. В реальной жизни целый ряд факторов может исказить их действие. Например, государственное вмешательство иногда не дает правильной картины реализации тех или иных принципов оценки. Несовершенство рыночных отношений, характерное для этапа перехода к рыночной экономике, еще больше деформирует

действие принципов оценки. По этим причинам принципы оценки лишь отражают тенденцию экономического поведения субъектов рыночных отношений, а не гарантируют определенного поведения. Вместе с тем по мере развития в нашей стране рыночных отношений действие объективных принципов оценки бизнеса будет усиливаться.

Принципы оценки рыночной стоимости предприятия для различных целей оценки объединяются в три группы:

- Основанных на представлениях собственника;
- Связанные с эксплуатацией предприятия, особенностями бизнеса;
- Обуславливаемые действием окружающей среды.

1. Принципы, основанные на представлениях собственности.

Ключевым критерием стоимости любого объекта собственности является его полезность. Бизнес обладает стоимостью, если может быть полезен реальному или потенциальному собственнику. Полезность для каждого потребителя индивидуальна, но качественно и количественно определена во времени и стоимости. Полезность бизнеса – это его способность приносить доход в конкретном месте и в течение данного периода. Чем больше полезность, тем выше величина оценочной стоимости.

1.1. Принцип полезности заключается в том, что рыночной стоимостью обладают предприятия (бизнес), способные удовлетворить потребность реального или потенциального собственника в течение определенного периода времени. С точки зрения любого пользователя оценочная стоимость предприятия не должна быть выше минимальной цены на аналогичное предприятие с той же полезностью. Кроме того, за объект не разумно платить больше, чем может стоимость создания нового объекта с аналогичной полезностью в приемлемые сроки.

1.2. Принцип замещения – максимальная стоимость предприятия, определенная наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью.

1.3. Принцип ожидания или приведения. Рыночная стоимость предприятия (бизнеса) определяется тем, во сколько в настоящее время оцениваются прогнозируемые будущие выгоды (доходы). Рыночная стоимость бизнеса определяется его ожидаемой полезностью для собственника. На величину стоимости предприятия оказывают влияния ожидаемая чистая отдача от функционирования предприятия и ожидаемая выручка от его перепродажи.

2. Принципы оценки, обусловленные эксплуатацией

предприятия и особенностями бизнеса

2.1. Принцип вклада. Рыночная стоимость предприятия (бизнеса) определяется совокупностью факторов производства, вкладом каждого фактора в формирование дохода предприятия. Включение любого дополнительного актива в совокупность факторов производства экономически целесообразно и ведет к увеличению его рыночной стоимости, если получаемый прирост стоимости больше затрат на приобретение этого актива.

2.2. Принцип остаточной продуктивности. Каждый фактор должен быть оплачен из доходов, создаваемых данной деятельностью. Поскольку земля физически недвижима, факторы рабочей силы, капитала и управления должны быть привлечены к ней. Сначала должна быть произведена компенсация за эти факторы, а оставшаяся сумма денег идет в оплату пользования земельным участком ее собственнику. Остаточная продуктивность может быть результатом того, что земля дает возможность пользователю извлекать максимальные доходы или до предела уменьшать затраты. Например, предприятие будет оценено выше, если земельный участок способен обеспечивать более высокий доход или его расположение позволяет минимизировать затраты. Остаточная продуктивность земельного участка определяется как чистый доход после того, как оплачены расходы на менеджмент, рабочую силу и эксплуатацию капитала.

2.3. Принцип предельной производительности. Изменение того или иного фактора

производства может увеличивать или уменьшать стоимость объекта. По мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистая отдача имеет тенденцию увеличиваться быстрее темпа роста затрат, однако после достижения определенной точки общая отдача хотя и растет, однако уже замедляющимися темпами. Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не станет меньше, чем затраты на добавленные ресурсы.

2.4. Принцип сбалансированности (пропорциональности). Предприятие – это система, а одной из закономерностей развития и существования системы является сбалансированность, пропорциональность ее элементов. Наибольшая эффективность предприятия достигается при объективно обусловленной пропорциональности факторов производства. Различные элементы системы предприятия должны быть согласованы между собой по пропускной способности и другими характеристиками. Добавление какого-либо элемента в систему, приводящее к нарушению пропорциональности, приводит к росту стоимости предприятия.

3. Обуславливаемые действием окружающей среды

3.1. Принципы, обусловленные действием рыночной среды.

3.2. Принципы, обусловленные состоянием и изменением внешней среды бизнеса.

Ведущим фактором, влияющим на ценообразование в рыночной экономике, является соотношение спроса и предложения. Если спрос и предложение находятся в равновесии, то цены остаются стабильными. Если рынок предлагает незначительное число прибыльных предприятий, т.е. спрос превышает предложение, то цены на них могут превысить их стоимость. Если на рынке имеет место избыток предприятий-банкротов, то цены на их имущество окажутся ниже реальной стоимости. В долгосрочном аспекте спрос и предложение являются относительно эффективными факторами в определении направления изменения цен. Но в короткие промежутки времени факторы спроса и предложения могут и не иметь возможности эффективно работать. Рыночные искажения могут быть следствием монопольного положения собственников или действия системы контроля.

3.1.1. Принцип соответствия. Полезность определена во времени и пространстве. Рынок учитывает эту определенность прежде всего через цену. Если предприятие соответствует рыночным стандартам, характерным в конкретное время для данной местности, то цена на него будет колебаться вокруг среднерыночного значения с рыночной стоимостью, если же объект не соответствует требованиям рынка, то это, как правило, отражается через более низкую цену на данное предприятие. С действием такой закономерности связан принцип соответствия, согласно которому предприятия, не соответствующие требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, уровню доходности и т.д., имеют более низкую рыночную стоимость и цену.

3.1.2. Принцип регрессии и прогрессии. Регрессия имеет место, когда предприятие характеризуется излишними применительно к данным рыночным условиям улучшениями. Рыночная стоимость такого предприятия, вероятно будет ниже реальных затрат на его формирование. Прогрессия имеет место, когда в результате функционирования не зависимых от предприятия объектов, например объектов, обеспечивающих улучшенную инфраструктуру, рыночная стоимость данного предприятия оказывается выше затрат на его создание.

3.1.3. Принцип конкуренции. Если отрасль, в которой действует предприятие, приносит избыточную прибыль, то в свободной рыночной экономике в эту область пытаются проникнуть и другие предприниматели. Это увеличит предложение в будущем и снизит норму прибыли. Предприятия могут получать сверхприбыль только в результате своего монополистического положения, и по мере обострения конкуренции их доходы будут заметно сокращаться. Отсюда следует, что при оценке стоимости предприятий необходимо учитывать степень конкурентной борьбы в данной отрасли в настоящее время и в будущем. Содержание принципа конкуренции сводится к следующему: если

ожидается обострение конкурентной борьбы, то при прогнозировании будущих прибылей данный фактор можно учесть либо за счет прямого уменьшения потоков доходов, либо путем увеличения факторов риска, что опять же снизит текущую стоимость будущих доходов.

3.2. Принципы, обусловленные состоянием и изменением внешней среды бизнеса.

3.2.1. Принципы учета экономической и политической стабильности. Стоимость бизнеса определяется не только внутренними факторами, но во многом – внешними. Стоимость предприятия, его имущества. Выбор продолжительности прогнозного периода, уровень рисков в значительной мере зависит от состояния внешней среды, степени политической и экономической стабильности в стране.

3.2.2. Принцип изменения стоимости. Изменение политических, экономических и социальных сил влияет на конъюнктуру рынка и уровень цен. Стоимость предприятия изменяется. Следовательно, оценка стоимости предприятия должна проводиться на определенную дату.

3.2.3. Принцип экономического разделения. Спрос на рынке, возможности развития бизнеса, местоположение предприятия и другие факторы определяют альтернативные способы использования данного предприятия. При рассмотрении альтернатив развития может возникнуть вопрос об экономическом разделении имущественных прав на собственность, если таково позволит увеличить общую стоимость. Экономическое разделение имеет место, если права на объект можно разделить на два или более имущественных интересов, в результате чего общая стоимость объекта возрастает. Принцип экономического разделения гласит, что имущественные права следует разделить и соединить таким образом, чтобы увеличить общую стоимость объекта.

3.2.4. Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования. Определение рыночной стоимости осуществляется на основе анализа, позволяющего определить наилучшее и наиболее эффективное использование бизнеса, обеспечивающее собственнику максимальную стоимость оцениваемого предприятия. Данный принцип применяется, если оценка проводится в целях реструктурирования. Если целью является определение стоимости действующего предприятия без учета возможных измерений, то данный принцип не применяется.

4. Субъекты и объекты оценочной деятельности

Выяснив, что назначение оценки заключается в расчете рыночной или иной стоимости объекта оценки с целью эффективного управления и распоряжения им, нужно определить, кто же участвует в этом процессе и в отношении каких именно объектов он возможен. Оценка предполагает наличие оцениваемых объектов и субъектов оценки.

Субъектами оценочной деятельности выступают физические и юридические лица, органы государственной власти и саморегулируемые организации оценщиков, т.е. все те, кто заказывает оценку, проводит ее, регулирует и контролирует, а также является потребителем оценочных услуг. К субъектам оценочной деятельности можно отнести:

- органы исполнительной власти Российской Федерации (РФ), субъектов Федерации, муниципальных образований;
- оценщиков — индивидуальных предпринимателей или юридических лиц;
- профессиональные объединения оценщиков;
- заказчиков оценщиков — юридических и физических лиц, по инициативе которых на основании заключенного между ними и оценщиком в письменной форме договора проводится оценка того или иного объекта;
- потребителей оценочных услуг — юридических или физических лиц, органов исполнительной власти, использующих информацию, содержащуюся в отчете об оценке.

Вместе с тем действующим Законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (1998 г.) регулируются взаимоотношения только между непосредственными участниками оценки: тем, кто оценивает, и тем, кто заказывает оценку. Оценивать объекты могут физические лица — оценщики, которые являются либо индивидуальными

предпринимателями, либо работниками оценочных компаний. В последнем случае именно оценочная компания заключает с заказчиком договор на оценку объекта оценки¹. В Законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (ст. 4) субъектами оценочной деятельности «признаются, с одной стороны, юридические лица и физические лица (индивидуальные предприниматели), деятельность которых регулируется настоящим Федеральным законом (оценщики), а с другой — потребители их услуг (заказчики). Таким образом, оценщики и заказчики — это субъекты оценки «первого уровня», всех остальных можно отнести к субъектам «второго уровня».

Органы власти участвуют в формировании порядка и определении требований и условий для проведения оценки посредством разработки, принятия нормативных правовых актов и их реализации исполнительными органами власти, осуществляющими и контроль за деятельностью оценщиков.

Во избежание зарегулированности оценочной деятельности и в целях более точного отражения существующих реалий экономической жизни в нормативных правовых актах органов власти предполагается целесообразным активное участие в процессе нормотворчества самих оценщиков.

Что касается потребителей результатов оценки, то ими необязательно являются заказчики. Потребителем результатов оценки может быть любой участник оценочной деятельности, в том числе и органы власти (выступающие в роли собственника государственного или муниципального имущества, например, при приватизации последнего). Интересы заказчика оценки и потребителя результатов оценки могут в таком случае не совпадать. Так, если независимым оценщиком проводится оценка объекта для определения стоимости для целей налогообложения, то здесь потребителем услуг независимого оценщика будут налоговые органы, использующие информацию, содержащуюся в отчете об оценке объекта, для контроля правильности исчисления налогооблагаемой базы и амортизационных отчислений на этот вид имущества, заказчиком будет выступать налогоплательщик, и интересы этих двух сторон будут противоположны. Ответственность за точность полученных в процессе оценки результатов (стоимости) полностью лежит на оценщике. Однако заказчик должен нести ответственность за достоверность и полноту предоставляемых оценщику сведений об объекте оценки, а если возможно, то и за прямой доступ оценщика к объекту.

В целях защиты интересов потребителей услуг оценщиков Министерством имущественных отношений РФ (Минимуществом России)¹ принято Распоряжение «О Совете потребителей оценочных услуг» от 2 сентября 2002 г. № 3062-р. В соответствии с Распоряжением Минимуществом России ведется работа по созданию Совета потребителей оценочных услуг, в который будут входить представители крупнейших организаций, пользующихся данными услугами.

В случае, когда основанием для проведения оценки является договор об оценке, на отношения сторон в полной мере распространяются требования гражданского законодательства, в частности Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (1998 г.).

Согласно Закону в договоре об оценке заказчиком, равно как и оценщиком, могут выступать физические лица и юридические, причем заказчиком в отличие от оценщика может быть физическое лицо, не имеющее статуса индивидуального предпринимателя. Отношения между этими двумя сторонами оформляются в договоре об оценке конкретного объекта, ряда объектов оценки либо долговременного обслуживания заказчика по его заявлению.

Следует отметить, что термин «оценщик» употребляется в двух смыслах: во-первых, оценщик — оценочная фирма или индивидуальный предприниматель, осуществляющий

¹ В настоящее время это Министерство преобразовано в Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом.

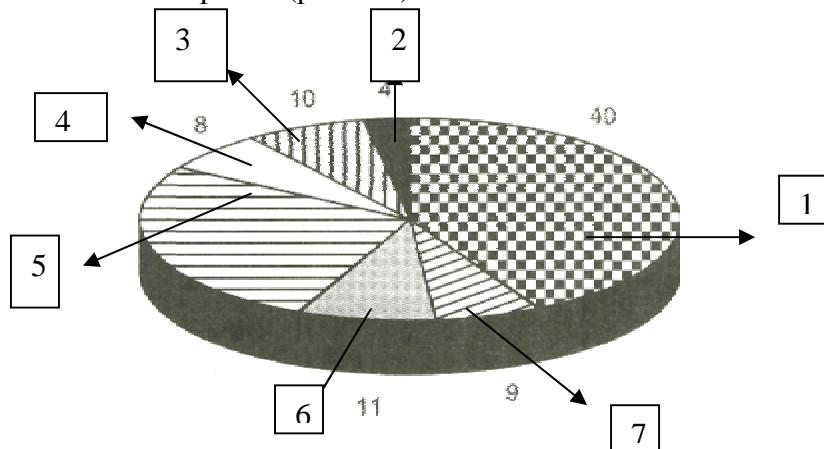
оценочную деятельность; во-вторых, оценщик — физическое лицо, профессионально осуществляющее оценочную деятельность. Профессия оценщика появилась в Квалификационном справочнике должностей руководителя, специалистов и других служащих, утвержденном Постановлением Министерства труда и социального развития РФ² от 21 августа 1998 г. № 37.

Таким образом, осуществлять оценочную деятельность могут индивидуальные предприниматели, юридические лица, обладающие общей правоспособностью, и юридические лица, обладающие специальной правоспособностью, при соответствии этой деятельности их уставным целям и

получении лицензии на выполнение оценочной деятельности с учетом соблюдения его условий³.

В нашей стране для осуществления оценочной деятельности необходимо было иметь лицензию Минимущества России. Количество действующих лицензий на 1 апреля 2003 г. составило 5219, из них в Москве — 775, в Московской области — 211, в Санкт-Петербурге — 207, в Ленинградской области — 31⁴.

Рынок услуг оценочных фирм и индивидуальных предпринимателей в России сейчас достаточно сбалансирован (рис. 1.1)⁵.



- 1 – Центральный федеральный округ
- 2 – Дальневосточный федеральный округ
- 3 – Сибирский федеральный округ
- 4 – Уральский федеральный округ
- 5 – Приволжский федеральный округ
- 6 – Южный федеральный округ
- 7 – Северо-Западный федеральный округ

Рис. 1.1. Рынок оценочных услуг (%)

Более 1/3 оценщиков выполняют свою деятельность в Центральном федеральном округе, каждый пятый участник рынка действует в Приволжском федеральном округе, примерно каждый десятый — в Южном, Сибирском, Северо-Западном и Уральском федеральных округах, более 4% лицензированных оценщиков — в Дальневосточном федеральном округе.

К объектам оценочной деятельности в соответствии со ст. 5 Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» относятся:

² Министерство преобразовано в Федеральную службу по труду и занятости.

³ Права и обязанности участников процесса оценки подробнее рассматриваются в главе 2 настоящего реферата.

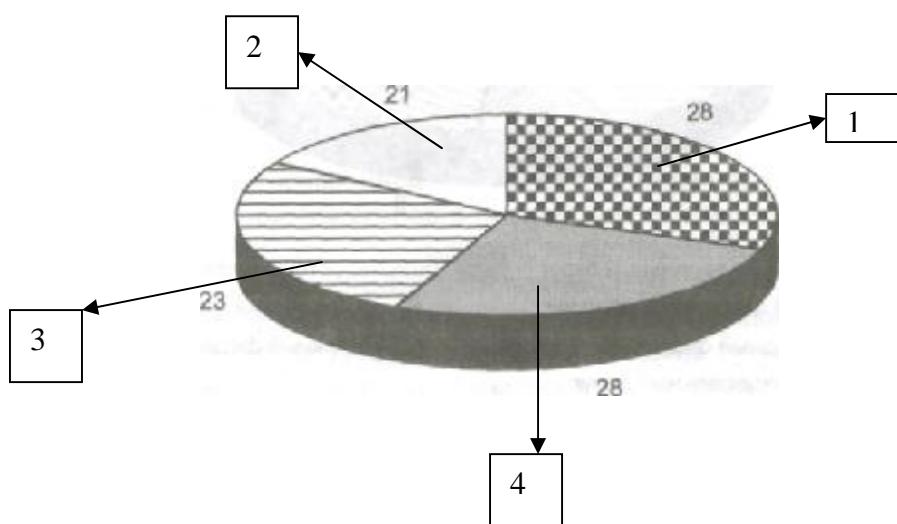
⁴ Московский оценщик.- 2003.-№ 3 (22), май-июнь.

⁵ См.: Оценка в Российской Федерации / Под ред. И.И.Бобровой.- М.: ООО «Юниправ ЭКС», 2002. – С. 23.

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

В зависимости от объекта оценки, учитывая особенности методики и технологии, можно выделить несколько направлений специализации или видов оценочных работ, например: оценка станков, машин, оборудования, транспортных средств; оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности; оценка недвижимости и земли; оценка предприятия (бизнеса).

Распределение оценочных услуг по четырем основным специализациям⁶ приведено на рис. 1.2 (%).



- 1 - Оценка стоимости предприятия (бизнеса)
- 2 - Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности
- 3 - Оценка стоимости машин, оборудования и транспортных средств
- 4 - Оценка стоимости недвижимого имущества

Рис. 1.2. Основные виды оценочных услуг в России (по специализации)

Из рис. 1.2 видно равномерное представление оценки стоимости различных видов собственности как на федеральном уровне, так и в субъектах Федерации, а именно: услуги по оценке стоимости предприятия (бизнеса) и оценке стоимости недвижимого имущества по количеству примерно одинаковы, занимают лидирующее — первое место и составляют немногим менее 1/3 рынка; на втором месте — услуги по оценке стоимости машин, оборудования и транспортных средств, они охватывают почти 1/4; третье место — оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности составляет 1/5 рынка. Сравнительный анализ распределения основных четырех видов оценочных услуг также показывает примерную сбалансированность их предоставления заказчикам в разрезе каждого федерального округа. Так, удельный вес услуг по оценке стоимости предприятия (бизнеса) колеблется от 26% в Центральном федеральном округе до 31% в Приволжском федеральном округе, количество услуг по оценке стоимости недвижимого имущества — от 27% до 29% в четырех округах, по оценке

⁶ См.: Оценка в Российской Федерации.- С. 15

стоимости машин, оборудования и транспортных средств — от 22 до 24%, а оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности -- от 20 до 22%. Распределение оценочных услуг по специализациям в федеральных округах России представлено в табл. 1.1.

Таблица 1.1

Распределение оценочных услуг по специализациям

| Федеральный округ | Оценка стоимости, % | | | |
|---|--------------------------|-----------------------|--------------------------------------|--|
| | предприятия (бизнеса) | недвижимого имущества | машин, оборудованием и транспортными | нематериальных активов и интеллектуальны |
| Центральный | 29 | 23 | 22 | |
| 26 Северо-Западный | 29 | 22 | 21 | |
| 28 Южный | 27 | 24 | 20 | |
| 29 | 27 | 22 | 20 | |
| Приволжский | 29 | 23 | 21 | |
| 31 Уральский | 27 | 22 | 22 | |
| 27 Дальневосточный | 28 | 23 | 21 | |
| 29 По России | | | | |
| 28 | | | | |
| Источник. Оценка в Российской Федерации. — С. 16-17. | | | | |

5.Характеристика процесса оценки стоимости предприятия

Для получения комплексного представления о формируемой системе оценки стоимости бизнеса дадим характеристику процесса его оценки.

Термин «оценка стоимости предприятия» может рассматриваться с двух точек зрения. Первая из них связана с определением величины стоимости объекта, а второе – непосредственно с самим процессом ее получения. Заметим, что в качестве синонимов термину «стоимость предприятия» в специальной литературе широко используются термины: «стоимость бизнеса», «стоимость собственного капитала»¹. Между тем необходимо четко различать понятия: стоимость *собственного* и *заемного* капитала, так как эффективность их использования, как правило, не совпадает.

Непосредственно процесс оценки стоимости предприятия (бизнеса) представляет собой комплекс необходимых вычислительных процедур для установления меры его ценности с позиций конкретного субъекта, предполагающего действовать в своих экономических интересах для достижения поставленных целей (или цели)².

Содержательный состав такого комплекса процедур определяется этапом, на котором находится принимаемое управленческое решение. Общепринятым считается проведение процесса стоимостной оценки предприятия на основе заключения договора с организациями, специализирующими на выполнении подобного вида работ. В этом случае предполагается привлечение экспертов-оценщиков и других необходимых специалистов (например, аудиторов, прогнозистов, финансистов), в задачу которых входит проведение обследования предприятия, сбор и обработка (Егерев И. А. Стоимость бизнеса: Искусство управления: Учеб. пособие. - М.: Дело, 2003. – 480 с. Соколов В.Н. Методы оценки предприятия. – СПб.:СПБГИЭУ, 1998. – 144 с.) необходимой информации, написание подробного отчета, включающего результаты необходимых расчетов, и формулирование окончательного заключения.

При реализации этого подхода с большой вероятностью гарантируется получение достаточно точных результатов оценки стоимости предприятия. Вместе с тем, выполнение

работ по договору оценки является длительной, трудоемкой и весьма дорогостоящей процедурой. Она занимает несколько месяцев (в зависимости от размера предприятия) и требует достаточно больших по объему финансовых затрат со стороны заказчика. По данным литературных источников, сведениям, приведенным в Интернете, а также в риэлтерской практике, суммы вознаграждения, фигурирующие в договорах оценки, составляют 8-10% от установленной стоимости оцениваемого объекта.

В ряде случаев может возникать необходимость применение более оперативных и менее трудоемких способов оценки ценности предприятия. Потребность в таких текущих оценках возникает у самого предприятия, так и у субъектов из внешнего окружения (государственные органы, коммерческие банки, страховые компании и т. д.), интересы которых в том или ином отношении распространяются на конечные результаты работы предприятия или на его имущество.

Достаточно опытные менеджеры ряда крупных предприятий периодически сами их оценивают с целью уточнения состава организационно-технических и инвестиционных мероприятий, направленных на повышение экономической эффективности их функционирования. При этом каждым из них могут использоваться собственные приемы, базирующиеся на приобретенных знаниях, накопленном опыте и интуиции. Вероятность возникновения ошибок в таком случае достаточно велика.

На некоторых предприятиях с высоким уровнем организации экономической работы начинает систематически проводиться оценка стоимости предприятия (стоимости бизнеса) (по данным журнала «Эксперт» это компании ЛУКОЙЛ, ЮКОС, страховая компания РОСНО и др.).

В систематическом получении текущих оценок в первую очередь заинтересован владелец (собственник) предприятия. Это обусловлено тем обстоятельством, что без достоверной информации о мере ценности предприятия невозможно с наибольшей экономической выгодой реализовывать собственником право распоряжения имуществом. На основе такой информации собственник может посчитать целесообразным привлечение дополнительных инвестиций в расширение производства, провести структурную перестройку (предусматривающую, например, объединение, разъединение, поглощение), продать предприятие (или пакет акций), ликвидировать его или оставить без изменений, удовлетворившись прежним объемом получаемой прибыли.

Определенный интерес к постоянному отслеживанию стоимости предприятия может проявляться со стороны фондовой биржи, для которой принципиальное значение имеет регулярная проверка реальности котировок ценных бумаг (акций, облигаций).

ТЕМА 3. КОНЦЕПЦИИ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

План:

- 1.Обзор концепций оценки бизнеса
- 2.Классификации методов оценки бизнеса
3. Подходы к оценке бизнеса

1.Обзор концепций оценки бизнеса

Практика оценки бизнеса базируется на трёх её основных концепциях, которые служат в качестве строительных блоков, с помощью которых создаются подходы к оценке бизнеса:

1. доходная

2. рыночная
3. затратная

Концепция дохода – поскольку будущие выходы не могут быть известны с полной определённостью , в оценке бизнеса в качестве замены текущей стоимости ожидаемых будущих поступлений используется несколько подходов, основанных на 3-х вышеуказанных концепциях. Концепция дохода больше всего отвечает основной оценочной предпосылке. Термин дохода в том значении. В котором он используется в данной концепции , является общим понятием и обозначает любые будущие выходы которые могут быть количественно определены в денежном выражении, Это не означает, что концепция дохода должна применяться только в случае прогнозирования дохода в бухгалтерском смысле слова. Напротив, концепции дохода предполагает 2 общих этапа:

1 – этап включает составление прогноза общих денежных выход, которые как ожидается будут получены инвестором в собственном капитале фирмы.

2 – этап представляет собой дисконтирование этих денежных выход к текущей стоимости по ставке дисконта, которая принимает в расчёте степень риска, связанного с получением прогнозируемых денежных выгод, а также налоги которые включены в прогноз. При прочих равных условиях чем выше риск, тем выше ставка дисконта и тем меньше видов налогов включено в прогноз, тем выше ставка дисконта.

Концепция рынка. Согласно концепция рынка стоимость может быть определена путём анализа недавних продаж сопоставимых объектов, например: при оценке недвижимости анализируются недавно проданные или предполагаемые и продаже в настоящее время сопоставляемые объекты, а затем вносятся поправки на различия между оцениваемой собственностью и сопоставляемыми объектами по таким факторам: а) дата продажи, б) местонахождение, в) размеры, г) формы д) топография жилья, е) состав и возраст застройки, ж) перспективы использования.

Концепция затратная. Опирается на стоимость активов компании. В основу затратного подхода наложен анализ и перестройка балансового отчета компании. Данный подход предусматривает суммированные чистой стоимости активов предприятия с последующим вычетом из этой суммы ее обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала однако балансовая стоимость активов исходя из предоставленного, предприятием баланса не отражает их рыночной стоимости. Соответственно в нейц необходимо ввести поправил, проведя предварительную оценку ОРС каждого актива в отдельности и определив, насколько балансовая сумма обязательств соответствует их рыночного анализа.

Согласна концепции затрат оценка предприятия осуществляется на основе финансовых отчетностей: баланса: отчета о прибылях и убытках и других первичных документов.

Суть концепции затрат заключается в определении: стоимость активов предприятия зафиксирована официально в финансовых отчетностях. Необходимо определить финансовые показатели и с учетом реальной обстановки прогнозировать текущую стоимость данного предприятия с позиции оценщика бизнеса.

Резюме по концепции затрат.

Полная стоимость воспроизведения.

Минус: Функциональное устаревание (Избыточные капитальные затраты).

Равно: Полная стоимость замещения.

Минус: Функциональное устаревание (неэффективная полезность)

Минус: Ухудшение физического состояния (устранимое и неустранимое)

Равно: стоимость в пользовании.

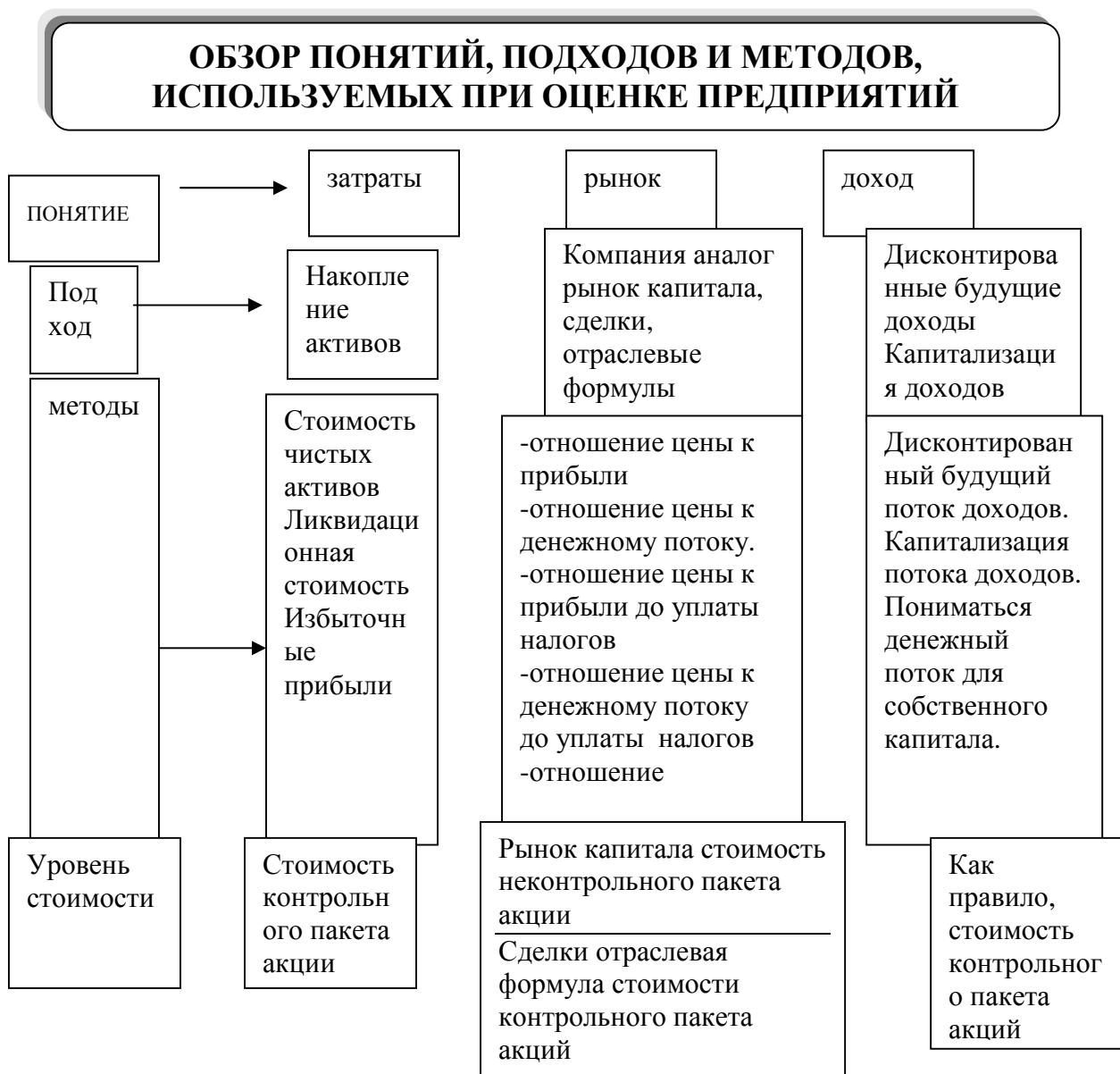
2. Классификации методов оценки бизнеса

К оцениванию бизнеса многие эксперты по разному относятся. Поэтому есть разные классификации методов оценивания. Но их ни основные сущности одинаковы, многие учение используют двух широко распространенных:

1. Классификация по трем категориям

2. Классификация по семи категориям

Трех категориевая классификация. Согласно этому классификацию методы оценивания бизнеса разделяется по следующим группам:



1. Методы капитализирования доходов.

Дисконтированный будущая прибыль
Дисконтированный денежный поток

Нормативированная капитализация прибыли
 Нормативированная капитализация денежного потока
 Метод избыточной прибыли

2. Методы затрат:

Чистая стоимость корректированных активов

Методы примерных анализов продаж:

Цена/настоящий прибыль

Цена / настоящий денежный поток

Цена / настоящий валовый доход

Цена для каждого покупателя

Капитализация потенциальных дивидендов.

Предыдущий контракты с активами компании

MVIC/ прибыль свободный от долгов

MVIC/ денежный поток свободных от долгов

MVIC/ валовой доход свободный от долгов

MVIC/ материальный валовой капитал

MVIC- это рыночная стоимость инвестиционного капитала

/Market Value of Invested Capital /

Семи категориявная классификация рассматривает эти методы по другому:

1. Дисконтированный будущий приходы

Дисконтированный будущий прибыль

Дисконтированный будущий денежный поток

2. Капитализация доходов:

Нормативированная капитализация прибыли

Нормативированная капитализация денежного потока

3. Метод избыточной прибыли.

4. Показатели текущего рыночной стоимости:

Цена/текущий прибыль

Цена/текущий денежный поток

Цена/текущий валовой доход

Цена для каждого покупателя

Капитализация потенциальных дивидендов

Цена / балансовая стоимость материальных активов

5. Методы вычислений долгов:

MVIC/без долговых прибыль

MVIC/без долговых денежный поток

MVIC/ материальный валовой капитал

6. Чистая стоимость корректированных активов.

7. Предыдущие контракты:

Старые контракты и акции компании

Покупка продажи компаний.

Эти все методы не отличается друг от друга отличие между некоторыми может сказать

логическая. Эти методы не противоположны, а наоборот заполняют друг друга

3. Подходы к оценке бизнеса

Оценку бизнеса осуществляют с помощью трех подходов: доходного, сравнительного и затратного. Каждый подход позволяет подчеркнуть особые характеристики объекта.

При доходном подходе во главу угла ставится доход как основной фактор, определяющий величину стоимости объекта. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях. Здесь имеют значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс. Доходный подход — это исчисление текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате использования собственности и возможной дальнейшей ее продажи. В данном случае применяется принцип ожидания.

Доходный подход, как правило, является наиболее подходящей процедурой для оценки бизнеса, однако целесообразно бывает использовать также сравнительный и затратный подходы. В некоторых случаях затратный и сравнительный подходы могут быть более точными или более эффективными. Во многих случаях каждый из трех подходов может быть использован для проверки оценки стоимости, полученной при других подходах.

Сравнительный подход особенно эффективен, когда существует активный рынок сопоставимых объектов собственности. Точность оценки зависит от качества собранных данных, так как, применяя данный подход, оценщик должен собрать достоверную информацию о недавних продажах сопоставимых объектов. Эти данные включают: экономические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и условия финансирования. Действенность такого подхода снижается, если: сделок было мало; момент их совершения и момент оценки разделяет продолжительный период времени; рынок находится в аномальном состоянии, потому что быстрые изменения на рынке приводят к искажению показателей. Сравнительный подход основан на применении принципа замещения. Для сравнения выбираются конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты. Обычно между ними существуют различия, поэтому необходимо провести соответствующую корректировку данных. В основу приведения поправок положен принцип вклада.

Затратный подход наиболее применим для оценки предприятий, имеющих разнородные активы, в том числе финансовые, а также когда бизнес не приносит устойчивый доход. Методы затратного подхода целесообразно использовать и при оценке специальных видов бизнеса (гостиниц, мотелей и т.п.), страховании. Собираемая информация включает данные об оцениваемых активах (цены на землю, строительные спецификации и др.), данные об уровне зарплаты, стоимости материалов, расходах на оборудование, о прибыли и накладных расходах строителей на местном рынке и т.д. Необходимая информация зависит от специфики оцениваемого объекта. Затратный подход сложно применять при оценке уникальных объектов, обладающих исторической ценностью, эстетическими характеристиками, или устаревших объектов.

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

Три подхода связаны между собой. Каждый из них предполагает использование различных видов информации, получаемой на рынке. Например, базовыми для затратного подхода являются данные о текущих рыночных ценах на материалы, рабочую силу и др.; для доходного подхода — ставки дисконтирования и

коэффициентов капитализации, которые также рассчитываются по данным рынка.

При выборе подхода перед оценщиком открываются различные перспективы. Хотя эти подходы основываются на данных, собранных на одном и том же рынке, каждый из них связан с различным аспектом рынка. На совершенном рынке все подходы должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков несовершенно, предложение и спрос не находятся в равновесии. Потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производство может быть неэффективным. По этим, а также и по другим причинам при данных подходах могут быть получены различные показатели стоимости.

При каждом из трех подходов используются присущие ему методы (рис. 1.1—1.2).



Рис. 1.1. Методы доходного подхода

Согласно методу капитализации доходов рыночная стоимость бизнеса определяется по формуле

$$V = \frac{D}{R_k},$$

где D — чистый доход бизнеса за год;

R_k — ставка капитализации.

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



Рис. 1.2. Методы сравнительного подхода

Метод рынка капитала основан на использовании рыночных цен акций аналогичных компаний. Инвестор, действуя по принципу замещения, может инвестировать либо в эти компании, либо в оцениваемую. Поэтому данные о компаниях, чьи акции находятся в свободной продаже, при соответствующих корректировках должны послужить ориентиром для расчета цены компании. Данный метод используется для оценки миноритарных (неконтрольных) пакетов акций.

При методе сделок анализируются цены приобретения контрольных пакетов акций, сходных компаний.



Рис. 1.3. Методы затратного подхода

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

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

Метод ликвидационной стоимости предприятия означает расчет, этой стоимости как разности между суммарной стоимостью активов предприятия и затратами на его ликвидацию.

ТЕМА 5. ВВЕДЕНИЕ В ФИНАНСОВЫЙ КАЛЬКУЛЯТОР

План:

1. Понятие о финансовом калькуляторе БА II ПЛЮС.
2. Стандартный режим работы калькулятора.
3. Режими работы в рабочих таблицах.

1. Понятие о финансовом калькуляторе

Обзор операций финансового калькулятора БА II ПЛЮС. Правила использования клавиш. Понимание экрана, стирание введенного. Исправление ошибок при вводе. Математические операции с памятью. Вычисление постоянных установление формата. Цифра последнего ответа. Отмена вычислений.

Обзор операций с рабочими листками. Типы изменяющихся величин в рабочих таблицах. Обзор переменных в рабочей таблицы с подсказкой. Шаги в вычислении рабочей таблицы с подсказкой. Использованные величин таблицы, в других вычислениях.

Использование рабочих таблиц а работе с облигациями и для начисления амортизации. Рабочие таблицы, конверсии процента, для оценки прибыли, отклонений, для ведения памяти, для статических вычислений.

2. Режимы работы калькулятора

В калькуляторы есть два режима работы: Стандартный и режим рабочей таблица с подсказкой. Стандартный режим разработан для вычислений временной стоимости денег и стандартных математических расчетов. Рабочие таблицы с подсказкой ведут Вас через прикладные примеры, такие как движение средств и вычисление амортизации.

Стандартный режим.

. стандартный режим разработан для вычислений ТҮМ (временной стоимости денег) и стандартных математических вычислений

. Чтобы вернуться в режим стандартных вычислений в любое время, нажмите (2nd) (QUIT)

. Индикаторы COMPUTE, ENTER, SET, не высвечиваются, когда Вы находитесь в режиме стандартных вычислений.

. Когда Вы не в режиме рабочей таблица с подсказкой, Вы в режиме стандартных вычислений.

Режим рабочей таблицы с подсказкой.

. режим рабочей таблицы с подсказкой ведет Вас через прикладные примеры, такие как расчет денежного потока и амортизации.

. Чтобы войти в рабочую таблицу, нажмите клавишу или сочетание клавиш для выбора типа рабочей таблицы например, (CF) или (2nd) (Amort)

. Если горит любой из индикаторов COMPUTE , ENTER, SET или, знайте, что Вы в режиме рабочей таблицы.

. Чтобы выйти из рабочей таблицы и вернуться в режим стандартных вычислений нажмите (2nd) (QUIT).

Режим стандартных вычислений.

В режим калькулятора, Вы можете ввести и рассчитать величины временной стоимости денег (N, I/Y, PY, PMT и FY). Вы также можете производить стандартные математические операции. Чтобы вернуться в режим стандартных вычислений в любое время, нажмите (2nd) (QUIT).

Вы можете производить стандартные математические расчеты в режиме калькулятора.

Например, введите 36 (+) 63 (=) появится цифра 99

Вы также можете производить вычисления временной стоимости денег в режиме калькулятора. Ввод и расчет величину и текущее значение. «данной» переменной. Например, когда Вы введете 150000 и напишите (PY) для ввода настоящего значения \$ 150, 000 высветится PY = 150 000 00

Чтобы вернуться в режим калькулятора из режима рабочего листка нажмите)2nd) (QUIT) . Например, нажмите (2TB) (Amort) для ввода рабочего листка по амортизации. Затем нажмите (2nd) (QUIT) чтобы вернуться в режим стандартных вычислений (калькулятора) Появится 0.00.

Вычисления временной стоимости денег.

Клавиши ТҮМ применяются для решения задач, в которых платежи равны между собой. Производятся через равные интервалы, и средства либо только расходуются, либо только получаются; например, аннуитеты, ссуды, расположены в одном ряду клавиатуры.. Для проведения расчетов ТҮМ необходимо перейти в стандартный режим.

Клавиши ТҮМ

| | |
|-----------------|--|
| [N] | Ввод или начисление числа платежных периодов |
| [I/Y] | Ввод или начисление годовой ставки процента |
| [PY] | Ввод или начисление современной стоимости |
| [PMT] | Ввод или начисление сумма платежа |
| [FY] | Ввод или начисление будущей стоимости. |
| [2nd] [xP/Y] | Умножить значение на дисплее на число платежей в год |
| [2nd] [P/Y] | Установить число платежей в год и число процентных периодов в год. |
| [2nd] [Amort] | Вычислить амортизацию |
| [2nd] [BGN] | Выбор между платежом в начале или в конце периода |
| [2nd] [CLR TYM] | Обнуление N, I/Y, PY, PT и FY. |

Ввод и вычисление TYM значений

В следующем примере, предположим, что вы планируете купить дом за 180 000 \$ в январе. Вы вносите в течение 30 лет за 9,5% годовых. Сколько составит ежемесячный платеж.

1. наберите 160000 и нажмите [PY] для ввода \$ 160000 в качестве современной стоимости закладной.
2. наберите 9,5 и нажмите [I/Y] для ввода 9,5% в качестве годовой процентной ставки.
3. Наберите [CPT] [PMT] для вычисления месячного платежа.
4. Наберите 360 и нажмите [n] для ввода 360 в качестве количества платежных периодов в закладной.

Примечание: Знак = высвечивается всегда, когда успешно введено или вычислено значение для отображаться число, однако оно не присваивается изображаемой переменной.

Режим озаглавленной таблицы.

Озаглавленная таблица представляет собой колонку переменных. Индикатор калькулятора служит для отображения таблицы и позволяет просматривать переменные в таблице по очереди. Озаглавленные таблицы помогают поэтапно выполнять специальные задачи, как, например, вычисление амортизации и анализ движения денежных потоков.

BA II Plus имеет несколько функций для облегчения пользования озаглавленными таблицами:

- . Клавиши работы с таблицей расположены прямо под индикатором.
- . знаки на индикаторе показывают, какими клавишами управления таблицей можно пользоваться.
- . знак стрелки показывает, когда можно пользоваться клавишами или для движения по таблице.
- . Значение переменной высвечивается вместе с именем этой переменной.

1. индикация клавиши работы с таблицей
2. имя переменной из таблицы
3. клавиши работы с таблицей
4. индикация стрелок

5. значение переменной из таблицы

Движение по озаглавленной таблице

При нажатии [2nd] [Amort] калькулятор высвечивает первое значение в Амортизационной таблице, которое является Р1. нажмите [] или [] для доступа к другим переменным. Амортизационная таблица пользуется введенными Вами или вычисленными значениями ТУМ для вычисления суммы основного долга процентов и сумм к погашено.

Для ввода в Амортизационную таблицу нажмите [2nd] [Amort]. Это таблица как и все озаглавленные таблицы представляет собой колонку переменных.

Изучите содержимое таблицы при помощи клавиш [] и []

Обратите внимание, что знак в верхней части индикатора показывает, что для движения в озаглавленной таблице вы можете пользоваться клавишами [] или [].

При достижении первой переменной в таблице дополнительное нажатие [] переносит вас к первой переменной в таблице.

Изучив содержимое таблицы, нажмите [2nd] [Amort] . это возвратит Вас к первой переменной в Амортизационной таблице (Р1) и Вы сможете начать решать задачу по вычислению амортизации.

ТЕМА 6. ЗАТРАТНЫЙ МЕТОД ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

План:

- 1.Характеристика оценки бизнеса затратным подходом
- 2Оценка бизнеса на основе чистых активов.
- 3Оценка бизнеса на основе избыточных прибылей
- 4.Оценка совместного предприятия «Коском –Бухоро» на основе затратного метода
- 5.. Показатели оценка бизнеса на основе чистых активов.

1.Характеристика оценки бизнеса затратным подходом

Процедура оценки бизнеса затратным подходом заключается в выявлении неучтенных (функционирующих и/или нефункционирующих) активов и переоценке всех располагаемых компанией активов по рыночной стоимости. Причем, если оценивается доля бизнеса принадлежащая акционерам, из стоимости активов вычитаются обязательства, также переоцененные по рыночной стоимости (состав которых также дополнен неучтенными обязательствами или обременениями в случае их обнаружения). Описанная выше схема оценки бизнеса затратным подходом является устоявшейся и общепринятой. Результат этой оценки впоследствии принимается во внимание при формировании мнения об итоговой величине стоимости бизнеса вместе с результатами оценки полученными другими подходами. Казалось бы, все это вполне правильно и не вызывает никаких сомнений. Хотя, пожалуй, те или иные сомнения («разброд и шатания» в умах) присутствуют почти всегда, даже в таком вопросе. Это касается, например, адекватной оценки неучтенных на балансе нематериальных активов и гудвилла компании. В этой связи автор настоящей публикации хочет обозначить ряд факторов, учет которых необходим при оценке бизнеса затратным подходом.

Начнем с гудвилла компаний. Обычно гудвиллу «приписывают» стоимость, полученную как разница между результатами доходного и сравнительного подходов с

одной стороны, и результатом затратного подхода, с другой стороны. Однако при такой оценке теряется смысл в результате затратного подхода, ибо его результат с учетом так оцененного гудвилла всегда будет практически совпадать с результатами других подходов. Поэтому представляется целесообразным в рамках затратного подхода осуществлять оценку стоимости гудвилла чисто затратным подходом, независимо от других подходов. Одним из таких способов может стать интервьюирование специалистов по маркетингу и пиару. Некоторые подобные высококлассные специалисты могут дать экспертное заключение о том, сколько времени и денежных средств требуется для того, чтобы компания «с нуля» обросла определенным количеством связей с контрагентами по бизнесу (тем количеством, которое имеет оцениваемая компания) и эффективной узнаваемостью на рынке вообще, и среди целевой аудитории в частности, а также досконально изучила рынок своей продукции и потребителей. Если эти затраты сильно разнесены во времени и в регионе сильная инфляция, затраты на формирование гудвилла следует индексировать. В то же время поскольку отнюдь не все подобные вложения оказываются эффективными и, кроме того, подобные инвестиции подвержены сильному обесцениванию ввиду влияния эффектов зашумления и «короткой потребительской памяти», эти вложения также следует амортизировать. Корректировки инвестиций в гудвилл – индексация и амортизация, - частично нивелируют друг друга, но все же, как правило (при отсутствии гиперинфляции), влияние амортизации существенно превышает воздействие инфляции. Итог суммарных скорректированных затрат на создание эффективной узнаваемости, связей и репутации, которыми обладает оцениваемая компания, следует трактовать как оценку стоимости гудвилла, определенную затратным подходом, и следовательно, ее необходимо прибавлять к стоимости других оцениваемых активов

компании.

Теперь перейдем к рассмотрению другого вопроса, связанного с оценкой бизнеса затратным подходом. Сам по себе затратный подход оперирует понятием стоимости и принципом замещения: если какой-либо объект можно каким-то образом создать дешевле, чем предлагаемая за него цена продавца-собственника объекта, то так и надо поступать – создавать самостоятельно. Если же затраты на самостоятельное создание объекта превышают цену продавца целевого объекта, либо создать этот объект самостоятельно по каким-либо причинам не представляется возможным, объект, при его надобности, целесообразно купить на рынке. При такой схеме упускается из рассмотрения, как минимум, один нюанс, а именно – издержки упущенных возможностей. Применение затратного подхода учитывает фактор времени при переоценке активов и обязательств посредством индексации внеоборотных активов и дисконтирования ряда запасов и обязательств. Однако потенциальный покупатель, решив, руководствуясь принципом замещения, самостоятельно «построить» бизнес, затратит на это не только прямые издержки обусловленные покупкой активов по рыночной стоимости, но и вмененные издержки – за время самостоятельного «строительства» бизнеса инвестор потеряет прибыль, которую он мог бы получать, если купил бы этот бизнес уже функционирующими. Кроме этого, необходимо также принимать во внимание специфические риски, присущие молодым компаниям при выходе на рынок: приобретая готовый бизнес, покупатель-инвестор избавляется от рисков начального этапа. И последнее, что следует принять во внимание при формировании мнения о рыночной стоимости бизнеса – наиболее вероятной цене сделки между продавцом и покупателем, – это скидка, позволяющая покупателю получать выгоду от сделки. Сразу же оговоримся, что данная скидка – не догма, покупатель в процессе торгов стремится ее выторговывать, однако не факт, что продавец согласится ее предоставить: если бы такая скидка существовала всегда, действовал бы арбитраж, позволяющий «выксовывать» деньги из воздуха, что быстро «сыло» бы саму возможность как таковую – все кинулись бы заниматься покупкой и продажей готовых бизнесов.

С учетом вышеизложенного скорректированная стоимость функционирующего бизнеса,

полученная на основе затратного подхода, составит:

$$P=3 + G_3 + U_B + R_P - \dots \quad (6.1)$$

где P – стоимость функционирующего бизнеса,

3 – стоимость скорректированных по рыночной стоимости материальных и идентифицированных нематериальных активов (чистых активов) бизнеса, определенных в рамках затратного подхода,

G_3 – стоимость гудвилла компании, определенная затратным подходом,

U_B – стоимостный эквивалент упущеной выгоды, возникающей из-за недополучения прибыли на этапе становления бизнеса «с нуля»,

R_P – стоимостный эквивалент специфических рисков этапа становления (превышения сметы расходов, повышенной вероятности полной или частичной потери осуществленных инвестиционных затрат),

\dots – скидка на уторговывание.

Следует отметить, что определение стоимости бизнеса согласно (6.1) подразумевает эффективное функционирование с определенной положительной рентабельностью. Если же бизнес только что создан и не приносит своим владельцам прибыль, для потенциального покупателя такого бизнеса нет принципиальной разницы между покупкой такого бизнеса и созданием его с нуля. Поэтому в подобной ситуации компоненты U_B и R_P в (6.1) будут близки к нулю. Наибольший интерес в (6.1) представляют компонента упущеной выгоды (U_B) и стоимостный эквивалент специфических рисков этапа становления (R_P).

Рассмотрим их подробнее. Планирование создания бизнеса с нуля до определенной стадии можно разбить на несколько этапов: этап регистрации компании и приобретения активов, этап отладки, найма и обучения персонала – до момента начала реализации готовой продукции, этап выхода на уровень безубыточности, и наконец этап выхода на плановую рентабельность R_p . Если для простоты рассмотрения разбить весь цикл создания бизнеса с нуля всего на два этапа – этап отсутствия прибыли (t_0, t_1) и этап роста прибыли с нуля до планового уровня рентабельности (t_1, t_2), то оценка стоимостного эквивалента упущеной выгоды может осуществляться по следующей формуле:

$$U_B = 3(t_0, t_1) \times \{(1+R_n) \text{ в степени } \{(t_1-t_0)/T\} \times (1+R_n(1-k)) \text{ в степени } \{(t_2-t_1)/T\} - 1\} + 3(t_1, t_2) \times \{(1+R_n(1-k)) \text{ в степени } \{(t_2-t_1)/T\} - 1\} \quad (6.2)$$

где $3(t_0, t_1)$ – общие затраты осуществленные на этапе (t_0, t_1),

$3(t_1, t_2)$ – общие затраты осуществленные на этапе (t_1, t_2), причем,

$$3(t_0, t_1) + 3(t_1, t_2) = 3 + G_3, \quad (6.3)$$

R_p – плановый уровень рентабельности (рентабельность (ROE) готового бизнеса или объектов-аналогов),

kR_p – средний уровень рентабельности на этапе (t_1, t_2), $0 < k < 1$.

td_1 – дюрация инвестиций на этапе (t_0, t_1),

td_2 – дюрация инвестиций на этапе (t_1, t_2),

T – фактор размерности времени приводящий показатель степени в безразмерную форму и приводящий его же (показатель степени) к годовому интервалу,

t_1 – момент начала зарабатывания компанией прибыли,

t_2 – момент выхода компании на плановый уровень рентабельности R_p .

Наличие компоненты R_P в (6.1) с позиции затратного подхода означает возможность дополнительных непредвиденных расходов, характерных для этапа

первоначального становления (в т.ч. дополнительные издержки УВ, могущие возникнуть из-за затягивания прохождения бизнесом определенных промежуточных подэтапов на этапе становления). По мнению автора, оценка параметра RP может осуществляться двумя способами. Во-первых, можно ориентироваться на стоимостный эквивалент премии за риск вложений в малые компании, учитывая тот факт, что вновь создаваемые компании, как правило, являются небольшими компаниями. Во-вторых, можно оценить различие в статистике банкротств компаний находящихся на стадии становления и компаний со среднестатистическим для рынка сроком от момента образования до текущего момента. Получив значение разницы вероятностей банкротства, ее следует трансформировать в относительную рисковую надбавку (дополнительную рисковую надбавку, отражающую только специфические риски вновь образуемой компании), после чего преобразовать ее в абсолютное (стоимостное) выражение.

Представленный выше модифицированный затратный подход (назовем его так) схож со структурой моделей EBO и EVA: и здесь и там есть две компоненты – компонента капитала/инвестированного капитала и компонента доходов. Однако в отличие от EBO и EVA модифицированный затратный подход ограничивает суммирование доходов интервалом (t_0, t_2), что при условии положительной рентабельности капитала приводит к получению более низкого значения стоимости бизнеса по сравнению с результатами оценки полученными в рамках модели EBO/ EVA, но более высокого по сравнению со стоимостью, получаемой при использовании традиционного затратного подхода. То есть применение модифицированного затратного подхода снижает разрыв между результатами оценки затратным и доходным подходами, и, следовательно, повышает адекватность итоговой оценки стоимости бизнеса. Если потенциальный покупатель бизнеса оценивает для себя инвестиционную стоимость объекта-мишени, ориентируясь на доходный подход, и при этом он может убедить собственника мишени продать ее по цене определенной на базе модифицированного затратного подхода, чистая приведенная стоимость такой сделки будет для него положительной.

2. Оценки бизнеса на основе чистых активов

Финансовыми основами оценки бизнеса на основе активов является баланс фирмы. Баланс в соответствии с методологическими стандартами имеет следующий вид:

| A | БАЛАНС | | π |
|------------------|--------|---------------------|-------|
| ОС > 1 | 50 | собственный капитал | 30 |
| ОбС < 1 Касса | 50 | D 3 > 1 | 40 |
| OA 100 | | K3 < 1 | 30 |
| | | ОП | 100 |

При оценки стоимости на основе чистых активов анализируются следующие показатели:

1. Коэффициент текущей ликвидности

$$K_{\text{тл}} = \frac{K_a}{K_n}$$

K_a – краткосрочные активы
 K_n - краткосрочные пассивы

Этот показатель характеризует состояние платежеспособности предприятия на кратковременный период

$$2. \text{ Соотношение капитала } C_k = \frac{P_k}{O_q}$$

P_k – рабочий капитал
 O_q - общие активы

Характеризует состояние платежеспособности предприятия на долговременные период.

3. Чистая стоимость активов определяются как разница между суммой имущества и суммой обязательств:

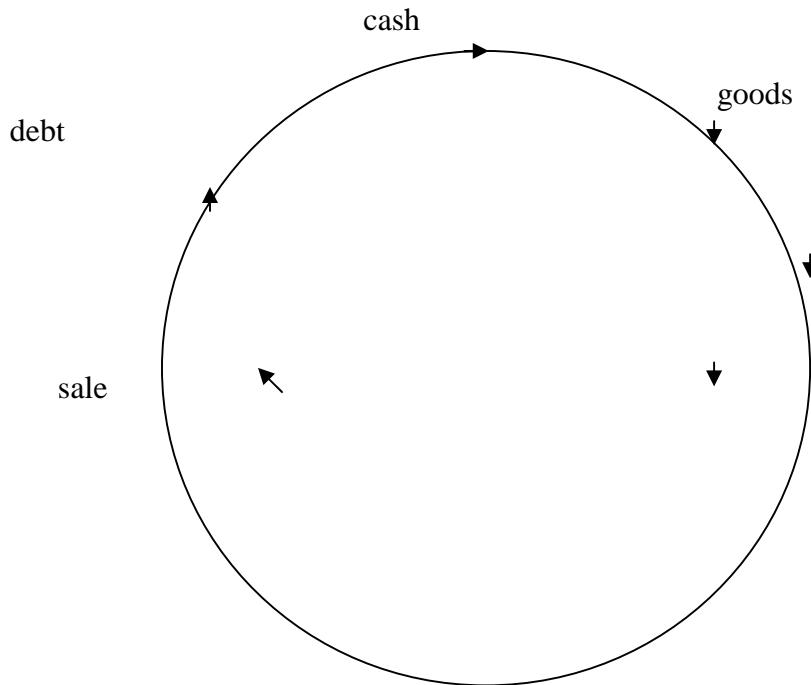
$$\text{ЧСА} = S_U - SO$$

Подход чистых активов основывается на оценке и анализе баланса предприятия и отчёта о прибылях и убытках. Баланс предприятия состоит из 2-х частей: актива и пассива. В активной части отражаются имущества предприятия, которые в свою очередь делятся на долгосрочные и краткосрочные. Обязательства предприятия составляют основу пассивной части баланса, которая также делится на долгосрочные и краткосрочные. Разница между суммой имущества и суммой обязательств составляет чистую стоимость активов,. Которая служит в качестве основного измерителя при определении стоимость и предприятия.

При анализе баланса и отчёта о прибылях и убытках предприятия оценщик бизнеса должен хорошо знать принципы бухгалтерского учёта.

Оценка бизнеса на основе чистых активов предполагает следующие процессы: 1. Анализ текущего баланса предприятия путём исследования тенденций финансовых показателей за 4 – 5 периодов. Это позволяет исследовать длительность бизнес- цикла в единицу времени:

Схема бизнес цикла



Анализ баланса на основе вышеуказанных показателей позволит исследовать длительность бизнес – цикла.

Бизнес цикл имеет следующие этапы:

Длительность бизнес – цикла измеряется в единицу времени и имеет очень важные значения для оценки бизнеса.

2. Сравнение баланса на основе собственного представления данного баланса с последующим осуществлением корректировки статей баланса, которая осуществляется двумя путями:

а) Переоценка активов – указанные в балансе активы, как правило фиксируются по балансовой стоимости (стоимости приобретения), задача оценщика рассчитать оценочную стоимость баланса и осуществить соответствующую корректировку.

б) Включение в оценочной баланс скрытых резервов или убытков баланса, которые увеличивают или снижают стоимость активов.

После корректировки статей баланса из суммы откорректированных активов отнимается сумма откорректированных пассивов. Таким образом, стоимость бизнеса на основе чистых активов исчисляется по методике расчёта откорректированной стоимости капитала по формуле:

$$C^0_k = \Delta I - \Delta O$$

И - имущества
О – обязательства.

3. Оценка бизнеса на основе избыточных прибылей

Метод избыточных прибылей соответствует оценке стоимости бизнеса с учётом стоимости «Гудвилла» и соответствующих нематериальных активов.

«Гудвилл» - это величина , на которую стоимость бизнеса превосходит стоимость его чистых активов. «Гудвилл» возникает стабильных высокие прибыли, и его доход на собственный капитал выше среднего, в результате чего стоимость бизнеса превосходит стоимость его чистых активов. Определение стоимости «Гудвилла» включает оценку избыточных прибылей, нематериальных активов и стоимости предприятия как действующего. К нематериальным активам относятся патенты, лицензии, ноу – хау, контракты льготные аренды, клиентура, торговые марки, авторские права, доступ к рынком и.т.д.

Учёт стоимости предприятия на основе оценки материальных и нематериальных активов осуществляется методом избыточных прибылей. Этот метод основан на той предпосылке, что избыточные прибыли предприятий приносятся нематериальными активами, которые обеспечивают ставки дохода на собственный капитал, превосходящие среднеотраслевые. Оценка методом избыточных прибылей предполагает следующие этапы расчёта:

1. Переоценка материальных активов
2. Подсчёт нормализованных прибылей.
3. Определить среднеотраслевую ставку дохода на активы
4. Подсчёт ожидаемой прибыли на основе среднеотраслевой ставке дохода на активе.
5. Подсчитать избыточные прибыли.
6. Оценить избыточные прибыли, используя подходящий коэффициент капитализации.

Добавить стоимость «Гудвилла» к стоимости чистых активов компании.

4.Оценка совместного предприятия «Коском –Бухоро» на основе затратного метода.

Оценка стоимости действующего предприятия
Филиал Узбекско – Американского Совместного предприятия
“COSCOM – BUXHARA»

Главным предприятием филиала «Коском – Бухара» является Узбекиско – Американское Совместное предприятие сотовой связи «Коском». Филиал создан решением Общего Собрания Участников СП «Коском» от 18.11.1999 год.

Сп «Коском» - первая компания, пустившая в эксплуатацию свою сеть цифровой сотовой связи CSM в государствах Центральной Азии.

Компания «Coscom» дважды в 1997 и 1998 годах было внесена в Инвестиционную программу развития Республики.

26 апрель 1997 года компания «Coscom» зарегистрирована в Министерстве Юстиции Республики Узбекистан, а уже через год новая сеть сотовой связи начинает свою работу в г. Самарканд. До ноября 1998 г «Coscom» охватывает своей сетью столицу Узбекистана – Ташкент, а также крупные областные и промышленные центры республики – Гулистан, Джизак, Чирчик, Янгиюль и прилежащие к ним территории. В марте 1998 г. компанией введен в действие новейший коммутатор «Alcotel» с емкостью до 45000 человек.

«Coscom» является членом Международной Ассоциации операторов сотовой связи стандарта GSM – MOUS февраля 1997 г. и уже сейчас обонементы «Coscom»

имеют возможность пользоваться услугами международного автоматического роуминга в более 100 городах России, а также в Германии, Австрии, Швейцарии, Великобритании, Финляндии, Люксембурге, Чехии, Словакии, Эстонии, Латвии, Польше, Бельгии, Казахстане, Азербайджане, Греции, Франции.

Общее собрание участников СП «Coscom» учитывая, что развитие сети сотовой связи в г. Бухаре позволит, в кратчайший срок обеспечить своевременной мобильной связью практически весь Бухарский регион, приняло решение создать филиал в г. Бухаре.

Предприятие «Coscom - Bukhara» оценено тремя методами: на основе чистых активов, будущих доходов и на основе сравнительного анализа (рыночный метод).

5.ПОКАЗАТЕЛИ ОЦЕНКА БИЗНЕСА НА ОСНОВЕ ЧИСТЫХ АКТИВОВ.

Источниками информации при оценке бизнеса на основе чистых активов являются:

- бухгалтерский баланс, форма № 1.
- Отчет о финансовых результатах форма №2.
- Отчет о движении основных средств форма №3.
- Отчет о денежных потоках форма №4.
- Отчет о собственном капитале форма №5.
- Форма статической отчетности.

Для оценки предприятия данным методом необходимо проанализировать следующие коэффициенты:

1. Коэффициент, текущий ликвидности баланса предприятия, характеризующий состояние платежеспособности предприятия на кратковременный период:

$$К_{тл} = \frac{К_а}{К_{п}} = \frac{17828}{200} = 89,14$$

2. Соотношение капитала - характеризует состояние платежеспособности предприятия на долговременный период:

$$С_к = \frac{Р_к}{О_а} = \frac{27567}{29454} = 0,93$$

3. Чистая стоимость активов:

$$\text{ЧСА} = \text{СУ} - \text{СО} = 29454 - 6271 = 23183$$

4/ откорректированная стоимость капитала:

$$Ск^o = SU^o - SO^o = 31989 - 6271 = 25718$$

5.Коэффициент финансовой независимости свидетельствует об увеличении финансовой независимости предприятия, снижения риска финансовых затруднений в будущее периоды, , повышение гарантий погашения предприятием своих обязательств, обязательств. Снижение коэффициента свидетельствует о снижении финансовой независимости предприятия, повышении риска финансовых затруднений в будущем, это в свою очередь снижает гарантии погашения предприятием своих обязательств в будущем период кредиторами.

Коэффициент определяется формулой :

$$\frac{КФН}{ИБ} = p1$$

| |
|------------------------------------|
| норматив более 0,5 |
| На начало периода 0,76 |
| На конец периода 0,78 |

6.Коэффициент соотношения заемных и собственных средств показывает возможности предприятия по вовлечению в свою оборот заемных средств, определяется по формуле:

| | | | |
|------------------------------------|----------|------------------|-------|
| Ксзс | - | p 2 - Dзк | <hr/> |
| p 1 | | | |
| норматив максимум =1 | | | |
| на начало периода 0,24 | | | |
| на конец периода 0,27 | | | |

7.Коэффициент обеспеченности запасов и затрат собственными источниками. Оптимальный вариант коэффициента = 1. определяется по формуле:

| | | |
|------------------------------------|-------------|-----------------|
| Кобз | = A2 | <hr/> |
| | | p 1 - A1 |
| на начало периода 0,25 | | |
| на конец периода 0,37 | | |

8.Коэффициент платежеспособности показывает возможности предприятия, оцениваемые при условии не только своевременных расчетов с дебиторами и благоприятной реализации готовой продукции и прочих материальных услуг:

$$Кпп = \frac{A2 - p_{дз}}{p_2 - D_{зк}}$$

| | |
|--------------------------|-------------|
| норматив минимум | = 2 |
| на начало периода | 3,62 |
| на конец периода | 3,62 |

9) коэффициент маневренности. Характеризует финансовое положение хозяйствующие субъекты. Понижение свидетельствует о недостаточности собственных средств предприятия, находящихся в мобильной форме и ограниченных возможностях в маневрированными этими средствами.

$$Km = \frac{p1 + D_{зк} - A1}{p1} =$$

| | |
|--------------------------|-------------|
| на начало периода | 0,68 |
| на конец периода | 0,70 |

Для оценки предприятия на основе чистых активов было проведено корректировка некоторых статей баланса: были переоценены основные средства предприятия, его собственный капитал и др.

Согласно балансу предприятия на 1 апрель 2000г. чистая стоимость активов составляет:

$$\text{ЧСА} = SU - SO = 29454 - 6271 = 23183$$

После проведения корректировки статьей баланса стоимость предприятия увеличилась

$$Ск^o = SU^o - SO^o = 31989 - 6271 = 25718$$

Анализ финансовых коэффициентов предприятия, анализ актива и пассива баланса, а также анализ рентабельности предприятия показал, что финансовое состояние предприятия в отчетный период значительно улучшился по сравнению с предыдущими периодами, в данное время филиал «Коском- Бухара» занимает устойчивые позиции с перспективами роста в будущем.

Контрольные вопросы и тесты и задачи

1. В каких случаях для оценки недвижимости необходимо применение прежде всего затратного подхода?
2. Назовите основные этапы оценки недвижимости затратным подходом.
3. Дайте определение восстановительной стоимости.
4. Какие методы расчета восстановительной стоимости Вам известны?
5. Что такое прибыль застройщика и чем она отличается от прибыли подрядчика?
6. Какой из методов расчета восстановительной стоимости показывает наиболее точные результаты?
7. Имеются ли понятийные различия в терминах “стоимость” и “затраты”?
8. Опишите структуру сводного сметного расчета.
9. Чем характеризуется износ объектов недвижимости?
10. Охарактеризуйте основные виды износа и методы их расчета.

Какой из ниже перечисленных методов относится к затратному подходу

- 1) метод чистых активов;
- 2) метод капитализации;
- 3) метод сделок;
- 4) метод арбитража;
- 5) метод ЛИФО

Выберите единственно верное определение временной оценки денежных потоков.

- 1) приведение денежных сумм, возникающих в разное время к сопоставимому виду;
- 2) отрезок времени, в течение которого производится оценка;
- 3) денежный поток, который оценивается в данное время;
- 4) все верно;
- 5) нет правильного ответа

Что предполагает затратный подход в оценочной деятельности?

- 1) анализ балансовых счетов предприятия и их корректировку;
- 2) анализ практики продаж объектов в отрасли;
- 3) прямое сравнение аналогичных объектов;
- 4) анализ доходов и затрат
- 5) нет правильного ответа

Что включает технология оценки недвижимости затратным методом?

- 1) все перечисленные стадии
- 2) оценку стоимости земельного участка
- 3) оценку стоимости восстановления или замещения улучшений
- 4) вычет накопленного улучшениями износа
- 5) суммирование стоимости земельного участка и улучшений

Задачи

1. Определите общий накопленный износ (% износа) объекта недвижимости, исходя из следующих данных:
 - цена продажи объекта составила 90000;
 - исходя из анализа продаж земли, участок имеет оценочную стоимость в 30000;
 - анализ затрат показывает, что полная стоимость воспроизводства здания составляет 110000.
2. Известна следующая информация:

| | Гостиницы | Офисные здания | Торговые здания |
|-------------------------------|-----------|----------------|-----------------|
| Затраты на строительство, \$ | 1800000 | 1400000 | 1500000 |
| Чистый операционный доход, \$ | 200000 | 160000 | 140000 |
| Коэффициент капитализации | 14% | 14% | 14% |
| Для зданий | 10% | 10% | 10% |
| Для земли | | | |

Участок земли пригоден по нормам зонирования для строительства офисного, торгового или гостиничного здания.

Определите остаточную стоимость земли.

3. Оцените стоимость жилого объекта недвижимости площадью в 1600 кв.м., используя затратный подход:

Затраты на строительство дома - 60\$/кв.м.

Затраты на строительство гаража площадью 360 кв.м. - 30\$/кв.м.

Затраты на строительство других сооружений - 8500\$

Устранимый физический износ - 11000\$

Неустранимый физический износ - 4000\$

Устранимый функциональный износ - 6000\$

Стоимость земли, исходя из сопоставимых продаж - 38000\$

Какова общая расчетная стоимость объекта в соответствии с затратным подходом?

4. Найти функциональный износ здания из-за несоответствия лифтов современным требованиям. Восстановительная стоимость лифтов составляет 350000\$. Установка лифтов была произведена 10 лет назад. Затраты на демонтаж составят 25000\$, а монтаж новых лифтов обойдётся в 150000\$. Общая срок физической жизни старых лифтов составляет 25 лет.
5. Стоимость свободного земельного участка равна 400000\$. Здание, площадью 4000 кв.м. построено 7 лет назад. Срок его экономической жизни - 90 лет. Средняя стоимость строительства 1м² составляет 650\$. Прибыль инвестора 25%. Оценить объект затратным подходом.

Тема 7 . ДОХОДНЫЙ МЕТОД ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

План:

1. Теория дисконтированного будущего денежного потока.
2. Методы дисконтирования
3. Оценка предприятия методом дисконтирования будущих прибылей
4. Метод расчета средневзвешенная стоимость капитала (WACC)
5. Модель оценки капитальных активов (CAPM)

Теория дисконтированного будущего денежного потока.

Дисконтирование – это метод применяемый при оценке и отборе инвестиционных программ, программ экономического развития, суть которого заключается в приведении разновременных инвестиций и денежных поступлений фирмы к определенному периоду времени и последующему определению внутренней нормы доходности. Данный метод основывается на предположении, что стоимость инвестиции в некоторое предприятие, зависит от будущих выгод, которое получит от этого предприятия его владелец. Эти будущие денежные потоки затем дисконтируются к эквивалентной текущей стоимости с использованием ставки дисконта, которая соответствует требуемой инвестором ставке дохода. Расчёты ожидаемой инвестором ставке дохода, основываются на анализе риска инвестирования данного предприятия, а также риска, связанного с получением ожидаемого будущего денежного потока, иначе говоря, дисконтирование – это процесс обратный накоплению. Накопление определяется по формуле:

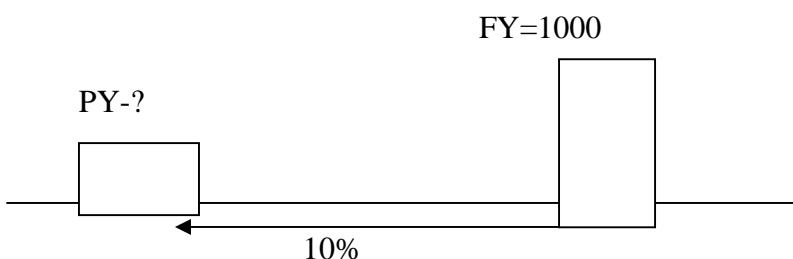
$$FY = PY (1+r)^n$$

а дисконтирование по формуле

$$FY=?$$



процесс накопления.

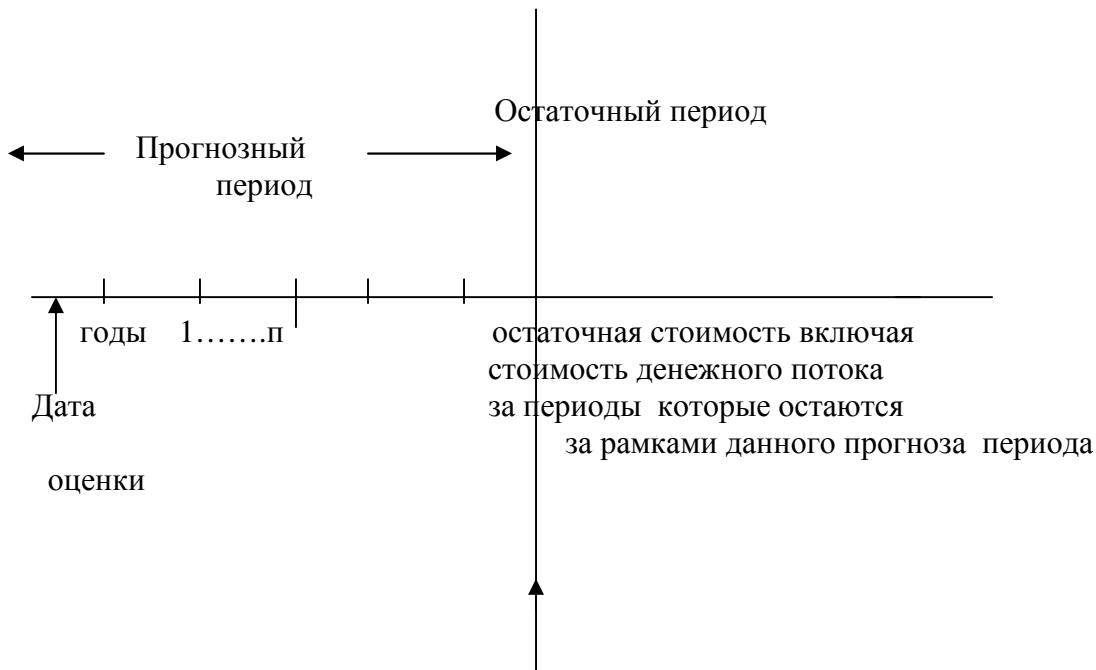


Методы дисконтирования

Дисконтирование – это процесс приведения будущих денежных потоков или доходов на основе ставки дисконта к текущей стоимости бизнеса. Этот процесс состоит из следующих элементов.

1. Поток.

Методика их расчёта представлена на схеме:



Остаточная стоимость определенная на данный момент времени.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК: ЭТАПЫ РАСЧЁТА.

1. Выбрать определение денежного потока, которое будет использоваться в дальнейшем.
2. Провести анализ валовых доходов и подготовить прогноз валовых доходов.
3. Провести анализ расходов и подготовить прогноз расходов.
4. Провести анализ инвестиций и подготовить прогноз инвестиций.
5. Рассчитать денежный поток для каждого года.
6. Определить остаточную ставку дисконта.
7. Рассчитать остаточную стоимость.

8. Рассчитать текущую стоимость будущих денежных потоков, остаточной стоимости, а также их суммарное значение.
9. Внести заключительные поправки.
10. Выполнить процедуры проверки.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК: ПРОГНОЗ ВАЛОВЫХ ДОХОДОВ

Анализ валовых доходов – рассматриваемые факторы:

- прогноз объема производства и цен на продукцию или общего роста
- соотношение экспортной продукции и продукции, реализуемой на внутреннем рынке,
- производственные мощности
- последствия капитальных вложений.
- долгосрочные темпы роста в остаточный период,
- какие темпы роста будут оплачены покупателем?

Следует также обратить внимание на:

- перспективные темпы роста предприятия;
- общекономические перспективы;
- перспективы в отрасли с учетом конкуренции
- спрос на продукцию,
- ожидаемое повышение цен на продукцию,
- номенклатуру продукции,
- планы менеджмента.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК: ПРОГНОЗ РАЗХОДОВ

АНАЛИЗ РАСХОДОВ:

- учесть взаимозависимости и тенденции прошлых лет,
- изучить соотношение постоянных и переменных издержек,
- оценить инфляционные ожидания для каждой категории издержек,
- изучить единовременный и чрезвычайные статьи расходов, которые могут фигурировать в финансовой отчетности за прошлые годы и не в будущем не встретятся,
- затраты на плату процентов отражаются в модели денежного потока для собственного капитала,
- в целях повышения обоснованности прогнозной оценки сравнить прогнозируемую доходность с соответствующими показателями для компаний – конкурентов или с аналогичными среднеотраслевыми показателями.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК: ЗНАЧЕНИЕ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА.

Для метода дисконтированного денежного потока большое значение имеет проведение

финансового анализа предприятия, поскольку с его помощью можно оценить:

- ✓ Темпы роста
- ✓ Издержки
- ✓ Доходность
- ✓ Требуемую величину собственного оборотного капитала
- ✓ Величину задолженности
- ✓ Ставка дисконта
- ✓ До начала расчета коэффициентов требуется выполнить две операции.

1. трансформировать бухгалтерскую отчетность,
2. «нормализовать» результаты.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК: ТРАНСФОРМАЦИЯ БУХГАЛТЕРСКОЙ ОТЧЕТНОСТИ

Подразумевает пересмотр или изменение формы представления бухгалтерской отчетности, если она ведется в соответствии с местными стандартами бухгалтерского учета. В качестве образца здесь рассматриваются форма представления бухгалтерской отчетности и бухгалтерские стандарты, принятые в западных странах.

Упорядочение бухгалтерской отчетности не является обязательным для оценки предприятия, но позволяет добиться лучших результатов.

Как правило, вносимые поправки касаются основных активов, износа, официально зафиксированной величины доходов, товарно – материальных запасов и дебиторской задолженности.

Финансовая отчетность в трансформированном виде представляет собой более надежную базу для сравнения оцениваемой компании с компаниями – аналогами или среднеотраслевыми показателями.

Часто упорядочение бухгалтерской отчетности производится по просьбе самих инвесторов, которые рассчитывают таким образом повысить качество исходной информации.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОК: НОРМАЛИЗАЦИЯ БУХГАЛТЕРСКОЙ ОТЧЕТНОСТИ

«Нормализующие» поправки следует отличать от трансформации бухгалтерской отчетности.

Они вносятся с целью определения доходов и расходов, характерных для нормального, действующего бизнеса.

Поправки, в частности, касаются:

- Единовременных доходов и расходов.
- Доходов и расходов по избыточным или не операционным активам.
- Доходов и расходов родственной стороны.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК: ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ

▼ Включает три компонента

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

АНАЛИЗ СТАВКЕ ДИСКОНТА МЕТОД КУМУЛЯТИВНОГО ПОСТРОЕНИЯ

1. При использовании метода кумулятивного построения, так же как и при расчетах по САРМ, первоначально производится оценка безрисковой ставке дохода.
2. К безрисковой ставке дохода прибавляется премия за инвестирование в компании закрытого типа. Это премия представляет собой доход, который требует инвестор в качестве компенсации за дополнительный риск, связанный с капиталовложениями в данную компанию, по сравнению с безрисковыми инвестициями.
3. Методические указания по определению премий публикуется в посвященных проблемам оценки.
4. Примеры.

**КУМУЛЯТИВНЫЙ ПОДХОД ОЖИДАМЫЕ СТАВКЕ
ДОХОДА**

| Вид инвестиций | Ставка дохода | Примечание |
|---|----------------------|--|
| Долгосрочные облигации казначейства США со сроком погашения 5 лет | 8.0% | Риск отсутствует, высокая ликвидность |
| Долгосрочные облигации казначейства США со сроком погашения 30 лет | 8.5% | Риск отсутствует, высокая ликвидность, больший срок погашения |
| Облигации с рейтингом ВАА | 10.0% | Более высокий риск, несколько меньший уровень ликвидности |
| Ожидаемый рыночный доход (по стоимостной шкале) | 19.0% | Более высокий риск, достаточная ликвидность |
| Мелкие компании закрытого типа | 20 – 40% | Более высокий риск, низкий уровень ликвидности |
| Венчурные компании, ожидаемый доходов на первом этапе | 30-40% | Более высокий риск, низкий уровень ликвидности |
| На втором этапе | 50%+ | |

**КУМУЛЯТИВНЫЙ ПОДХОД ВИДЫ ПРЕМИЙ
ЗА РИСК**

**ЭКСПЕРТНАЯ ОЦЕНКА ПРЕМИЙ ЗА РИСК, СВЯЗАННЫЙ С
ИНВЕСТИРОВАНИЕМ В КОНКРЕТНУЮ КОМПАНИЮ**

| ВИД РИСКА | ВЕРОЯТНЫЙ ИНТЕРВАЛ |
|---|-------------------------------|
| КЛЮЧЕВАЯ ФИГУРА: КАЧЕСТВО управления \ глубина | 0-5% |
| Размер компании | 0-5% |
| Финансовая структура (источники финансирования компании) | 0-5% |
| Товарная / территориальная диверсификация/ | 0-5% |
| Диверсификация клиентуры | 0-5% |
| Прибыли: нормы и ретроспективная Прогнозируемость | 0-5% |
| Прочие риски | 0-5% |

КУМУЛЯТИВНЫЙ ПОДХОД ПРИМЕР

| Фактор риска | Значение | Примечание |
|--|-----------------|---|
| Безрисковая ставка дохода | 6.5% | |
| Ключевая фигура | 2.0% | Компания не зависит от одной ключевой фигуры. Однако отсутствует управленческий резерв |
| Размер компании | 0.0% | Очень крупная компания, занимает монопольное положения |
| Финансовая структура | 5.0% | Задолженность компании очень велика. |
| Товарная \ территориальная диверсификация | 2.0% | Компания реализует единственный вид продукции, но имеет выход как на внутренний, так и на внешний рынок. |

| | | |
|---|-------------|--|
| Прибыли, нормы и ретроспективная прогнозируемость | 3.0% | Имеется информация о деятельности компании только за последние два года, что затрудняет прогнозирование |
| Прочие риска | 0.0% | Риск, связанный с характером деятельности данной компании, отсутствует |
| Оценка ставки дисконта для собственного капитала (до учета страхового риска) | | |

СТАВКИ ДИСКОНТА: СТАВКА ДИСКОНТА ДЛЯ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА И СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА (WACC)

До настоящего момента нами рассматривалась только одна разновидность ставки дохода – ставка дохода для собственного капитала, которая использовалась для оценки денежного потока для собственного капитала.

Однако, если выбрана другая разновидность денежного потока, то для его дисконтирования должна использоваться средневзвешенная стоимость капитала (WACC)/

WFCC рассчитывается исходя из:

- стоимости для фирмы собственного капитала и задолженности,
- структуры капитала компании, т.е. доли в ней каждого компонента.

Пример расчетов WACC.

ПРИМЕР РАСЧЕТОВ WACC

ПОКАЗАТЕЛИ:

Ставка дохода на собственный капитал

20.0%

определяется на основе сарм или по методу кумулятивного построения

Стоимость долга

10.0%

основывается на стоимости долговых обязательств компаний

Ставка налогообложения

45.0%

Является фиксированной для Компаний

Стоимость долга с учетом налогообложения

5.5%

рассчитывается по формуле: (стоимость долга)х(1-ставка налогообложения); в данном случае = 10% x (1 – 45%)

| | | |
|---|-------|--------------------------------------|
| Отношение задолженности к величине общего капитала компании | 30.0% | для отрасли, компании или покупателя |
|---|-------|--------------------------------------|

ФОРМУЛА:

$$W1^E + W2^D, \text{ где:}$$

W1 = доля собственного капитала в капитале компании

W2= доля долгосрочной задолженности в капитале компании

E= ставка дохода на собственный капитал

D= стоимость долга с учетом налогообложения

РАСЧЕТЫ:

$$(70\% \cdot 20\%) + (30\% \cdot 5.5\%) = 15.7\%$$

используется для дисконтирования бездолгового денежного потока в результате получается стоимость инвестированного капитала (сумма долговых обязательств и собственного капитала компании)

Чтобы получить стоимость собственного капитала, необходимо вычесть величину долговых обязательств.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК: ЭТАПЫ РАСЧЕТА

1. Выбрать определение денежного потока, которое будет использоваться в дальнейшем.
2. Провести анализ валовых доходов и подготовить прогноз валовых доходов.
3. Провести анализ расходов и подготовить прогноз расходов.
4. Провести анализ инвестиций и подготовить прогноз инвестиций.
5. Рассчитать денежный поток для каждого года.
6. Определить соответствующую ставку дисконта.
7. Рассчитать остаточную стоимость.
8. Рассчитать текущую стоимость будущих денежных потоков, остаточной стоимости, а также их суммарное значение.
9. Внести заключительные поправки.
10. Выполнить процедуры проверки.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК АНАЛИЗ ОСТАТОЧНОЙ СТОИМОСТИ

МЕТОДЫ РАСЧЕТОВ:

- Модель Гордона
- «Предполагаемой продажи»
- По стоимости чистых активов
- По ликвидационной стоимости

- Модель Гордона исходит из того, что владелец компании не меняется
- Метод «предполагаемой продажи» состоит в пересчете денежного потока (или прибылей) на конец прогнозного периода с помощью специальных коэффициентов.
- Модель Гордона и метод «предполагаемой продажи» исходят из следующих основных предположений:
 - в остаточный период величины износа и капиталовложений равны
 - прогнозный период должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабильные долгосрочные темпы роста.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК АНАЛИЗ ОСТАТОЧНОЙ СТОИМОСТИ - ПРОДОЛЖЕНИЕ

Метод оценки по стоимости чистых активов – в качестве остаточной стоимости используется ожидаемая остаточная балансовая стоимость активов на конец прогнозного периода. Не лучший подход для оценки действующего рентабельного предприятия.

Метод оценки по ликвидационной стоимости – в качестве остаточной стоимости используется ожидаемая ликвидационная стоимость активов на конец прогнозного периода. Также не самый лучший подход для рентабельного предприятия.

Примеры ситуаций, когда стоимость активов может быть использована как остаточная стоимость.

Пример расчетов по модели Гордона.

ДИСКОНТИРОВАНИЯ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК МОДЕЛЬ ГОРДОНА

ПРИМЕЧАНИЯ:

- В приведенной ниже формуле используется сумма всех денежных потоков, который должны быть получены за пределами прогнозного периода.
- Величина стоимости берется на конец прогнозного периода, поэтому остаточная стоимость должна быть дисконтирована (приведена к текущей стоимости).
- В модели предполагается, что темпы роста денежного потока являются постоянными.

- Результат, полученный по модели Гордона должен совпасть с тем, который был бы получен с учетом неограниченного во времени денежного потока.

ФОРМУЛА:

ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК В ОСТАТОЧНЫЙ ПЕРИОД
(СТАВКА ДИСКОНТА – ДОЛГОСРОЧНЫЙ ТЕМПЫ РОСТА)

В данном случае – долгосрочные темпы роста для денежного потока.

**ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ
ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ПРИМЕР РАСЧИТОВ ПО
МОДЕЛИ ГОРДОНА**

Денежный поток в пятый год равен 1000

Ожидаемые долгосрочные темпы роста для денежного потока составляют 3%

Ставка дисконта для собственного капитала равна 20%

Расчет остаточной стоимости:

$$\frac{(1,000 * 1,03)}{(.20 - .03)} = 6,059$$

**ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ
ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЕ
ПОПРАВКИ**

После суммирования значений текущей стоимости будущих денежных потоков и остаточной стоимости мы получаем величину, которая представляет собой величину стоимости предприятия на основе его текущей деятельности.

- Она не включает стоимость избыточных или не операционных активов, которые не принимают участия в формировании денежного потока.
- Эти активы подлежат отдельной оценке, результат которой затем должен быть прибавлен к величине стоимости предприятия, полученной на основе денежных потоков

от текущей деятельности.

Если компания имеет избыточный собственный оборотный капитал, его величину следует прибавить к стоимости действующего предприятия.

Компания может иметь обязательства, связанные с проведением природоохранных мероприятий, поэтому стоимость предприятия следует уменьшить на соответствующую величину.

При оценке «социальных активов» следует подвергнуть тщательному анализу мотивы их продажи, направления этого шага для работников предприятия. В некоторых случаях стоимость «социальных активов» учитывается при расчетах, а в некоторых – нет.

Как правило, результаты расчетов по модели дисконтированных денежных потоков представляют собой стоимость предприятия в целом при наличии 100% контроля. Если требуется определить стоимость неконтрольного пакета, то следует сделать соответствующую скидку на недостаток прав контроля над бизнесом.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ЧТО ОЗНАЧАЮТ ПОЛУЧЕННЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ?

На основе модели без долговых денежных потоков рассчитывается стоимость инвестированного капитала. Чтобы получить стоимость собственного капитала, из величины оценочной стоимости следует вычесть величину долговых обязательств.

На основе модели денежных потоков для собственного капитала рассчитывается стоимость собственного капитала.

Величина, рассчитанная на основе модели денежных потоков, представляет собой стоимость контрольного пакета акций предприятия.

Не требуется делать скидку на недостаточную ликвидность.

Если требуется определить стоимость неконтрольного пакета, то следует вычесть соответствующую скидку на недостаток прав контроля.

ДИСКОНТИРОВАННЫЙ БУДУЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ПРОЦЕДУРЫ ПРОВЕРКИ

Сопоставить прогнозируемый объем производства продукции с имеющимися производственными мощностями.

Сопоставить прогнозные цены с уровнем цен на данную продукцию в других странах. Учесть также влияние государственного регулирования цен.

Сравнить прогнозируемую доходность с аналогичными ретроспективными данными для этой компании.

Сравнить прогнозируемую доходность с уровнями доходности по аналогичным компаниям.

Сравнить ранее выполненные прогнозы с реально полученными результатами.

Сравнить ранее выполненные прогнозы с текущими прогнозами на тот же период.

См. раздаточный материал, относящийся к обзору метода дисконтированного денежного потока.

Оценка предприятия методом дисконтирования будущих прибылей.

Расчет текущей стоимости выполняется по обычному аннуитету.

Аннуитет – это серия платежей проводимых через фиксированные промежутки времени. В системе оценки бизнеса на основе доходов разграничивают два его вида:

1. обычный аннуитет – это серия равных платежей производимых через фиксированные промежутки времени, это равные значения РМТ. Расчет текущего стоимости в условиях равных платежей осуществляется через 3 – й ряд рабочей таблицы финансового калькулятора.
2. неравномерный аннуитет – это серия неравных платежей производимых через фиксированных времени. Напр. 1 год осуществляет платежи в размере \$100, 2 год \$150, 3 год \$200 и т.д. случай неравномерного аннуитета когда фиксированные платежи будут отличаться друг от друга в промежутке времени требуется начисление чистой текущей стоимости. Расчет чистой текущей стоимости при помощи финансового калькулятора осуществляется путём использование рабочей таблицы «денежные потоки» (CF), которая имеет следующую форму.

Рабочая таблица денежные потоки:

| | |
|------|------|
| Cfo= | |
| CO1= | FO1= |
| CO2= | FO2= |
| CO3= | FO3= |
| CO4= | FO4= |
| CO5= | FO5= |

CF Enter ↓
 CO1 Ent ↓ FO1 Ent ↓
 CO2 Ent ↓ FO2 Ent ↓
 CO3 Ent ↓ FO3 Ent ↓
 CO4 Ent ↓ FO4 Ent ↓
 CO5 Ent ↓ FO5 Ent ↓
 →NPV I Ent ↓ CPT

CF- текущая стоимость РY.

CO1....COп – платежи РМТ.

FO1.....FOп – период N

I – ставка дисконта 6%

NPY – чистая текущая стоимость.

Дисконтирование будущих денежных доходов состоит из следующих этапов расчёта:

1. Выбрать определение денежного потока, которое будет использоваться в дальнейшем.

2. Провести анализ валовых доходов и подготовить прогноз валовых доходов.
3. Провести анализ расходов и подготовить прогноз расходов.
4. Провести анализ инвестиций и подготовить прогноз инвестиций.
5. Рассчитать денежных доходов для каждого года
6. Определить соответствующую ставку дисконта.
7. Рассчитать остаточную стоимость.
8. Рассчитать текущую стоимость будущих денежных потоков, остаточной стоимости, а также их суммарное значение.
9. Внести заключительные поправки.
10. Выполнить процедуру проверки.

Метод расчета средневзвешанная стоимость капитала (WACC).

Различают 2 вида денежного потока:

Денежный поток для собственного капитала Без долговой денежный

Денежный поток для
собственного капитала

=

Чистая прибыль

Без долговой денежный
поток

Чистая прибыль $1 = \%$
выплаты,
скорректированные на
ставку налога

Балансовые
начисления (износ,
амортизация)

Баланс начисления
(износ, амортизация)
Увеличение долгосрочной
задолженности

Прирост собственного

оборотного капитала, кап.

Основным документом для определения денежного потока является отчёт о прибылях и убытках.

Для дисконтирования денежного потока для собственного капитала ставка дисконта находится по справочникам, по статистическим данным по отрасли. Однако если выбрана другая разновидность денежного потока ,то для его дисконтирования должен использовать метод WACC он рассчитывается, исходя из стоимости для фирмы собственного капитала и задолженности.

Структуры капитала компании, доли в ней каждого компонента. Показатели, используемые при определении ставки дисконта для без долгового денежного потока:

| | |
|--|--|
| Ставка дохода на собственный капитал | Определяется на основе САРМ или по методу кумул-го постр. |
| Стоимость долга (ставка дохода по долгам) Ставка налогообл-я | Основывается на стоимость долг-х обяз-в комп. Является фиксированной рассчитывается по формуле ст. долга. (1-ст. налога) |
| Стоимость долга с учетом налогообл-я | |
| Отношение задолженности к величине общего капитала компании | Для отрасли, компаний или потока. |

Рассчитывается по формуле

$$W_1.E + W_2.D = I/y$$

W – доля собственного капитала в капитале компании

W2 – доля долгосрочной задолженности в капитале компании

E – ставка дохода на собственный капитал

D – стоимость долга с учётом налогообложения

Модель оценки капитальных активов (САРМ)

Расчёт ставки дисконта в соответствии с моделью оценки капитальных активов

осуществляется по формуле: $R = R_F + B(R_m - R_F)$ где

R – ожидаемая инвестором ставка дохода на собственный капитал.

R_F – безрисковая ставка дохода

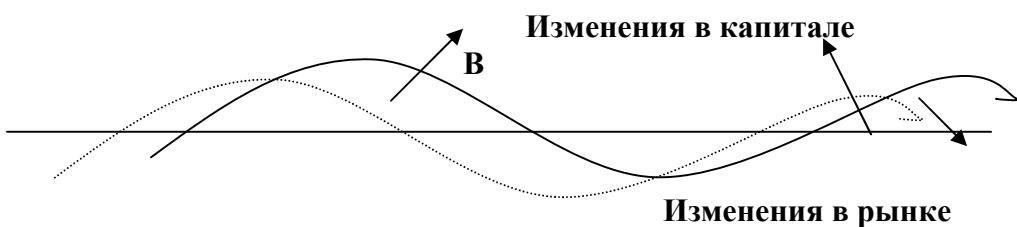
B – коэффициент бета

R_m – среднерыночная ставка дохода

$R_m - R_F$ – рыночная премия, представляет собой превышение ретроспективных ставок дохода для собственного капитала над безрисковой ставкой дохода на данном фондовом рынке.

R_F – основывается на без рисковой ставке дохода, она определяется исходя из коэффициента отдачи по долгосрочным инвестициям, облигациям и другим ценным бумагам. Для инвестора она представляет собой альтернативную ставку дохода, которая характеризуется отсутствием риска и высокой степенью ликвидности.

B – это мера измерения систематического риска, выражаящая соотношение изменения, происходящее в компании по сравнению с рынком. Графически этот коэффициент иллюстрируется след. образом:



На практике встречается при положения

во – первых, $B > 1$, означает компания подвержена большему риску и его колебания изменения рынка высокие. Например, если $B = 1,5$ означает, что рынок поднимается на 50% чем компания, если цена акций на рынке поднимается на 10%, то цена акции компании растёт на 15%, и наоборот, если цена акций на рынке снижается на 10%, то цена акций предприятия снижается на 15%

Во-вторых $B = 1$, рыночный уровень риска эквивалент изменениям риска данной компании.

В-третьих $B < 1$ имеет место низких уровень риска.

Таким образом CAPM позволит осуществить учёт риска при расчёте ставки дисконта, при этом величину коэффициента B можно определить путём анализа макроэкономического, отраслевого и финансового рисков, оказывающих влияния на оцениваемую компанию. Он рассчитывается исходя из амплитуды компании ценна на акций данной компании по сравнению с изменениями на фондовом рынке в целом.

Коэффициент B на практике исчисляется исходя из изменения двух показателей:

1. Рыночной ставке дохода
2. Уровень дохода компании

Задачи по оценки бизнеса.

1. В первом году стоимость активов увеличился на 800 с, во втором году 880 с, третьем году , четвертом , пятом период по сравнений с 2-м увеличился на 5% после чего остаточный период ожидается рост по 2% в год. При следующем значении уровня дохода компании (Ra) и рыночный ставка дохода (Rm) и соответственно 18 и 25% значения безрисковой и среднерыночной ставке дохода определите чистую стоимость активов

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|----|-------|---|----|----|---|---|
| Ra | ----- | | | | | |
| 5 | 6 | 8 | -9 | 15 | 4 | |

Rm 8 7 10 12 14,5 21,2

2. Предприятия планирует получить прибыль в 1-м году – 150\$ во 2-м году – 250\$, в 3-м году 200\$, 4-м году 300\$. По окончании прогнозного периода ожидается , еще чистая прибыль будущей на уровне 300\$ в год на 15 летний период. Каково текущая стоимость предприятия приставке дисконта 20%.

3. Стоимость активов в базовом периоде составила 30000 с и в течение 5 лет возрос на 10% после чего ежегодно ожидается увеличение по 5%. Безрисковая ставка дохода составляет 18%, среднерыночная ставка дохода – 25% . при следующем значении уровня дохода кампании (Ra) и рыночной ставки дохода (Ra) . определите чистую стоимость активов.

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|----|-------|------|------|------|---|---|
| Ra | ----- | | | | | |
| 4 | 8 | 15,2 | -8,4 | 12,4 | | |

Rm – 6 12 13,5 21,3 18,1 20,1

3. Текущая стоимость активов предприятия составляет 100.000 сум и в течение 5 лет возрастает на 5%, после чего в пост прогнозный период увеличится на 25%. Стоимость долга предприятия составляет 15%, ставка налогообложения 45%. Ставка дохода на собственный капитал установлен в переделе 18%. При том собственного капитала и долгосрочной задолжности собственно 60% и 40% требуется определить чистую текущую стоимость активов.

Контрольные тесты

Какая функция показывает равновеликий периодический платеж, необходимый для полной амортизации кредита?

- 1)взнос за амортизацию денежной единицы
- 2)накопленная сумма единицы;
- 3)накопление единицы за период;
- 4)фактор фонда возмещения;
- 5)текущая стоимость обычного аннуитета;

Какой из стандартов стоимости предполагает наличие у оценщика собственных знаний по поводу оцениваемого объекта?

- 1) внутренней (фундаментальной)стоимости
- 2) обоснованной рыночной стоимости;
- 3) обоснованной стоимости;
- 4) инвестиционной стоимости;
- 5) нет правильного ответа

Как называется денежный поток, в котором все суммы равновеликие?

- 1) аннуитет;
- 2) актив;
- 3) пассив;
- 4) рента;
- 5) дисконтирование

Что такое аннуитет?

- 1) денежный поток, в котором все суммы равновеликие;
- 2) вероятность получения в будущем дохода;
- 3) денежный поток, в котором все суммы различаются по величине;
- 4) денежный поток, в котором все суммы возникают через равновеликие отрезки времени;
- 5) процентное соотношение между денежным потоком и чистым доходом.

Что такое ликвидность?

- 1) возможность быстрого превращения активов предприятия в денежные средства;
- 2) обеспеченность запасов и затрат собственными источниками;
- 3) количество оборотов дебиторской задолженности за год;
- 4) эффективность хозяйственной деятельности предприятия;
- 5) соотношение между собственными и заемными средствами.

ТЕМА 8. РЫНОЧНЫЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

План:

1. Анализ мультипликаторов.
2. Анализ аналоговых компаний.
3. Метод рынка капитала.

Анализ мультипликаторов

Рыночный метод оценки бизнеса основывается на выборе открытого типа компании аналога и сравнении их оценочных мультипликаторов с показателями оцениваемой компании.

Важным моментом при оценке бизнеса рыночным методом является выбор компаний аналогов. При выборе подобных компаний следует учитывать следующие факторы: идентичность компании, сходная отрасль, сходная продукция, диверсифицированность продукции, географические факторы, размеры, стратегии деятельности, финансовые характеристики.

При осуществлении оценки бизнеса методом рынка, необходимо выбор и вычисление оценочных мультипликаторов, к числу которых относятся:

1. Коэффициент цена \ прибыль (P/E) – один из наиболее часто употребляемых оценочных коэффициентов, его использование даёт возможность получить величину стоимости собственного капитала.
2. Коэффициент цена \ денежных поток (P/cF) приводит к величине стоимости собственного капитала, основный на имеющемся денежном потоке.
3. Отношение цены инвестированного капитала к прибыли до вычета износа, уплаты налогов и процентов (IC\EBIT) – позволяет определить стоимость инвестированного капитала. Для того чтобы получить стоимость собственного капитала, нужно вычесть величину долга.
4. Коэффициент цена \ прибыль и цена \ денежного потока основанной на прибылях до уплаты налогов.

1- Коэффициент цена \ балансовая стоимость, позволяет определить стоимость собственного капитала основанного на стоимости чистых активов.

При оценке стоимости предприятия на основе рыночного метода оценщик бизнеса должен:

- 2- выбрать 3-4 предприятия аналогах
- 3- рассчитать и анализировать оценочные мультипликаторов в этих предприятиях – аналогах.
- 4- На основе анализа путём сравнения должен выбрать средний оценочный мультипликатор, который будет служить в качестве основы корректировки стоимости бизнеса.
- 5- Путём умножения средне оценочного мультипликатора и текущей стоимости предприятия исчисленная рыночная стоимость оцениваемого предприятия.

После того как оценщик бизнеса закончит процедуру оценки перечисленными методами он должен выдать заключение с необходимой заказчику информацией.

Анализ аналоговых компаний

| |
|-------------------------------------|
| Метод компании – аналога |
| Метод рынка капитала - обзор |

- . Теория
- . Требуемые данные
- . Источники данных
- . Выбор «аналога» или сопоставимых компаний
- . Финансовый анализ и сопоставление
- . Выбор и вычисление оценочных мультипликаторов (факторов)
- . Применение факторов к оцениваемой компании
- . Результат – какой уровень стоимости представляет ответ?
- . Рассмотрение итоговых поправок

Метод кампаний – аналога Метод рынка капитала

Теория: этот подход основан на рыночных ценах акций сходных компаний; инвестор, действуя по принципу замещения может инвестировать либо в эти компании, либо в оцениваемую. Поэтому данные о компаниях, чьи акции находятся в свободной продаже, при использовании соответствующих корректировок, должны послужить ориентирами для определения цены частной компании.

Требуемые данные: Для применения этого метода требуется детальная финансовая и рыночная информация о группе сопоставимых компаний.

Источники данных: Lotus One Source и Disclosure World Scope служат примерами компьютерных баз данных, на которые можно подписаться.

Метод компаний – аналога Метод рынка капитала

Выбор компаний – аналогов:

- Идентификация
- Сходная отрасль
- Сходная продукция
- Диверсифицированность Продукции \ деятельности
- Зрелость деятельности, например. Стадия развития
- Географические факторы
- Размеры
- Стратегия деятельности
- Финансовые характеристики
- Каков оптимальный размер выборки компаний аналогов?

Метод кампаний – аналога Метод рынка капитала

Финансовый анализ и сопоставление

- одинаково важны при применении, как метода рынка капитала, так и метода дисконтированных денежных потоков.
- дает информацию о степени риска для данного бизнеса, что в свою очередь, помогает определить подходящую величину оценочного мультипликатора.
- финансовый анализ включает:
 - « анализ коэффициентов заемных средств (структура капитала)
 - « анализ коэффициентов собственных оборотных средств (ликвидность)

- « сопоставление балансовых отчетов о прибылях и убытках стандартного формата
- « анализ операционных коэффициентов (доход на активов, доход на собственный капитал и.т.д.)
- « прогнозирование роста Финансовый анализ и сопоставление следует проводить с учетом различий в бухгалтерском учете и деловой практике, существующих между странами Центральной и Восточной Европы и другими странами.

Выбор и вычисление оценочных мультипликаторов (факторов):

- Коэффициент цена/прибыль (P/E): один из наиболее часто употребляемых оценочных коэффициентов; его использование дает возможность получить величину стоимости собственного капитала.
- Коэффициент цена/денежный поток (P/CF): приводит к величине стоимости собственного капитала, основанной на имеющемся денежном потоке (под которым обычно понимается чистый доход плюс износ и амортизация).
- Отношение цены инвестированного капитала к прибыли до вычета износа, уплаты процентов и налогов. Позволяет определить стоимость инвестированного капитала. Чтобы получить стоимость собственного капитала, нужно вычесть величину долга.
- Коэффициенты цена/денежный поток могут основываться на прибылях до уплаты налогов.
- Коэффициент цена/балансовая стоимость: позволяет определить стоимость собственного капитала, но основан на стоимости чистых активов, а не на прибылях или денежном потоке.
- Обычно мультипликатор корректируется поправкой на страновой риск.
- . Обсуждение преимуществ и недостатков и применение обычных оценочных мультипликаторов.

**Метод рынка капитала
Примеры оценочных мультипликаторов**

| Отчет прибылях и убытках | |
|--|---------------|
| Выручка от реализации | 45,000 |
| Расходы | 35,000 |
| Операционная прибыль | 10,000 |
| Износ | 5,600 |
| Прибыль до уплаты процентов и налогов | 4,400 |
| Проценты | 400 |
| Прибыль до налогообложения | 4,000 |
| Налоги | 1,600 |
| Чистая прибыль | 2,400 |
| Денежный поток: | |
| чистая прибыль плюс износ | 8,000 |
| Денежный поток налогов: | |
| Прибыль до налогов плюс износ | 9,600 |

Стоимость собственного Капитала = 36,000

**Оценочные
Мультипликаторы =**

9,0
15,0

4,5

Оценка конкретной компании: - выбранные мультипликаторы следует применить к соответствующим финансовым по оцениваемой компании таким образом, чтобы это соответствовало способу вычисления соответствующего мультипликатора для сопоставимых компаний.

- Например:
 - « Коэффициент цена/прибыль до налогов не должен применяться к прибыли после налогов оцениваемой компании.
 - « В некоторых случаях коэффициенты цена/прибыль рассчитываются на основе средней прибыли за несколько лет; тогда коэффициент должен применяться к средней прибыли оцениваемой компании за те же годы.
- . Результат:
 - стоимость, полученная применением метода рынка капитала, представляет собой стоимость неконтрольного пакета акций данного предприятия .
 - она также представляет уровень стоимости при высокой степени ликвидности.
 - Следовательно. Чтобы получить стоимость контрольного пакета в частной компании, нужно добавить премию за контроль и вычесть скидку на недостаточную ликвидность.

Итоговые поправки:

- К стоимости действующего предприятия, определенной методом денежного потока, следует добавить стоимость не операционных или избыточных активов.
« Примеры включают:
 - . Неиспользуемую недвижимость или бездействующие мощности
 - . Социальные активы.
- Следует добавить любой избыток собственных оборотных средств; наоборот, недостаток оборотных средств должен быть вычен.
- Следует учесть обязательства, связанные с охраной окружающей среды, если таковые имеются.

| Коэффициент цена/прибыль для отдельных отраслей (1993) | |
|---|------------------------|
| Отрасль | Коэффиц P/E |
| Автомобилестроение | 27,0 |
| Стройматериалы | 24,9 |
| Гостиницы и отдых | 20,3 |
| Электроника | 19,4 |
| Пивоварение и алко- | |
| Гольные напитки | 15,3 |
| Электроэнергетика | 9,4 |

По данным Лондонской

Источник: Лондонская школа бизнеса, служба управления рисками.

- . Теория: основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний.
- . Источники данных: Mergerstat Review, Acquisitions Monthly
- . Выбор сопоставимых компаний: такой же, как и при методе рынка капитала; основан на сходных отраслях, продуктах и т.д.
- . Финансовый анализ и сопоставление: так же , как и при методе рынка капитала, финансовый анализ должен помочь определить приемлемую величину оценочного

мультиплатора.

. Результат: главная разница между этим методом и методом рынка капитала заключается в том, что метод сделок дает величину стоимости на уровне контроля, а не на уровне неконтрольного пакета.

. Поправки: так же, как и по методу рынка капитала должны учитываться поправки на неоперационные активы, избыточные активы, избыток или недостаток собственных оборотных средств и страновой риск.

Метод рынка капитала.

Подход оценки бизнеса основанный на аналогично- сходные компании содержит три метода:

- 1) метод рынка капитала – оценивает основываясь на цену выплаченную за акции сходных компаний в мировых фондовых биржах;
- 2) метод соглашений – оценка на основе сумму (денег) выплаченная за пакетов контрольной акции сходных компаний.
- 3) Метод отраслевой оценки – это метод определения цена на основе специальных формул нацеленные отдельных отраслей. Теория метода капитального рынка основана на том, что инвестор имеет право выбора альтернативных инвестиций, может вложить инвестицию либо в другую альтернативную компанию. По этому возникает возможность определить цену на основе информации о компаниях акции которых продается открыто. Согласно данным Лондонской фондовой Биржи мультипликаторами текстильных компаний являются следующие:

| Компании | P/E |
|----------------|------|
| ALLIED TEXTILE | 13,4 |
| BAIRD | 38,2 |
| BRIT MOHAIR | 16,2 |
| CALOWELL | 14,5 |
| DAWSON | 18,2 |
| LAMONT | 24,8 |
| SEET | 55,9 |
| SHANI | 9,4 |

| | |
|----------|------|
| WENSUM | 8,5 |
| YORKLYDE | 10,6 |
| LEEDS | 7,4 |

Для того, чтобы найти цену фабрики, которую мы оцениваем, умножим показателей, фондовой биржи, т.е. показатели медианы мультипликаторов Р/Е , на чистую прибыль фабрики:

Текущая цена = $736,3 * 17,8 = 13106,4$ тысячи суммов. Но, цену, которую мы определим, нацелена на владельцев, которые полностью не контролируются, чтобы иметь сто процентный контроль над ними еще необходимо выплатить дополнительная премия.

Премии за полный контроль над разным отраслям США

Связь
Оптовая торговля
Торговля
Банковская деятельность
Страхование
Текстильная отрасль

Согласно этому, инвестор который полностью покупать фабрику награждается 31%ной премией. На основе этого вычисляется цена фабрики.

Цена неполного владения 13106,4 тысяч суммов
Премия за полного владения 4063 т.суммов.
Цена полного владения 17169,4 т.сум

Значит цена фабрики определенная на основе рыночных методов 17169,4 т. сум.

Практическая часть

Оценка бизнеса методом чистых активов

При анализе текущего баланса АО «Шоффиркон совдо» были выявлены следующие показатели:

1. коэффициент текущего ликвидности на 1 января 1999года

$$\begin{aligned}
 K_a &= \frac{K_a}{K_n} \\
 K_a - \text{краткоср активы} \\
 K_n - \text{краткоср пассивы} \\
 K_n - 4599,3 - 1200 = 4399,3
 \end{aligned}$$

Коэффициент текущей ликвидности на 1 января 1998 года

$$\begin{aligned}
 R_n - 12642,4 - 1200 &= 11442,4 \\
 26802,9 \\
 K_{мл} = \frac{R_n}{K_n} &= 2,3 \\
 4399,3
 \end{aligned}$$

Результаты показывают, что по сравнению с 1997 годом текущая ликвидность предприятия в 1998 году возросла на 1,1 и составила 3,4, что объясняется снижением краткосрочной задолженности в 2,5 раза.

$$\text{ЧСА} = \text{SA} - \text{SO}$$

A - активы
O – обязательства

ИСА на 1 января 1999 года
 ЧСА = 18700 – 4599,3 = 14100,7

ЧСА на 1 января 1998 года
 ЧСА = 26802,9 – 12642,4 = 14160,5

Анализ баланса показывает, что снижение чистой стоимости активов произошло из-за снижения активов баланса в 1998 году

При переоценке баланса выявлено:
 Основные средства из-за повышения цены стоимость О.С увеличилась в 1,5

На 1 января 1998 – 4767,45
 На 1 января 1999 – 5401,35

Займ ассоциированным предприятием в 1997 году со ставкой 20% на 1 год = 118,4
 Дебиторская задолженность на 1997 со ставкой 15% на 1 год – 2033,45.
 Дебиторская задолженность на 1998 год со ставкой 15% на 1 год – 1859,8
 После включения в производственные запасы не выявленных резервов и убытков производственные запасы составили за 1997 год 4500 за 1998 – 5000 тыс сум

При переоценке обязательств выявлено:
 Долгосрочные займы на 3 года со ставкой дисконта 15% получены в 1996 году в 1997 году составляет 1380 тыс. сум
 В 1998 году составляет 1587 тыс. сум
 Краткосрочные займы со сроком до 1 года 20% годовых в 1997 году составляет 1033,44 в 1998 году составили – 824,04
 Краткосрочный кредит со ставкой 20% в 1997 году составил 4800 тыс. сум
 Задолженность поставщикам 10% в 1997 году – 4737,15 в 1998 году – 1012,66
 Откорректированные пассивы (обязательства) за 1997 год 14225,29 за 1998 – 5215,7
 Откорректированные активы за 1997 год 28041,9 за 1998 год – 20445,15

$$\begin{aligned} \text{СЧА} &= 28041,9 - 14225,29 = 13816,61 \\ \text{СЧА} &= 20445,15 - 5215,7 = 15229,45. \end{aligned}$$

Откорректированная стоимость чистых активов за 1998 год составила 15229,45 тыс. сум

Вычисление стоимости Гудвилла .
 Долгосрочные активы 5401,35
 Оборотные активы 15043,8
 Всего обязательств 5215,7
 Всего активы 20445,15
 Собственные средства 15229,45

Всего обязательств и собственных
средств 20445,15

прибыль предприятия 4775,6 тыс. сум
Средний доход собственного капитала по отрасли – 20%
Коэффициент капитализации – 37%

Ожидаемая прибыль $15229,45 \cdot 20\% = 3045,89$
Избыточные прибыли $4775,6 - 3045,89 = 1729,71$

Стоимость избыточных прибылей $1729,71 \setminus 37\% = 4674,9$

Окончательно переоцененный баланс
на 1 января 1999 года.

| | | |
|---|----------|-------------|
| Долгосрочные активы | 5401,35 | в тыс.сумах |
| Оборотные активы | 15043,8 | |
| Нематериальные | 4674,9 | |
| Всего активы | 25120,05 | |
| Обязательства | 5215,7 | |
| Собственных средства | 19904,35 | |
| Всего обязательств и собственных средств | 25120,05 | |

Метод дисконтирования будущих денежных потоков

Для дисконтирования будущего денежного потока АО «Шофиркон савдо» выбран денежный поток для собственного капитала.

| | |
|---|-------------------|
| Чистая прибыль | 3017,4 тыс. сумма |
| Балансовый начисления | 2849,2 тыс. сум |
| Прирост собственного оборотного капитала | 331,4 тыс. сум |

Денежный поток для
собственного капитала 6198,3 тыс. сум

Посредством анализа валовых доходов и валовых расходов установлено, что прирост денежного потока = 10% в год 4 прогнозных года

| | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 6198,3 | 6818,13 | 7499,94 | 8249,93 | 9074,92 |
| 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
| <hr/> | | | | |
| 1998 – 6198,3 тыс. сум | | | | |

1999 – 6818,13 тыс. сум
2000 – 7499,94 тыс. сум
2001 – 8249,93 тыс. сум
2002 – 9074,92 тыс. сум
2003

Ставка дисконта для собственного капитала в данной отрасли равна 20%
Расчет чистой текущей стоимости NPY

Чистая текущая стоимость будущих денежных потоков составляет 22227,6 тыс. сум.

Рыночный метод оценки бизнеса.

Для оценки рыночным методом предприятия АО «Шоффиркон савдо» были выбраны 3 предприятия аналога и рассчитанные оценочные мультипликаторы.

| Мультиликаторы | АО «Шоффиркон савдо» | АО «Гастроном» | АО «Зарина» | АО «Ситора» |
|------------------------------|----------------------------|-------------------|----------------|----------------|
| R\E цена \ прибыль | 4,7 | 3 | 4 | 3,5 |
| R\CF цена \ денежного потока | 2,3 | 2 | 3,2 | 2,5 |
| R\E до уплаты налогов | 3 | 2,5 | 3,5 | 3 |
| R\ балансовая стоимость | 1,3 | 1,5 | 1 | 1,5 |

Цена - стоимость собственного капитала.

На основе анализа путём сравнения выбраны средние оценочные мультипликаторы, которые будут служить в качестве основе корректировки стоимости бизнеса.

R\|E=4 R\|CF=2,5 R\|E до уплаты налогов – 3. R\| балансовая стоимость – 1,3

Методами оценки чистых активов и дисконтирования, будущих денежных потоков получены следующие результаты.

Стоимость собственного капитала – 1410,7 тыс. сум.

Откорректированная СЧА – 15229,45 тыс. сум

Стоимость будущих денежных потоков – 22227,.6 тыс. сум.

Рыночная стоимость:

Собственного капитала – 14101,7 · 4 = 56406,8 тыс. сум.

$$\text{СЧА} - 15229,45 \cdot 1,3 = 19798,3$$

Стоимость будущих денежных потоков $22227,6 \cdot 2,5 = 55694$ тыс. сум.

Контрольные тесты

Какая функция сложного процента применяется для определения величины взноса в погашение самоамортизирующегося кредита?

- 1) периодический взнос на погашение кредита
- 2) будущая стоимость единицы
- 3) текущая стоимость единицы
- 4) текущая стоимость аннуитета
- 5) будущая стоимость аннуитета

Укажите единственно верное утверждение о дисконтировании.-

- 1) позволяет рассчитать настоящую(приведенную) стоимость при заданном периоде, процентной ставке и конкретной сумме
- 2) сумма, возникающая в определенной хронологической последовательности
- 3) вероятность получения в будущем дохода
- 4) доход, получаемый ежегодно при вложении капитала
- 5) нет правильного ответа

Какой риск относится к внутренним рискам?

- 1) административный
- 2) политический
- 3) нет верного ответа
- 4) инфляционный
- 5) ценовой

При росте цен в условиях инфляции применяется следующий метод учета запасов

- 1) по себестоимости последних по времени закупок
- 2) по средней себестоимости
- 3) по себестоимости первых по времени закупок
- 4) по полной себестоимости
- 5) по себестоимости

Что такое обычный денежный поток?

- 1) денежный поток, в котором все суммы различаются по величине
- 2) денежные суммы, возникающие в определенной хронологической последовательности
- 3) денежный поток, в котором все суммы равновеликие
- 4) денежный поток, возникающий в начале периода
- 5) нет правильного ответа

Риск связанный с конкретной приносящей доход собственности который может быть связан с экономическими и институциональными условиями на рынке:

- 1) Систематический риск (systematic risk)
- 2) Несистематический риск (unsystematic risk)
- 3) Статичный риск (static risk)
- 4) Динамичный риск (dynamic risk)
- 5) Нединамичный риск (undynamic risk)

ТЕМА 9.ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ РАЗЛИЧНЫХ ВИДОВ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

П Л А Н :

1. Особенности оценки стоимости нематериальных активов.
2. Методы оценки стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности.
3. Методы оценки машин и оборудования.

1. Особенности оценки стоимости нематериальных активов

В настоящее время в имуществе предприятий неуклонно возрастает роль нематериальных (неосыаемых) активов. Это обусловлено волной поглощения одних предприятий другими, быстротой и масштабами технологических изменений, распространением информационных технологий, усложнением и интеграцией финансового рынка России. Вопросы методики и организации учета данного вида имущества активно обсуждаются во всем мире. Можно смело сказать, что нематериальные активы – один из самых проблемных в настоящее время вопросов российской методологии бухгалтерского учета.

Практическое использование нематериальных активов в экономическом обороте предприятий есть по сути процесс коммерциализации инновационной сферы, который условно можно свести к следующим стадиям.

Первая стадия - это грамотная классификация объектов интеллектуальной собственности, на базе которой должна формироваться предварительная оценка их рыночной стоимости. Однако в настоящее время предприятия либо ее не выполняют, либо делают это по-дилетантски. Поэтому необходима профессиональная разработка базовых методологических и методических рекомендаций.

Вторая стадия - это включение стоимости объектов нематериальных активов в состав имущества предприятий по бухгалтерскому счету 04 «Нематериальные активы». В соответствии с законодательством РФ эти средства подлежат амортизации: ежемесячно относятся на себестоимость продукции (работ, услуг) по нормам, которые рассчитывает предприятие (фирма) исходя из первоначальной стоимости и срока их полезного использования, но не более срока деятельности самого предприятия (фирмы), затем реализуются и оседают на расчетном счете предприятия. В дальнейшем они используются исключительно на развитие данного производства, на вознаграждение авторам разработок (а также лицам, которые содействовали созданию или использованию этих разработок), и потому не должны облагаться налогами.

Третья стадия - коммерциализации нематериальных активов заключается:

- в активном выходе предприятий на рынок научно-технической продукции;
- в умении найти своего покупателя, овладевать искусством предпринимателя, т.е. самому искать заказчика (потребителя) для своей идеи или разработки;
- в умении рекламировать их;
- в умении писать в журналы, пробиваться на телевидение и т.д.

Хозяйствующему субъекту любой фирмы собственности необходимо уметь грамотно анализировать ситуацию на рынке продукции (услуг), вести учет тенденций спроса на свои разработки или продукцию (услуги), закреплять за собой рыночную «нишу» и быть серьезно подготовленным в области предпринимательской деятельности, маркетинга,

знати правовые, юридические основы отношений с партнерами.

Тактика игнорирования подобных действий неизбежно обернется для предприятий в будущем полной потерей конкурентной способности их продукции на внешних и внутренних рынках.

Практическое же использование нематериальных активов в экономическом обороте предприятий, превращение их в конкретный механизм для коммерческой оценки результатов интеллектуального труда, интеллектуальной собственности дает возможность современному предприятию (фирме):

- изменить структуру своего производственного капитала за счет увеличения доли нематериальных активов в стоимости новой

продукции и услуг, увеличив их научность, что сыграет определенное значение для повышения конкурентной способности продукции и услуг.;

- экономически эффективно и рационально использовать незадействованные и лежащие «мертвым грузом» нематериальные активы, которыми все еще располагают многие предприятия, фирмы, НИИ, КБ, научно-исследовательские лаборатории и т.д.

В целом проблема коммерческой оценки нематериальных активов явно назрела; нужна классификация нематериальных активов, определение сущностных характеристик их видов, принципы постановки на бухгалтерский учет, методы оценки и переоценки стоимости, анализ хозяйственной эффективности нематериальных активов, их правовая защищенность, порядок проведения экспертизы и т.д. Все это превращает проблему нематериальных активов в одну из наиболее актуальных экономических и правовых проблем на данном этапе движения российской экономики в целом, сферы НИОКР и научного производства, в частности, к цивилизованным рыночным отношениям.

Активы – в самом общем смысле – имущество и ресурсы компании, то есть то, чем компания владеет и от чего может получить экономическую выгоду в будущем.

К нематериальным активам относят имущество, которое одновременно отвечает следующим условиям:

- а) не имеет материально-вещественной (физической) структуры;
- б) может быть идентифицировано (выделено, отделено) от другого имущества;
- в) предназначено для использования в производстве продукции, при выполнении работ или оказании услуг либо для управленческих нужд организации;
- г) используется в течение длительного времени (свыше 12 месяцев или в течение обычного цикла, если он превышает 12 месяцев);
- д) не предполагается последующая перепродажа данного имущества;
- е) способно приносить организации экономическую выгоду;
- ж) имеются надлежаще оформленные документы, подтверждающие существование самого актива и исключительные права организации на результаты интеллектуальной деятельности (патенты, свидетельства, другие охранные документы и т. п.).

В соответствии с перечисленными условиями к НМА относят следующие объекты интеллектуальной собственности:

- исключительное право патентообладателя на изобретение, промышленный образец, полезную модель;
- исключительное авторское право на программы для ЭВМ, базы данных;
- имущественное право автора или иного правообладателя на топологии интегральных микросхем;
- исключительное право владельца на товарный знак и знак обслуживания, наименование места происхождения товаров;
- исключительное право патентообладателя на селекционные достижения.

В составе НМА учитываются также деловая репутация организации и организационные расходы.

В состав НМА не включают программы для ЭВМ, на которые компания не имеет исключительных прав. А такими правами компании располагают крайне редко, поскольку

в большинстве случаев авторские права на использующиеся программы (например, бухгалтерские) принадлежат сторонним разработчикам. Следовательно, ни о каких исключительных правах на программные продукты и речи быть не может, т. к. организации приобретают лишь право пользования ими.

В состав НМА также не включаются интеллектуальные и деловые качества персонала организации, их квалификация и способности, поскольку они неотделимы от своих носителей и не могут быть использованы без них. Кроме того, дать точную стоимостную оценку указанным качествам не представляется возможным.

При классификации НМА можно выделить следующие виды:

- объекты интеллектуальной собственности;
- отложенные затраты;
- деловая репутация организации.

Объекты интеллектуальной собственности можно разделить на два вида: регулируемые патентным правом и регулируемые авторским правом.

Отложенные затраты – это организационные расходы. Организационные расходы состоят из затрат по оплате услуг консультантов, рекламы, по подготовке документации, регистрационных сборов и других расходов организации в период ее создания до момента регистрации.

Деловая репутация организации – это разница между покупной ценой организации (как приобретенного имущественного комплекса в целом) и балансовой стоимостью ее имущества. При приобретении объектов приватизации на аукционе или по конкурсу деловая репутация организации определяется как разница между покупной ценой, уплачиваемой покупателем, и оценочной (начальной) стоимостью проданной организации. Объектом НМА является положительная деловая репутация, которая рассматривается как надбавка к цене, уплачиваемая покупателем в ожидании будущих экономических выгод. Отрицательная деловая репутация рассматривается как скидка с цены, предоставляемая покупателю, и учитывается как доходы будущих периодов.

Первоначальная стоимость НМА – это сумма фактических затрат на его приобретение или создание. Она зависит от того, как нематериальный актив был получен: за деньги, в качестве вклада в уставной капитал или же безвозмездно. Но нельзя исключать и вариант, при котором НМА создается силами самой фирмы.

Определение первоначальной стоимости НМА при их покупке.

По правилам бухгалтерского учета в первоначальную стоимость НМА в обязательном порядке включаются все расходы организации на его покупку, а именно:

- суммы, уплаченные за НМА (без НДС, если он принимается к вычету);
- невозмещаемые налоги, уплаченные в связи с приобретением нематериального актива;
- расходы на доработку НМА (до того момента, когда НМА оказывается пригодным к использованию);
- затраты по регистрации прав на НМА (например, в Российском агентстве по правовой охране программ для ЭВМ);
- стоимость информационных, консультационных и посреднических услуг, связанных с покупкой НМА;
- услуги нотариуса по регистрации договора, на основании которого фирма получает право собственности на НМА;
- другие затраты, непосредственно связанные с приобретением НМА.

Определение первоначальной стоимости НМА в других случаях.

НМА, внесенные в уставный капитал в качестве вклада, отражают по стоимости, согласованной между акционерами. Оценка и отражение в балансе НМА, полученных безвозмездно, производятся исходя из рыночной цены. А в стоимость НМА, созданного силами самой фирмы, включаются все расходы по его изготовлению и регистрации.

Определение срока использования НМА.

Срок использования НМА зависит от срока действия патента, свидетельства и т. п. Если определить срок использования НМА представляется затруднительным, то в дело вступает ПБУ 14/01, согласно которому срок ограничивается 20 годами, но при этом не может превышать срока деятельности организации.

Проблема коммерческого использования результатов деятельности объектов нематериальных активов в современной практике — комплексная, многогранная проблема, включающая в себя правовые, технологические, экономические, производственные, социальные и психологические вопросы. Проблема как теоретическая, так и прикладная: нематериальные активы могут и должны продаваться, а значит должны иметь стоимостную оценку. Иными словами, наиболее существенные разногласия вызывает следующий вопрос: являются ли нематериальные (неосозаемые) средства активами и могут ли они вообще включаться в баланс предприятия. Следует отметить, что единого мнения ученых-экономистов в настоящее время нет.

Доводы в пользу того, что неосозаемые средства являются активами заключаются в том, что эти средства представляют собой будущие экономические выгоды, за которые была выплачена компенсация. Однако противники включения этих средств в бухгалтерскую отчетность в качестве активов мотивируют свою позицию тем, что будущие экономические выгоды, связанные с нематериальными активами, за исключением отдельных случаев, невозможно определить с достаточной степенью достоверности, и, кроме того, эти объекты не отвечают, как правило, критерию отчуждаемости (например, деловая репутация фирмы не может быть реализована отдельно от фирмы, торговые знаки неотделимы от деловой репутации фирмы).

Однако следует отметить, что это не совсем так. Некоторые нематериальные активы вполне отчуждаемы. Это относится к товарным маркам особенно приобретаемым (хотя возникают проблемы по их оценке) и другим аналогичным активам: расходам на НИОКР в тех случаях, когда эти исследования должны привести к созданию таких активов как товарные марки, торговые знаки, патенты и другие активы, которые являются отделимыми от компании в целом; расходам на программное обеспечение в тех случаях, когда выявлены его техническая осуществимость и коммерческая эффективность, и когда оно разработано самой компанией. Поэтому, признавая нематериальные активы — активами, возникает нелегкая задача — дать по возможности наиболее обобщающие рекомендации по стоимостной оценке нематериальных активов, которые сами по себе весьма значительно отличаются друг от друга. Конечно можно выделить наиболее общие факторы, общие критерии эффективности и некоторые другие наиболее характерные моменты. В таком плане и разрабатывались раньше отдельные методики по отраслям, которые использовались в практике той или иной отрасли.

Разумеется, нельзя признавать сколь-нибудь серьезной методикой ту, где выделены, обозначены и перемножены друг на друга коэффициенты, хотя бы и отражающие реальные факторы. Простое произведение условных значений разнохарактерных факторов дает в результате весьма недостоверную стоимость нематериальных активов, которую обязательно нужно будет «подгонять» под удобный результат. Нельзя всерьез принимать и методики, где расчеты ведутся по очень сложным математическим формулам, включающим логарифмы, интегралы и дифференциалы. Среди действующих самодеятельных оценщиков сегодня используются многочисленные ложные варианты методики оценки стоимости нематериальных активов и других не всегда корректных методик.

Отметим наиболее характерные случаи, когда возникает потребность в оценке нематериальных активов предприятия, а также всего имущества предприятия:

- Купля-продажа акций предприятия на рынке ценных бумаг. Покупка предприятия, находящегося в акционерной собственности, есть покупка всех акций, эмитированных данным предприятием. Чтобы держать предприятие под контролем, можно не скупать все его акции, а купить только контрольный пакет

акций. Но независимо от того, покупается ли контрольный или неконтрольный (миноритарный) пакет акций, инвестор тогда уверен в своем решении, когда знает стоимость предприятия и долю этой стоимости, приходящуюся на контрольный пакет акций.

- Купля-продажа доли (вклада) в уставном капитале товарищества или общества с ограниченной ответственностью. В отличие от предыдущего случая доля оценивается не числом акций, а в денежных единицах.
- Продажа предприятия целиком на аукционе или по конкурсу, осуществляемая при процедуре банкротства или при приватизации государственного предприятия.
- Передача всего предприятия в аренду. Оценка стоимости важна для назначения арендной платы и осуществления последующего выкупа арендатором (если это предусмотрено договором аренды).
- Реорганизация (слияние, разделение, поглощение и т.п.) и ликвидация предприятия, проводимые как по решению собственников предприятия, так и при решении арбитражного суда при банкротстве предприятия.
- Осуществление инвестиционного проекта развития предприятия, когда для его обоснования необходимо знать исходную стоимость имущества. В частности, такая проблема возникает перед инвестором при проведении санации несостоятельного предприятия.
- Получение кредита под залог всего имущества предприятия (ипотека).

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

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

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

Особое внимание следует обратить на способ оценки поступающих безвозмездно на баланс нематериальных активов.

В настоящее время оценка имущества, полученного безвозмездно, осуществляется по рыночной стоимости на дату оприходования. Оценка нематериальных активов по рыночной стоимости в настоящее время затруднена, хотя в России и складывается институт оценки интеллектуальной собственности.

Суммы средств, полученные безвозмездно от других предприятий, включаются в состав внереализационных доходов, то есть подлежат обложению налогом на прибыль. Что приводит к тому, что ряд бухгалтеров отражает безвозмездно получаемое имущество не по кредиту счетов 87 или 88, как предписывается, а по кредиту счета 80 «Прибыли и убытки», так как именно на кредите счета 80 учитываются внереализационные доходы согласно нормативным актам Минфина РФ по бухгалтерскому учету. Действительно, формально проблема правильности отражения в учете этих сделок существует. Однако острота противоречия значительно спала с отчетного периода за 1995 год, который

считается годом начала разделения бухгалтерского учета и учета для целей налогообложения. В настоящее время довольно остро стоит проблема терминологии, используемой в налоговом законодательстве и заимствовании отдельных понятий из других видов законодательства и отраслей права. Получаемое безвозмездно имущество не должно учитываться на кредите счета 80 «Прибыли и убытки», а подлежит отражению на счетах 87 или 88 по принадлежности. Для целей налогообложения прибыль увеличивается на стоимость безвозмездно полученных средств расчетно без отражения на счетах бухгалтерского учета.

В настоящее время позиция по безвозмездному полученному организацией от других предприятий имуществу для увеличения финансового результата для целей налогообложения прямо оговорена - при безвозмездной передаче товаров (работ, услуг) плательщиком НДС является сторона, их передающая. При этом сумма НДС, уплаченная передающей стороной, в бухгалтерском учете принимающей стороны не отражается и в зачет не принимается.

2.Методы оценки стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности

Оценка стоимости объектов интеллектуальной собственности производится с помощью методов, опирающихся на доходный или затратный подход. Применение сравнительного подхода здесь весьма затруднено, так как эти объекты являются оригинальными и зачастую не имеют аналогов. Рассмотрим эти три подхода.

Доходный подход.

На доходный подход опираются два наиболее распространенных метода: метод дисконтированных доходов и метод прямой капитализации. Это наиболее универсальные методы, применимые к любым видам имущественных комплексов. Метод дисконтированных доходов предполагает преобразование по определенным правилам будущих доходов, ожидаемых инвестором, в текущую стоимость оцениваемых нематериальных активов.

Будущие доходы включают:

- периодический денежный поток доходов от эксплуатации нематериальных активов на протяжении срока владения; это чистый доход инвестора, получаемый им от владения собственностью (за вычетом подоходного налога) в виде дивидендов, арендной платы и т.п.;
- денежные поступления от продажи нематериальных активов в конце срока владения, то есть будущая выручка от перепродажи нематериальных активов (за вычетом издержек по оформлению сделки).

Чтобы понять сущность метода дисконтированных доходов, коснемся таких понятий, как сложный процент, накопление, дисконтирование и аннуитет.

Вложенный капитал как бы самовозрастает по правилу сложных процентов. При этом можно указать некоторую норму (ставку) дохода, которая указывает на прирост единицы капитала по истечении определенного периода (года, квартала, месяца). В методе дисконтированных доходов норму дохода называют ставкой дисконта.

Метод прямой капитализации достаточно прост и в этом его главное и единственное достоинство. Однако он статичен, будучи привязанным к данным одного наиболее характерного года, и поэтому требуется особое внимание к правильному выбору показателей чистого дохода и коэффициентов капитализации. Расчет текущей стоимости нематериальных активов данным методом выполняется в три последовательных этапа.

- Расчет ежегодного чистого дохода.
- Выбор коэффициента капитализации. Коэффициент капитализации должен быть увязан с ранее выбранным показателем капитализируемого дохода.

- Расчет текущей стоимости нематериальных активов.

Сравнительный подход.

Сравнительный подход используется при оценке рыночной стоимости нематериальных активов исходя из данных о недавно совершенных сделках с аналогичными нематериальными активами. Метод базируется на принципе замещения, согласно которому рациональный инвестор не заплатит за данный объект больше, чем стоимость доступного к покупке аналогичного объекта, обладающего такой же полезностью, что и данный объект. Поэтому цены продажи аналогичных объектов служат исходной информацией для расчета стоимости данного объекта.

Расчеты методами, использующими сравнительный подход осуществляются по следующим этапам.

Этап 1.

Изучение соответствующего рынка и сбор информации о недавних сделках с аналогичными объектами на данном рынке. Точность расчетов в значительной мере зависит от количества и качества собранной информации. Когда информации достаточно, необходимо убедиться, что проданные объекты действительно сопоставимы с оцениваемыми нематериальными активами по своим функциям и параметрам.

Этап 2

Проверка информации. Необходимо убедиться, прежде всего в том, что цены не искажены какими-либо чрезвычайными обстоятельствами, сопутствовавшими состоявшимся сделкам. Проверяется также достоверность информации о дате сделки, физических и других характеристиках аналогичных объектов.

Этап 3.

Сравнение оцениваемого объекта с каждым из аналогичных объектов и выявление отличия по дате продажи, потребительским характеристикам, местоположению, исполнению, наличию дополнительных элементов и т.д. Все различия должны быть зафиксированы и учтены.

Этап 4.

Расчет стоимости данных нематериальных активов путем корректировки цен на аналогичные нематериальные активы. В той мере, в какой оцениваемый объект отличается от аналогичного, в цену последнего вносят поправки с тем, чтобы определить, по какой цене мог быть продан объект, если бы обладал теми же характеристиками, что и оцениваемый объект.

При анализе цен аналогичных объектов могут применяться следующие расчетные процедуры:

- 1) определение стоимости дополнительных элементов путем парных сравнений;
- 2) определение корректирующих коэффициентов, учитывающих различия между объектами по отдельным параметрам;
- 3) расчет стоимости по удельным стоимостным показателям, единым для определения группы аналогичных объектов;
- 4) расчет стоимости с помощью мультипликатора дохода;
- 5) расчет стоимости с помощью корреляционных моделей.

Определение стоимости дополнительных элементов осуществляется путем сравнения цен у двух групп объектов: имеющих и не имеющих эти элементы. Например, таким образом можно определить стоимость вспомогательных устройств к станкам, вспомогательных сооружений к зданиям и т.п.

Определение корректирующих коэффициентов используется тогда, когда сравниваемые нематериальные активы различаются по отдельным техническим и размерным параметрам. Качество и уровень функционирования, комфортности, удобства обслуживания – все эти характеристики можно учесть в стоимости введения

соответствующих повышающих или понижающих коэффициентов.

Расчет стоимости по удельным показателям – способ, применяемый в тех случаях, когда сравниваемые объекты функционально однородны, но существенно различаются по размеру и мощности. При этом выводятся удельные цены на выбранную единицу. Например, для расчета стоимости земельного участка определяют предварительно рыночную стоимость 1 м², для расчета стоимости здания – цену 1 м³ постройки, для расчета стоимости оборудования – цену 1 кг массы конструкций и т.д.

Способ расчета стоимости с помощью мультипликатора дохода, представляющего собой отношения цены аналогичного объекта к ежегодному доходу его владельца; применим к тем нематериальным активам, функционирование которых приносит доход. Если оценивают нематериальные активы предприятия в целом, то применяют мультипликатор Р/Е (цена к доходу на акцию), если оценивают нематериальные активы, включающие только недвижимость предприятия, то расчет ведут с помощью мультипликатора валового рентного дохода GRM, который представляет собой отношение цены аналогичного объекта к валовой ренте его владельца. Порядок расчета такой. Для каждого аналогичного объекта рассчитывают мультипликатор дохода, затем выводят усредненное значение мультипликатора для всей группы объектов. Стоимость данного объекта получают умножением усредненного мультипликатора на прогнозируемую величину дохода от данного объекта.

Расчет стоимости нематериальных активов с помощью корреляционной модели возможен в том случае, когда имеется достаточно большое количество аналогичных объектов и можно путем статистической обработки информации построить корреляционную модель, описывающую зависимость вероятной цены объекта от его основных параметров.

Затратный подход.

На основе затратного подхода определяют стоимость воспроизводства. Хотя при затратном подходе оцененная стоимость может значительно отличаться от рыночной стоимости, так как между затратами и полезностью нет прямой связи, тем не менее встречается немало случаев, когда оправдан именно затратный подход (например: - для исчисления налога на имущество, - для целей страхования отдельных составляющих имущества, - при судебном разделе имущества между собственниками, - при распродаже имущества на открытых торгах, - для бухгалтерского учета основных фондов; - при переоценке основных фондов.)

В условиях России, где фондовый рынок только формируется, и рыночная информация почти отсутствует, затратный подход часто оказывается единственным возможным.

Главный признак затратного подхода — это поэлементная оценка, то есть оцениваемые нематериальные активы расчленяются на составные части, делается оценка каждой части, а затем стоимость всех нематериальных активов получают суммированием стоимостей его частей. При этом исходят из того, что у инвестора в принципе есть возможность не только купить данные нематериальные активы, но и создать их из отдельно покупаемых элементов.

В зависимости от характера оцениваемых нематериальных активов применяют различные методы затратного подхода. Поэтому здесь речь идет об общей последовательности расчетов по данному подходу, выполняемых в несколько этапов.

Этап 1.

Анализ структуры нематериальных активов и выделение их составных частей (компонентов), оценка стоимости которых будет производиться дифференцированно различными методами. Если нужно оценить предприятие в целом, а не только его нематериальные активы, то в нем выделяют такие компоненты как: основные фонды (земля, здания, сооружения, машины и оборудование), оборотные материальные средства, денежные средства.

Этап 2

Выбор наиболее походящего метода оценки стоимости для каждого компонента нематериальных активов и выполнение расчетов. Для определения стоимости земельного участка применяют специальные методы, известные из теории оценки недвижимости, или расчеты ведут по ценам за 1 м², применяемым при исчислении земельного налога.

Этап 3.

Оценка реальной степени износа компонентов нематериальных активов. Термин «износ» в теории оценки понимается как утрата полезности объекта, а следовательно и его стоимости по различным причинам, то есть не только вследствие фактора времени. Этот термин в ином смысле употребляется в бухгалтерском учете, где под износом или амортизацией понимается механизм переноса издержек на себестоимость продукции на протяжении нормативного срока службы объекта.

В практике оценки различают два вида износа: физический износ и моральный износ. Физический износ означает потерю физических возможностей объекта в процессе его эксплуатации.

Реальный физический износ оценивается следующими методами:

- по эффективному возрасту;
- по индексам снижения потребительских свойств;
- по снижению чистого дохода (прибыли) в процессе эксплуатации.

Моральный износ характеризует потерю конкурентоспособности и соответственно стоимости, в связи с появлением на рынке новых более совершенных аналогов. Моральный износ принято подразделять на:

- технологический,
- функциональный,
- внешний.

Технологический износ является следствием влияния на стоимость достижений научно-технического прогресса в области конструкции, технологии, материалов.

Функциональный износ есть следствие уменьшения функциональных возможностей оцениваемого объекта в сравнении с новым аналогом.

Внешний износ проявляется в том, что объект в какой-то момент перестает отвечать новым требованиям и ограничениям, например, по экологическим причинам, безопасности и т.д.

Основным методом определения морального износа является метод сравнения с новым, более совершенным объектом.

Этап 4.

Расчет остаточной стоимости компонентов нематериальных активов и суммарная оценка остаточной стоимости всех нематериальных активов. Остаточная стоимость на дату оценки получается вычитанием из стоимости размера накопленного износа.

Применительно к таким объектам, как ноу-хау и изобретения, аннуитетом служат платежи роялти, то есть ежегодно выплачиваемые предприятием-лицензиатом суммы обладателю ноу-хау или патента (лицензиару), согласно заключенному между ними договору.

Фактически роялти — вознаграждение продавцу, определенное по фиксированной ставке, проценту от дохода, прибыли или стоимости в зависимости от договоренности субъектов сделки. Обычно роялти берется в размере от пяти до двадцати процентов дополнительной прибыли, полученной предприятием, купившим и использовавшим нематериальные активы. Но это справедливо лишь для крупномасштабных производств и для случаев, когда помимо данных нематериальных активов в технологии производства нового или обновленного продукта задействованы также несколько других. Когда же нематериальные активы в рассматриваемой технологии являются единственным и

главным элементом новизны, оригинальности или экономичности выпускаемой продукции, то эти проценты существенно занижают фактическую стоимость нематериальных активов.

Роялти, выполняя функцию определителя не стоимости нематериальных активов, а размера вознаграждения, как фиксированный процент от прибыли распространяется на весь жизненный цикл данных нематериальных активов.

Роялти как элемент расчета размера вознаграждения имеет глубокий экономический смысл, стимулируя владельца нематериальных активов поддерживать его реализацию в производстве, постоянно его адаптировать к изменяющимся условиям производства и рыночной конъюнктуры. Ставка роялти такова, что выплаты по ней обычно не являются для производителя ощутимой потерей, а владельцу нематериальных активов периодически начисляется относительно высокая сумма. Поэтому ставки роялти определены, с точки зрения автора, как стихийно сложившийся и принятый в международной практике компромисс между интересами производителя и изобретателя, владельца и покупателя. Причем этот компромисс исторически сложился во времена полного диктата производителя и относительной слабости правовых и рыночных позиций изобретателей и владельцев нематериальных активов. В прежнее время организация внедрения нововведений представляла большую проблему. И если на данном производстве владельцу патента отказывали во внедрении, то шансов внедрить нематериальные активы в другом месте, как правило, было крайне мало.

Сейчас положение в мире существенно меняется в пользу владельцев нематериальных активов:

- различные компании и фирмы организуют системы поиска, генерации и фильтрации полезных идей;
- создается множество венчурных фирм;
- нематериальные активы закладываются в многочисленные инвестиционные проекты;
- информационные системы и издания рекламируют новые высокоэффективные идеи.

Дальновидные бизнесмены продают ценные патенты лишь при острой необходимости и в последнюю очередь. Хорошие идеи стали «сытно» кормить своих владельцев, превратились в дорогой товар.

Методология оценки нематериальных активов с использованием роялти предполагает знание всего жизненного цикла объекта, реально предсказать который бывает почти невозможно. Тем более не удается обычно достоверно рассчитать массу прибыли по всем жизненному циклу нематериальных активов ввиду того, что, как правило, не удается обосновать ожидаемое моральное старение нематериальных активов.

Поэтому использование роялти для расчетов стоимости нематериальных активов представляется неэффективным.

Более правильным представляется расчет стоимости нематериальных активов с использованием массы прибыли за некий обозримый период (лишь несколько лет). Но прибыль, полученную от реализации данных нематериальных активов, было бы разумнее делить поровну между продавцом и покупателем нематериальных активов в течение определенного срока, владельцем нематериальных активов и производителем продукции, его содержащей.

Проблема определения платежей за использование ноу-хау, изобретения или другого объекта интеллектуальной собственности заключается в том, что для их внедрения в производство требуются инвестиции. Чистый доход от использования ноу-хау или изобретения является частью чистого дохода от реализации определенного инвестиционного проекта. Поэтому сначала разрабатывается инвестиционный проект, составляется бизнес-план, в котором рассчитывают ожидаемый ежегодный чистый доход. Затем выделяют ту часть чистого дохода, которую можно отнести к используемому объекту интеллектуальной собственности. Применяемый при этом долевой коэффициент

рассчитывается с учетом фактора получения экономии. Так, применение ноу-хау или изобретения дает прирост чистого дохода предприятия за счет таких факторов, как снижение себестоимости продукции, увеличения объема продаж, увеличения цены за продукцию за счет роста качества. Нужно также иметь ввиду, что применение некоторых ноу-хау позволяет снизить величину налога на прибыль. Далее надо решить, какая часть рассчитанного дохода пойдет в оплату обладателю (автору) ноу-хау или изобретения. Вот эта величина и будет использована в формуле (+) как чистый доход Е.

Задача упрощается, если инвестиции не требуются. Например, что при оценке стоимости товарного знака, приобретаемого предприятием у другой авторитетной фирмы, достаточно рассчитать прирост чистого дохода предприятия вследствие увеличения цены и расширения рынка сбыта, но при этом нужно вычесть дополнительные расходы на удовлетворение требований обладателя товарного знака. Кстати, стоимость товарного знака может измеряться значительной суммой.

Стоимость деловой репутации предприятия или гудвилла определяется методом избыточной рентабельности, который можно рассматривать как частный случай метода капитализации. Оценку гудвилла выполняют как составную процедуру оценки стоимости предприятия в целом. Исходят из того положения, что гудвилл – это те нематериальные активы, благодаря которым рентабельность собственного капитала предприятия превышает среднеотраслевую рентабельность.

Расчеты выполняют в такой последовательности:

1. Анализируют данные о результатах деятельности предприятий отрасли, к которой относится данное предприятие, и вычисляют среднее по отрасли значение показателя рентабельности собственного капитала (отношение чистой прибыли к собственному капиталу предприятия).
2. Определяют чистую прибыль предприятия при среднеотраслевом уровне рентабельности, для чего среднеотраслевой показатель рентабельности умножают на собственные средства предприятия.
3. Определяют избыточную прибыль; при этом из фактической чистой прибыли вычитается чистая прибыль при среднеотраслевой рентабельности.
4. Методом капитализации, то есть делением избыточной прибыли на коэффициент капитализации определяют стоимость гудвилла.

Имеется целый ряд нематериальных активов, стоимость которых может быть оценена только на основе затратного подхода. Методом расчета сметных затрат определяется и учитывается стоимость таких нематериальных активов, как целевые организационные расходы, стоимость результатов НИОКР, стоимость промышленных образцов, стоимость лицензий на право заниматься определенными видами деятельности и т.д. Стоимость определяется как итог затрат по схеме расходов плюс прибыль.

3. Методы оценки машин и оборудования.

При определении стоимости объекта используются три основных подхода: затратный, рыночный и доходный.

Затратный подход

Затратный подход основан на определении стоимости производства и реализации точной копии или равноценной замены объекта как нового в текущих ценах и определении потери стоимости в связи с физическим, функциональным и экономическим износом.

Затратный метод применяется при оценке:

- машин и оборудования специального назначения;
- объектов, изготовленных по индивидуальным заказам.
- объектов, не имеющих аналогов на рынке.

Затратный подход реализуется в следующих методиках:

Расчет по цене однородного объекта

Индексный метод оценки

Метод поэлементного расчета.

Расчет по укрупненным нормативам

Расчет по цене однородного объекта.

В основе данного метода лежит предположение о том, что себестоимость изготовления однородного объекта близка к себестоимости оцениваемого объекта, если они похожи по конструкции, используемым материалам и технологии изготовления.

Если однородный объект пользуется спросом на рынке и цена на него известна, то можно предположить, что полная себестоимость изготовления однородного объекта ($c_{\text{п.од}}$) будет равна:

$$c_{n,\text{од}} = \frac{(1 - H_{dc})(1 - H_{np} - K_p)\Pi_{\text{од}}}{1 - H_{np}}, \quad (10.1)$$

где $\Pi_{\text{од}}$ - цена однородного объекта;

H_{dc} , H_{np} – ставка налогов на добавленную стоимость и прибыль соответственно;

K_p – показатель рентабельности продукции, т.е. доля чистой прибыли и торговой наценки по отношению к цене.

При определении K_p можно пользоваться следующими рекомендациями:

$K_p = 0.25 - 0.35$ – для продукции, пользующейся повышенным спросом,

$K_p = 0.1 - 0.25$ – для продукции, имеющей средний спрос,

$K_p = 0.05 - 0.1$ – для продукции с малым спросом.

Полная себестоимость оцениваемого объекта (C_n) с учетом различия в массе конструкции определяется по следующей формуле:

$$c_n = c_{n,\text{од}} \frac{G}{G_{\text{од}}}, \quad (10.2)$$

где G и $G_{\text{од}}$ – масса конструкции оцениваемого и однородного объектов соответственно.

Далее рассчитывают восстановительную стоимость оцениваемого объекта (S_b) по формуле:

$$S_b = \frac{(1 - H_{np})c_n}{1 - H_{np} - K_p}, \quad (10.3)$$

Индексный метод оценки.

Данный метод позволяет приводить базовую стоимость объекта к современному уровню цен с помощью корректирующих индексов по следующей формуле:

$C = C_0 * I$, где

C – искомая стоимость объекта;

C_0 – базовая стоимость объекта;

I – индекс изменения цен по соответствующей группе машин и оборудования за период между датой оценки и исходным моментом.

В качестве базовой стоимости объекта может использоваться восстановительная стоимость. В качестве индексов изменения цен могут использоваться коэффициенты Агентства по статистике РК, а также индексы общей и промышленной инфляции, валютные курсы.

Метод поэлементного расчета.

Этот метод применим в тех случаях, когда оцениваемый объект может быть собран

из нескольких составных частей.

Последовательность работ при данном методе следующая:

Анализируется структура объекта и составляется перечень его основных частей (устройств, блоков, агрегатов), которые могут быть приобретены отдельно.

Собирается информация о ценах по каждой части объекта. Если цена относится к разным моментам времени, то их индексируют.

Рассчитывается себестоимость объекта (C) по формуле:

$$c_n = (1 + \kappa_{соб}) * a_j * \Pi_j, \quad (10.4)$$

где a_j – количество комплектующих частей типа j

Π_j – рыночная стоимость одной части типа j

$\kappa_{соб}$ – коэффициент, учитывающий собственные затраты изготовителя.

Определяют восстановительную стоимость S_B

$$S_B = \frac{(1 - H_{np}) c_n}{1 - H_{np} - K_p}, \quad (10.5)$$

где H_{np} – ставка налога на прибыль,

K_p – показатель рентабельности продукции (см. метод расчета по цене однородного объекта).

Расчет по укрупненным нормативам

Данный метод предполагает использование нормативов затрат, заранее рассчитанных для нескольких объектов, похожих на оцениваемый по технологии изготовления, используемым материалам и организации производства. Нормативы затрат – это удельные показатели, определяющие расход какого-либо ресурса на единицу влияющего фактора.

Определение износа машин и оборудования.

Износ машин и оборудования означает потерю стоимости объекта в процессе его эксплуатации или длительного хранения, научно-технического процесса и экономической ситуации в целом. Поэтому при оценке машин и оборудования затратным методом учитываются физический износ, функциональное и экономическое устаревание.

Физический износ.

Для определения величины физического износа используются следующие методы:

метод эффективного возврата,

метод экспертизы состояния,

метод поэлементного расчета,

прямой метод.

Метод эффективного возраста.

Оценщик экспертным методом, учитывая фактическое состояние

машины, исходя из ее внешнего вида, условий эксплуатации и других факторов определяет остающийся срок службы ($T_{ост}$). Определив из технической документации эффективный возраст из выражения:

$$T_{\phi} = T_n - T_{ост}, \quad (10.6)$$

где T_n – нормативный срок службы.

Физический износ Φ_u определяется по формуле:

$$\Phi_u = \frac{T_{\phi}}{T_n}, \quad (10.7)$$

Метод экспертизы состояния.

Данный метод позволяет определить физический износ в соответствии с разработанной оценочной шкалой. Для повышения степени достоверности могут быть

привлечены несколько экспертов.

Физический износ определяется из зависимости:

$$\Phi_{ij} = \Phi_{ij} * a_j, \text{ где}$$

Φ_{ij} - значение износа, согласно мнению j -го эксперта;

a_j - весомость мнения j -го эксперта;

Весомость мнений экспертов определяется из условия $\sum a_j = 1$

Метод поэлементного расчета.

Данный метод основан на определении износа для отдельных элементов машин и оборудования в общей себестоимости объекта. Затем определяется физический износ объекта в целом по формуле:

$$\Phi_u = \sum f_i \left(\frac{C_i}{C_\Sigma} \right) * \left(\frac{T_i}{T_\Sigma} \right), \quad (10.8)$$

где f_i - физический износ i -го элемента,

C_i , C_Σ - себестоимость i -го элемента и объекта в целом соответственно.

T_i , T_Σ - нормативный срок службы i -го элемента и объекта в целом соответственно.

Прямой метод.

Данный метод применением в тех случаях, когда известны стоимости новых машин и оборудования (C_n) и затраты (3), которые необходимо произвести для того, чтобы довести объект до нового состояния.

При этом износ определяется из выражения:

$$\Phi_u = \frac{3}{C_n}, \quad (10.9)$$

Выбор метода определения физического износа при оценке конкретного объекта зависит от достоверности, доступности исходной информации и квалификации эксперта оценщика.

Функциональное устаревание.

Функциональное устаревание – потеря стоимости, вызванная появлением новых изделий и технологий. Рассматривают две категории функционального устаревания:

- функциональное устаревание, обусловленное избытком капитальных затрат,

- функциональное устаревание, обусловленное избыточными эксплуатационными расходами.

Функциональное устаревание, обусловленное избыточными капитальными затратами возникает, когда эксплуатационная производительность машин и оборудования из-за технических или технологических условий меньше расчетной, то есть объект недоиспользуется.

Величину обесценения (W) можно определить по следующей зависимости:

$$W = 1 - \left(\frac{P}{p} \right)^n, \quad (10.10)$$

где W – обесценение от недоиспользования;

P , p – реальная и расчетная производительность соответственно;

n – величина фактора «экономии на размере».

Функциональное устаревание, обусловленное избыточными эксплуатационными расходами характеризуется повышенной, по сравнению с новым, потребностью действующего оборудования в энергетических и материальных затратах, более высокой

трудоемкостью обслуживания и ремонта и т.п.

Порядок расчета этого обесценения:

определение ежегодных эксплуатационных расходов по оцениваемому объекту.

Определение ежегодных операционных расходов при эксплуатации современного аналогичного оборудования.

Определение разницы затрат на эксплуатацию.

Учет влияния налогов.

Определение отстающего срока экономической жизни объекта или времени на устранение недостатков.

Расчет текущей стоимости ежегодных будущих потерь для остающегося срока жизни объекта по соответствующей ставке дисконтирования.

Экономическое устаревание.

Экономическое устаревание – потеря стоимости, обусловленная влиянием внешних факторов.

Оценщик должен глубоко разобраться в ситуации на предприятии, в сложных отраслях техники, учесть региональные и местные особенности. Экономическое устаревание может быть вызвано общеэкономическими и внутриотраслевыми изменениями, сокращением спроса на определенный вид продукции, сокращением предложения или ухудшением качества сырья, рабочей силы, вспомогательных систем, сооружений и коммуникаций, а также правовыми изменениями, муниципальным постановлением и административным распоряжением.

При расчете экономического устаревания используют принцип замещения, т.е. с учетом полезности объекта.

Потерю стоимости объекта по экономическим причинам (I_s) определяют через недоиспользование:

$$I_s = 1 - \left(\frac{P}{p} \right)^n, \quad (10.11)$$

где P, p – реальная и расчетная производительность объекта соответственно;

n – величина фактора «экономии на размере».

Рыночный подход.

Рыночный подход основан на определении обоснованной рыночной цены объекта, аналогичного оцениваемому объекту.

При использовании данного метода сопоставление проводится:

с точным аналогом, продающимся на вторичном рынке;

с приблизительным аналогом, продающимся на вторичном рынке, с внесением корректирующих поправок при отсутствии точного аналога;

с новым аналогичным оборудованием с внесением поправок на износ при отсутствии вторичного рынка.

Информационное обеспечение оценочной деятельности. При проведении оценки оценщик использует следующую информацию:

реальные цены известных сделок купли-продажи нового и поддержанного оборудования;

цены прейскурантов производителей или дилеров;

цены предложений, полученные в результате письменных или устных запросов;

индексы цен;

Источниками информации при этом являются:

личные связи;

пресса и специализированные издания;

письменный или устный запрос;

общеэкономические и отраслевые издания.

Выбор аналога. Для выбора аналога рекомендуется определить интегральный показатель степени близости (P).

Показатель (P) рассчитывается с учетом приоритетности технических характеристик, влияющих на стоимость, сравниваемых объектов по следующей формуле:

$$P = a_1^{e_1} \dots a_n^{e_n}, \quad (10.12)$$

где $a_j = \frac{P_{oj}}{P_{aj}}$, если j – ая характеристика считается возрастающей.

$a_j = \frac{P_{aj}}{P_{oj}}$, если j – ая характеристика считается убывающей.

P_{oj} - значение j – ой характеристики оцениваемого объекта,

P_{aj} - значение j – ой характеристики аналога,

e_j - весовые коэффициенты, определяемые экспертом.

В качестве аналога выбирается тот кандидат в аналоги, для которого модуль разницы ($P - 1$) имеет наименьшее значение.

Определение поправок и корректировок. После определения аналога оценщик должен внести поправки в стоимость аналога. Все поправки вносятся к аналогу, а не к объекту оценки.

Отличия в технических характеристиках учитываются интегральным показателем степени схожести P может добавляться поправочный коэффициент r , учитывающий суммарное влияние неучтенных характеристик.

Несовпадение даты оценки с датами определения цен аналогов следует учитывать по известным индексам цен, индексам инфляции или курсу доллара.

Расчет стоимости машин и оборудования рыночным методом.

Оценочная стоимость машин и оборудования методом рыночных сравнений определяется по следующей формуле:

$$C = C_a * P * I * r, \quad (10.13)$$

где C_a – рыночная цена выбранного аналога;

I – индекс изменения цен за период между датой оценки и датой определения рыночной стоимости;

r – поправочный коэффициент, учитывающий суммарное влияние неучтенных характеристик.

Следующий доходный подход.

Доходный подход основан на определении рыночной цены, исходя из дохода, который может быть получен от эксплуатации объекта в будущем.

Применение доходного подхода требует прогнозирования будущих доходов за несколько лет работы предприятия. При этом трудно определить часть дохода, относящуюся к машинам и оборудованию, так как доход создается всей производственной системой, всеми ее активами.

Данный метод включает метод дисконтирования денежных потоков и метод прямой капитализации дохода.

Метод прямой капитализации дохода.

Этот метод предполагает определение стоимости объекта на основе чистого дохода за определенный период времени и ставки капитализации и включает следующие этапы:

определение чистого дохода от использования объекта,

определение приемлемой для инвестора ставки капитализации,

определение стоимости объекта на основе чистого дохода и ставки капитализации.

Определение чистого дохода.

Чистый доход определяется как разность между валовым доходом, т.е. выручкой от реализации, и суммой затрат на производство и реализацию продукции. При этом в сумму затрат не входят амортизационные отчисления.

Определение ставки капитализации.

Ставка капитализации может быть определена на основе анализа собранных на рынке данных о чистом доходе и стоимости объекта по имевшим место продажам.

Ставка капитализации (r) может быть определена также по формуле

$$r = i + k_a , \quad (10.14)$$

где i – ставка дисконтирования,

k_a – коэффициент амортизации

Ставка дисконтирования включает в себя среднюю для Казахстана ставку банковского процента на капитал, надбавки за риск и низкую ликвидность. Значения этих показателей определяются условиями на финансовом рынке и особенностями рынка выпускаемой продукции.

Коэффициент амортизации для машин и оборудования определяются из модели фонда возмещения:

$$k_a = \frac{i}{(1+i)^T - 1} , \quad (10.15)$$

где Т- нормативный срок службы машин и оборудования.

Расчет стоимости объекта методом прямой капитализации.

Стоимость объекта оценивается по формуле:

$$C = \frac{D}{r} , \quad (10.16)$$

где D- чистый доход

r- ставка капитализации

При наличии капиталовложений в улучшение объекта в размере K применяется зависимость:

$$C + K = \frac{D}{r} , \quad (10.17)$$

Метод дисконтирования чистых доходов.

Этот метод точнее других позволяет определить рыночную стоимость предприятия, но широкое практическое применение его осложняется проблемами, возникающими при проведении достаточно точного прогнозирования. При реализации метода дисконтирования чистых доходов для оценки машин и оборудования соблюдаются следующий состав и последовательность действий:

Определение чистого дохода от функционирования

производственной системы, выделение машинного комплекса, которую нужно оценить. Чистый доход определяется как разность между валовым доходом и суммой затрат на производство и реализацию продукции. При этом в сумму затрат не входят амортизационные отчисления.

Расчет текущей стоимости производственной системы.

Текущая стоимость производственной системы определяется по соотношению:

$$C = \frac{D}{i} \left(1 - \frac{1}{(1+i)^T} \right) + \frac{C_M}{(1+i)^T}, \quad (10.18)$$

где D- чистый доход, получаемый от эксплуатации всей системы

i – ставка дисконта,

C_M- остаточная стоимость имущества производственной системы к концу последнего года службы машинного комплекса.

Ставка дисконта определяется при использовании собственного и заемного капитала, определяется из выражения:

$$i = Ei_e + Mi_m, \quad (10.19)$$

где E- доля собственного капитала в капитале компании,

M_m – доля заемного капитала

i_e, i_m – ставка дохода на собственный и заемный капитал соответственно.

Определение стоимости машинного комплекса.

Стоимости машинного комплекса C_{маш} определяется вычитанием из стоимости всей системы стоимости земли, зданий и сооружений:

$$C_{\text{маш}} = C - C_{\text{зем}} - C_{\text{зд}}, \quad (10.20)$$

где C_{зем}- стоимость земли

C_{зд} – стоимость зданий и сооружений.

Определение стоимости единицы оборудования

Если нужно определить стоимость единицы оборудования в составе машинного комплекса, то это делают с помощью долевого коэффициента:

$$C_{\text{ед}} = C_{\text{маш}} * B_{\text{ед}}, \quad (10.21)$$

где B_{ед} - долевой коэффициент для оцениваемой единицы машин и оборудования.

B_{ед} равен доле балансовой стоимости единицы в стоимости машинного комплекса в целом.

Согласование результатов оценки и оформление отчета.

На этом этапе оценщик принимает окончательное решение об оценочной стоимости, которая была определена в задании на оценку. Оценщик должен проанализировать полученные результаты, выяснить причины, приведшие к расхождению, и по результатам такого анализа, а может быть, и дополнительного исследования принять окончательное решение о величине оценочной стоимости.

Отчет об оценке, который оценщик предоставляет клиенту, является конечным результатом проведенного исследования, анализа и расчетов. Форма и последовательность отчета не регламентируются.

Отчет об оценке должен содержать:

Заголовок

Дату оценки

Определение оценочных терминов и понятий

Описание оцениваемой собственности

Описание процесса производства

Оценочную методологию

Выводы и заключения

Сделанные допущения и ограничивающие условия

Дату написания отчета

Сертификацию

Контрольные тесты:

1. Эксперт-оценщик определил стоимость машины тремя методами. По затратному подходу получилось 2800 у.е., по доходному 3200 у.е., по сравнительному 3600 у.е. Какой из трех величин следует учесть при условии, что оценка проводилась с целью сдачи машины в аренду:

- A) 3200 у.е.;
- B) 2800 .у.е.;
- C)3600 у.е.;
- D)3350 у.е.;

E)среди предъявленных ответов нет правильного.

2. Каков размер ежегодных амортизационных платежей, если стоимость оборудования составляет 1000 у.е., срок службы - 10 лет при использовании равномерного метода начисления амортизации:

- A) 100 у.е.\ год;
- B) 50 у.е.\ год;
- C) 200 у.е.\ год;
- D) 1000 у.е.\ год;

E) среди предъявленных ответов нет правильного.

3. Каков размер ежемесячных амортизационных платежей, если стоимость оборудования для установления емкостей составляет 12 000 у.е., выработка технологического ресурса происходит через 25 лет, используя равномерный метод:

- A) 40 у.е. в месяц;
- B) 480 у.е. в месяц;
- C) 200 у.е. в месяц;
- D) 80 у.е. в месяц;

E) среди предъявленных ответов нет правильного.

4. Каким образом изменится рыночная стоимость автомобиля при условии введения усовершенствования, улучшающего функциональность автомобиля, но не являющегося «родным» для данного вида имущества:

- A) уменьшает;
- B) увеличивает;
- C) не влияет на рыночную стоимость;
- D) влияет в исключительных случаях;

E) среди предъявленных ответов нет правильного.

5. Кто является потребителем услуг оценщика?

- A) заказчик;
- B) исполнитель;
- C) ответчик;
- D) начальник;

E) среди предъявленных ответов нет правильного.

6. Метод основанный на анализе цен покупки и продажи, сложившихся в текущий момент на первичном и вторичном рынках называется:

- A) сравнительным;
- B) затратным;
- C) доходным;
- D) комбинированным;

E) среди предъявленных ответов нет правильного.

ТЕМА 10. ЭТАПЫ ПРОЦЕССА ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

ПЛАН:

1. Постановка проблемы.
2. подготовку и заключение договора.
3. сбор и анализ необходимой информации
4. выбор и применение методов оценки.
5. анализ факторов влияющих на стоимость бизнеса.
6. составление отчёта об оценке по установленной форме.

Процедура оценки бизнеса, будь то предприятие или его отдельные бизнес-линии, как правило, сложный и трудоёмкий процесс, во многом зависящий от целей заказчика. Алгоритм оценки или последовательность действий оценщика в ходе проведения оценочных работ представляет собой цепь поэтапно осуществляемых операций, включающих:

- постановку проблемы;
- подготовку и заключение договора;
- сбор и анализ необходимой информации;
- выбор и применение методов оценки;
- анализ факторов влияющих на стоимость бизнеса;
- составление отчёта об оценке по установленной форме.

Рассмотрим подробнее эти звенья, составляющие процедуру оценки бизнеса (предприятия).

1. Постановка проблемы

Данный этап оценки предприятия подразделяется на следующие ступени: характеристика предприятия; определение предмета оценки; установление даты оценки; уточнение целей и функций оценки; определение вида стоимости; защита интересов заказчика и оценщика.

Характеристика предприятия включает его полное и сокращенное название, его организационно-правовую форму, место регистрации, местоположение, отрасль производства, основные виды выпускаемой продукции и пр.

Если оцениваемое предприятие является дочерним или зависимым, необходимо выявить основное или преобладающее предприятие.

Предприятие признается дочерним, если другое (основное) предприятие имеет возможность определять принимаемые им решения.

Предприятия признается зависимым, если другое (преобладающее) предприятие имеет более 20 % голосующих акций (уставного капитала).

Важнейшим этапом оценки предприятия является выявление предмета оценки, т.е., определение того, что подлежит оценке - весь комплекс имущественных прав на предприятие, права на акционерный капитал АО, доля участника в уставном капитале предприятия, права на пакет акций предприятия или какой-либо иной интерес.

Таким образом, предмет оценки - это вид имущественных прав который оценивается.

При продаже предприятия важное значение, с точки зрения налогообложения, имеет то обстоятельство, как рассматривается эта сделка: как передача активов или как передача долевого участия (пакета акций) в предприятии.

Если оценке подлежит долевое участие в предприятии, то в оценочном задании указывается оцениваемая процентная доля, структура остальных долей уставного капитала.

При оценке пакета акций в задании указывается, какие акции оцениваются -

обыкновенные или привилегированные, отмечается количество акций в обращении и количество акций, выкупленных самим предприятием.

В описание оцениваемого долевого участия должны включаться все ограничения, накладываемые на соответствующие акции, например, ограничения на их передачу. Эти ограничения, как правило, снижают стоимость акций

Дата оценки - это момент времени, на который выполняется оценка.

Почему так важно установить эту дату оценки? Дело в том, что стоимость бизнеса во времени изменяется, причем эти изменения даже в короткие промежутки времени могут быть значительными.

Дата оценки может совпадать с датой продажи предприятия, датой его осмотра, датой судебного разбирательства, связанного с разделением имущества и др.

- На стоимость предприятия влияют многие факторы - объективные или субъективные, т.е. независящие и зависящие от предприятия:

- смена руководства предприятия или региона;
- изменение структуры поставщиков сырья или потребителей;
- продажа части активов или приобретение нового патента, применение которого позволит выпускать продукцию повышенного спроса и т.п.

Дата оценки стоимости предприятия важна и при использовании сравнительного подхода к оценке, когда стоимость предприятия осуществляется сравнением данных по сопоставимым сделкам.

При использовании данных по сопоставимым сделкам дата оценки особенно важна, поскольку, например, цены на объекты недвижимости подвержены, как правило, сезонным колебаниям и их необходимо учитывать при оценке предприятия.

Так, например, в США, нормативный акт Комиссии по ценным бумагам и биржевой деятельности предписывает производить оценку предприятия не более чем за 90 дней до даты предложения акций на рынке, т.к. большинство открытых АО объявляет о своих прибылях и убытках один раз в квартал.

Если оценка предприятия производится в связи с судебным разбирательством, например, в связи с неплатежеспособностью предприятия, дату оценки может определить суд.

Важным этапом, от которого зависит выбор методики оценки, является определение цели оценки. Неправильно сформулированная цель влечет за собой использование неадекватной методики и вследствие этого ошибочный результат в оценке стоимости предприятия.

Выбор метода зависит от функции (назначения) оценки. Например, методы, используемые для оценки предприятия в целях налогообложения, могут значительно отличаться от тех, которые применяются в целях его ликвидации. И это логично, т.к. в первом случае объект (предприятие) оценивается как действующее предприятие. Определение стоимости долевого участия в предприятии и стоимости инвестиций предполагает прогнозирование будущих денежных потоков и их дисконтирование.

Формулирование цели оценки позволяет установить, что следует определить.

Цель оценки определяет вид стоимости, которую требуется определить.

Целью оценки может быть определение:

- рыночной стоимости предприятия;
- рыночной стоимости долей учредителей в уставном фонде АО;
- определение ликвидационной стоимости предприятия-банкрота и т.п.

При дарении, наследовании и налогообложении имущества предприятия, как правило, определяется обоснованная рыночная стоимость предприятия.

Покупателя предприятия, как правило, интересует его инвестиционная стоимость.

При ликвидации предприятия - банкрота определяется ликвидационная стоимость.

При реорганизации - рыночная стоимость предприятия.

Функция (назначение) оценки - это сфера ее использования. Оценка помогает

продавцу или покупателю в определении цены предприятия. Другая функция оценки состоит в определении стоимости предприятия для его кредитования или страхования.

Наиболее распространенным видом стоимости, выявляемым в ходе оценки бизнеса, является обоснованная рыночная стоимость предприятия. Данный вид стоимости применяется при начислении налогов на дарение и наследство, на имущество, при кредитовании предприятия, его продаже и в др. случаях.

Рассмотрим наиболее важные для оценки виды стоимости.

Обоснованная рыночная стоимость предприятия — это его наиболее вероятная цена, выраженная в денежных единицах или в денежном эквиваленте, по которой предприятие перешло бы из рук продавца в руки покупателя при их взаимном желании купить или продать, при достаточной информированности о всех имеющих отношение к сделке фактах, причем ни одна из сторон сделки не была бы принуждена к покупке или продаже.

Если при сделке купли-продажи имеется влияние интересов, не являющихся характерными для типичного покупателя или продавца, цена не может отражать обоснованную рыночную стоимость предприятия.

В таких случаях вместо термина «обоснованная рыночная стоимость» специалисты применяют понятие рыночная стоимость.

При расчете обоснованной рыночной (О.Р.С.) и рыночной стоимости предприятия (Р.С.) используется принцип наилучшего и наиболее эффективного его использования (ННЗИ).

Обоснованная стоимость (О.С.) — это стоимость акций неконтрольного пакета. В США обоснованная стоимость - это установленный законом стандарт стоимости, используемый в делах по защите интересов мелких акционеров, имеющих на руках неконтрольные пакеты акций. Различие между ОС и ОРС состоит в учете скидки на неконтрольный пакет акций.

Инвестиционная стоимость (И.С.) — это стоимость предприятия для одного конкретного покупателя (инвестора или владельца). ИС отличается от ОРС различиями в прогнозных оценках будущей доходности, по степени риска в ставках налогообложения (если инвестор имеет льготы по налогам) и т.д. Эти различия обусловлены индивидуальными целями конкретного инвестора. При определении ИС предприятия рассчитывают также и ОРС, чтобы облегчить инвестору принятие окончательного решения. Как правило, ИС предприятия выше, чем ОРС.

Внутренняя стоимость (ВС) предприятия — представляет собой аналитическую оценку стоимости предприятия, основанную на глубоком анализе существующего финансового и технико-экономического состояния предприятия и предполагаемых внутренних возможностей его развития в будущем. Определение ВС предполагает учет благоприятных (или неблагоприятных) перспектив развития предприятия, эффект целостности системы, когда ценность целого обычно выше, чем простая сумма стоимостей отдельных элементов.

Таким образом, ВС предприятия зависит не от целей конкретного инвестора, как при определении ИС, а от объективного аналитического заключения независимого эксперта-оценщика о перспективах развития предприятия.

На развитом цивилизованном фондовом рынке специалисты различают курсовую и внутреннюю стоимость акций.

Внутренняя или реальная стоимость акции определяются ВС предприятия. Внутренняя стоимость акции — это стоимость, которой она должна и будет обладать, когда другие инвесторы получат информацию о предприятии, которую имеет эксперт-оценщик данного предприятия.

ВС предприятия зависит от:

— стоимости активов предприятия. Материальные активы предприятия обладают определенной рыночной стоимостью, и, как правило, при оценке действующего

предприятия активы отдельно не оцениваются. Но они оцениваются отдельно при определении ликвидационной стоимости предприятия;

—наиболее вероятной будущей прибыли предприятия в течении прогнозного периода. При прогнозировании будущих доходов предприятия эксперт-оценщик получает несколько вариантов объемов чистого дохода предприятия, из которых для оценки выбирает вариант с наибольшей степенью вероятности;

—вероятных будущих темпов роста чистого дохода предприятия в остаточный период (в постпрогнозный период).

И эта наиболее трудная задача также решается в процессе прогнозирования развития предприятия.

Рассмотрение вышеназванных факторов осуществляется в процессе так называемого фундаментального анализа, когда определяется самый важный показатель - ожидаемый чистый доход предприятия и анализируется структура капитала, качество управления, квалификация рабочих и другие факторы. Анализ этих факторов позволяет эксперту - оценщику определить ВС предприятия (или ВС акций этого предприятия).

Если в анализе выявится, что РС или курсовая стоимость акций ниже уровня ее ВС, эксперт - оценщик делает вывод о том, что данные акции выгодно покупать.

Если РС акций (курсовая стоимость) выше предполагаемой (ожидаемой) ВС акций, определяемый исходя из ВС предприятия, эти акции следует продать.

Поскольку ВС предприятия определяется в процессе глубокого анализа истории и перспектив развития предприятия, это, по-видимому, наиболее реальная и точная (естественная) оценка его стоимости.

Стоимость действующего предприятия (СДП) - это стоимость жизнеспособного функционирующего предприятия, имеющего собственные активы, товарно-материальные запасы, постоянную рабочую силу, осуществляющего хозяйственные операции и не находящегося под непосредственной угрозой несостоятельности (банкротства). При этом в стоимость действующего предприятия включается определенная группа нематериальных активов (в совокупности или конкретных нематериальных активов).

При определении стоимости действующего предприятия для целей купли - продажи из общей стоимости нематериальных активов предприятия вычитается гудвил¹ или другие виды активов, для которых может быть выявлен особый поток доходов и которые продавец не хочет продавать.

При расчете стоимости предприятия как действующего, принцип наилучшего и наиболее эффективного использования (ННЭИ) не учитывается. В данном случае принимается во внимание существующий профиль использования предприятия.

Ликвидационная стоимость (ЛС) представляет собой чистую сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации этого предприятия и распродаже его активов. В связи с этим известны термины «принудительная» и «упорядоченная» ликвидация.

Упорядоченная ликвидация - это ликвидация, при которой процесс распродажи активов предприятия производится в течение разумного периода времени, чтобы получить максимально возможную в этих случаях цену каждого вида распродаваемого актива.

Принудительная ликвидация означает, что активы расprzedаются быстро, обычно в процессе одной аукционной продажи.

При определении ЛС учитываются все затраты, связанные с ликвидацией предприятия: административные издержки (связанные с ликвидацией предприятия) по поддержанию работы и охраны предприятия до ее окончательной ликвидации, налоги, расходы на юридические, оценочные и аудиторские фирмы, на комиссионные брокерам, осуществляющим продажу активов и т.п.

Кроме того, дисконтируется ожидаемая чистая выручка от продажи активов по ставке, учитывающей связанный с этим риск, с момента ожидаемого получения чистой

выручки до даты оценки.

Таким образом, ожидаемая чистая (без затрат связанных с ликвидацией предприятия) выручка, дисконтированная к текущему моменту представляет собой ЛС предприятия.

Балансовая (бухгалтерская) стоимость предприятия (БСП) определяется по балансовому отчету предприятия как сумма его активов, за вычетом накопленного износа, а также сумм краткосрочных и долгосрочных обязательств предприятия.

¹ Гудвилл (goodwill) - «добрая воля», деловая репутация, контакты, клиенты и кадры предприятия, как его актив, который может быть оценен на специальный счет.

При определении БСП основные фонды (ОФ) оцениваются с учетом последней переоценки за вычетом износа и амортизации. При этом некоторые виды активов могут быть списаны.

Обязательства оцениваются по номинальной стоимости с учетом условий кредитных договоров.

Восстановительная (текущая) стоимость предприятия (ТСП) - это балансовая стоимость предприятия (БСП) с учетом переоценки активов на дату оценки стоимости; этот вид стоимости часто используется экспертами - оценщиками в качестве предварительной оценки стоимости предприятия.

Важным этапом и обязательным требованием процедуры оценки является, ознакомление заказчика с ограничительными условиями. На этой стадии оценки Заказчик знакомится с основными ограничительными условиями процесса оценки стоимости предприятия, которые формулируются, в том числе, и с целью защиты интересов заказчика и эксперта - оценщика.

Некоторые из этих условий необходимо отражать в отчете об оценке, чтобы избежать в будущем конфликтных ситуаций между заказчиком и экспертом - оценщиком.

Основными ограничительными условиями оценки стоимости действующего предприятия являются следующие:

а) любые расчеты стоимости предприятия, приведенные в отчете, относятся к стоимости действующего предприятия, как целого имущественного комплекса. Любое разделение его на отдельные части и установление их стоимости с последующим суммированием ведет к неверному определению стоимости.

При необходимости в отчет включаются подробные обоснование оценки отдельных частей предприятия.

б) При подготовке отчета об оценке предприятия используются прогнозные данные о будущих прибылях и амортизационных отчислениях, а также другие данные, полученные от администрации предприятия (с указанием лиц, ответственных за предоставление прогнозных данных).

в) Финансовые и технико-экономические характеристики предприятия, используемые в оценке, берутся или рассчитываются на основе бухгалтерской отчетности без проведения специальной аудиторской проверки в ее достоверности и инвентаризации имущества предприятия.

г) В процессе оценки специальная юридическая экспертиза документов, касающихся прав собственности на оцениваемое предприятие и учредительных документов, не проводится.

д) Прогнозы, содержащиеся в отчете, основываются на текущих рыночных условиях и предполагаемых краткосрочных факторах, влияющих на изменение спроса и предложения, и на сохраняющейся в прогнозный период стабильной экономической ситуации. Эти прогнозы подвержены изменениям и зависят от ситуации, складывающейся на рынке.

е) Данная оценка действительна лишь на дату оценки, указанную в данном отчете, и лишь для целей и функций, указанных в данном отчете.

ж) Заказчик гарантирует, что любая информация, суждения, аналитические разработки эксперта - оценщика и другие материалы настоящего отчета будут использованы им исключительно в соответствии с целями и функциями, указанными в задании на оценку.

з) Эксперт-оценщик и Заказчик гарантируют конфиденциальность информации, полученной ими в процессе оценки предприятия, за исключением случаев, предусмотренных действующим законодательством.

и) Этот отчет должен рассматриваться как ограниченное исследование, если эксперт - оценщик не соблюдал всех требований, предусмотренных Стандартами по оценке. И наоборот отчет - это исчерпывающее исследование, если все требования Стандартов по оценке соблюдались.

к) Заключение и отчет по оценке бизнеса (предприятия) представляет собой точку зрения эксперта - оценщика без каких - либо гарантий с его стороны в отношении условий последующей реализации имущества.

л) Эксперт - оценщик не предоставляет никаких гарантий и обязательств по поводу сохранности имущества и отсутствия нарушений действующего законодательства.

м) Заказчик обеспечивает эксперта - оценщика необходимой для оценки информацией, включая балансовые отчеты о результатах деятельности за последние три года, текстами договоров с третьими лицами, инвентаризационными ведомостями, учредительными документами, документами о правах собственности на имущество предприятия и другими документами. Эксперт - оценщик имеет право получать требуемую для оценки информацию о предприятии непосредственно в государственных органах управления.

При невозможности получить полную информацию и необходимые документы, в т.ч. от третьих лиц, эксперт - оценщик должен это отразить в своем отчете.

За выводы, сделанные на основе недостоверной информации эксперт - оценщик ответственности не несет.

н) Заказчик обеспечивает личное ознакомление эксперта -оценщика с предприятием и возможность осуществлять анкетирование администрации.

2. Подготовка и заключение договора на оценку

Данная стадия оценки бизнеса состоит из следующих этапов:

- предварительный осмотр предприятия и знакомство с его администрацией;
- определение исходной информации и ее источников;
- определение состава группы экспертов — оценщиков и условий оплаты их услуг;
- составление задания на оценку и календарного плана;
- подготовка и подписание договора на оценку.

Предварительный осмотр предприятия лучше провести с одним из опытных руководителей, который много лет проработал на данном предприятии, хорошо знает производство и его людей. Это позволит при осмотре основных, вспомогательных и обслуживающих производств больше узнать о предыстории предприятия, выпускаемой продукции, технологическом состоянии оборудования, квалификации работников и руководителей предприятия, психологическом климате в коллективе, перспективах развития предприятия и т.п.

После знакомства необходимо обменяться телефонами со всеми руководителями предприятия, которые могут помочь эксперту - оценщику в сборе необходимых данных для проведения оценки.

Все руководители могут участвовать в экспресс-опросе для получения информации о перспективах развития предприятия.

Для определения исходной информации уточняются сведения:

- о рынке, на котором функционирует оцениваемое предприятие, данные о других

аналогичных предприятиях;

- финансовые, технико-экономические показатели деятельности предприятия и перспективы его развития на ближайшее будущее;
- данные о социальных, политических, правовых, экономических и экологических факторах, влияющих на стоимость предприятия.

Самый распространенный способ предоставления общих данных - это разбивка их на подразделы, касающиеся сектора рынка, на котором функционирует предприятие, вида продукции и цен на нее, местонахождения предприятия (т.е.данные о городе, районе, где расположено предприятие), финансового и технико-экономического состояния оцениваемого предприятия и т.д.

Преимущества данного способа предоставления собранных данных заключается в том, что собрав и систематизировав информацию один раз, в дальнейшем ее можно использовать и для проведения оценок других предприятий.

В настоящее время в Узбекистане рынок, связанный с оценочной деятельностью, не развит, поэтому сбор информации для оценки предприятия - наиболее трудоемкая часть всего процесса оценки.

Определив виды данных, необходимых для оценки, важно выявить источник их получения.

Источниками являются управленческие службы самого предприятия, специальные периодические издания, государственные органы управления, специальная справочная литература, коллеги самого эксперта - оценщика.

При заключении договора на оценку указывается состав документов, которые администрация оцениваемого предприятия (бизнеса) должна предоставить эксперту - оценщику к определенному сроку, чтобы он смог вовремя начать оценку объекта.

Важным этапом оценки бизнеса является определение состава группы экспертов — оценщиков и условий оплаты их услуг.

Ответственный за проведение оценки эксперт - оценщик должен определить состав группы экспертов для оценки стоимости оцениваемого объекта.

Оценка малого предприятия может осуществляться одним экспертом.

Для оценки крупного предприятия (более 1000 работающих) привлекается несколько человек - экономисты, специалисты по маркетингу, экологи и т.д.

Для оценки стоимости предприятия, осуществляющего например, добычу драгоценных металлов, привлекаются специалисты для оценки залежей исходного сырья.

Для оценки научно - производственного предприятия необходимо пригласить эксперта по оценке интеллектуальной собственности.

По мнению опытных зарубежных оценщиков, для оценки необходимо привлекать также руководителей оцениваемого предприятия, знания и опыт которых важны для получения данных о будущих доходах предприятия, а также, для того чтобы обеспечить оперативный сбор исходных данных и приемку отчета об оценке.

Важнейшей стадией оценки бизнеса является согласование с заказчиком условий оплаты услуг оценщиков.

В основу определения размера оплаты услуг эксперта-оценщика, может быть положена фиксированная цена, либо почасовая оплата.

Фиксированная цена на практике определяется исходя из величины фиксированного процента от суммы активов баланса оцениваемого предприятия. Обычно эта величина составляет для малых предприятий до 10%, для средних предприятий до 3%, для крупных предприятий до 1,5%.

Такая фиксированная цена не оказывает влияния на результаты оценки стоимости предприятия и может использоваться в качестве основы для оплаты услуг эксперта-оценщика.

Если после проведения оценки предприятия от эксперта-оценщика требуется выступить на суде в качестве независимого эксперта, например, в ходе слушания дела о

несостоятельности оцениваемого предприятия, то оплата его услуг должна быть почасовой, т.е. установлена таким образом, чтобы не зависела от исхода судебного разбирательства. В настоящее время часовая ставка оплаты эксперта-оценщика колеблется от 50 до 100 долларов США в зависимости от квалификации.

Размер оплаты услуг эксперта-оценщика зависит от многих факторов, в т.ч. от сложности и масштабности объекта оценки, опыта, имиджа и квалификации эксперта-оценщика, а также от финансовых возможностей Заказчика.

Следующим этапом оценки бизнеса является составление задания на оценку и календарного плана.

Составление задания на оценку, как правило, выполняет эксперт-оценщик. Это объясняется тем, что Заказчик из-за отсутствия достаточных знаний в области оценки, делает это недостаточно квалифицированно.

Отсутствие четкости в формулировке целей и функций оценки является основной причиной ошибок в оценке и конфликтных ситуаций в отношениях между Заказчиком и экспертом-оценщиком.

Задание на оценку включает:

- 1.Имя заказчика;
- 2.Имя эксперта-оценщика;
- 3.Определение предмета оценки;
- 4.Дату оценки;
- 5.Цель и функцию оценки;
- 6.Определение вида стоимости;
- 7.Краткое содержание отчета об оценке;
- 8.Календарный план;
- 9.Особые условия.

Это примерный состав задания на оценку, который уточняется экспертом - оценщиком исходя из конкретных особенностей предмета и объекта оценки.

В процессе оценки возможны отклонения от задания и (или) дополнения к нему, которые фиксируются экспертом-оценщиком в докладных записках Заказчика. Копии докладных записок прилагаются к отчету об оценке.

При разработке задания на оценку очень важно определить предмет оценки, т.е. определить какие имущественные права предприятия оцениваются, например:

- полное право собственности на активы предприятия;
- право собственности на контрольный пакет акций;
- право собственности на не контрольный пакет акций;
- право собственности на предприятие как бизнес-линию (цело);
- право собственности на долевое участие в хозяйственном товариществе и т.д.

При продаже предприятия важное значение имеет то обстоятельство, рассматривается ли сделка как продажа активов предприятия, как продажа предприятия, как бизнес-линии (дела) или как продажа доли в товариществе (пакета акций).

Во всех трех случаях оценка будет разной и, соответственно, разными будут и последствия - налоговые, юридические, финансовые.

Если оценке подлежит участие в хозяйственном товариществе, в задании на оценку указывается величина доли в процентах, а также какое это товарищество - с полной или ограниченной ответственностью.

Если оценивается пакет акций в АО, в задании уточняется количество и тип оцениваемых акций, количество акций в обращении, соотношение акций по типам, характер АО - открытое или закрытое, т.к. эти особенности влияют на результат оценки.

В задании также указывается общая структура долевого участия и особые ограничения, накладываемые на оцениваемые акции. Например, обязательство покупателей акций в закрытом АО заключать соглашения об их обратном выкупе. Это условие ограничивает обращаемость акций данного закрытого общества и, как правило,

снижает их ценность.

Важным фактором при оценке акций является время выпуска акций в обращение. При этом стоимость вновь выпущенных акций обычно ниже стоимости давно обращающихся на фондовом рынке акций.

Задание на оценку прилагается к отчету об оценке.

Разработка и подписание Заказчиком и экспертом-оценщиком подробного календарного плана оценки - важный этап оценки, т.к. его отсутствие может стать причиной задержки Заказчиком выдачи исходных данных по оценке или же причиной задержки экспертом-оценщиком подготовки итогового отчета и заключения по оценке.

В связи с этим передача исходных данных для оценки от Заказчика эксперту-оценщику осуществляется по сопроводительному письму, в котором указывается дата передачи исходных данных, что устраняет конфликтные ситуации, которые могут возникнуть при задержке отчета об оценке.

Продолжительность работы по оценке предприятий зависит от сложности и масштабов производства.

В среднем продолжительность оценки предприятий составляет 3-6 месяцев.

Однако при оценке очень крупных предприятий временные затраты возрастают до 1-2 лет.

Процесс подготовки и подписания договора на оценку имеет особенности, обусловленные предметом и объектом оценки, возможностями Заказчика и квалификацией эксперта-оценщика.

Примерный вариант договора для оценки предприятия, который в основном отражает специфические особенности процесса оценки и может быть использован в реальной практике, в качестве основы, выглядит, следующим образом:

ДОГОВОР

создания научно-технической продукции

(договор об оценке предприятия)

г.Ташкент

« »

—200— г.

Предприятие (гражданин) _____ в лице

действующего на основе Устава (*гражданского кодекса*), именуемый в дальнейшем «ЗАКАЗЧИК», с одной стороны, и предприятие (*гражданин*) Центр оценочной деятельности (*условное название*), в лице директора Ахмедова Алима Азизовича, действующего на основании Устава (*гражданского кодекса*), именуемый в дальнейшем «ИСПОЛНИТЕЛЬ», с другой стороны, заключили настоящий договор о нижеследующем:

1. Предмет договора

- 1.1. «ЗАКАЗЧИК» поручает, а «ИСПОЛНИТЕЛЬ» осуществляет оценку стоимости согласно рабочей программе¹ и календарному плану.

2. Права и обязанности и ответственность сторон

- 2.1. «ИСПОЛНИТЕЛЬ» обязан в согласованные сроки провести оценку предприятия, указанного в п. 1.1, в соответствии с рабочей программой.

- 2.2. Заключение и отчет об оценке стоимости предприятия представляет точку зрения «ИСПОЛНИТЕЛЬ» без каких-либо

Гарантий с его стороны отношении условий последующей реализации имущества предприятия. «ИСПОЛНИТЕЛЬ» не представляет никаких гарантий и обязательств по поводу сохранности имущества предприятия и отсутствия нарушений действующего

законодательства.

2.3. «ИСПОЛНИТЕЛЬ» имеет право на ознакомление с бух. отчетностью, текстами договоров с третьими лицами, инвентаризационными ведомостями и прочими необходимыми для оценки документами.

2.4. «ИСПОЛНИТЕЛЬ» имеет право получить от гос. органов управления информацию, необходимую для оценки имущества предприятия

2.5. При невозможности получить в полном объеме документы и информацию, необходимые для проведения оценки, в т.ч. от третьих лиц, «ИСПОЛНИТЕЛЬ» обязан отразить это в своем заключении и отчете.

2.6. «ИСПОЛНИТЕЛЬ» не несет ответственности за выводы, сделанные на основе документов и информации, содержащих недостоверные сведения.

2.7. «ИСПОЛНИТЕЛЬ» имеет право привлекать по своему выбору, за свой счет и под свою ответственность отдельных специалистов для осуществления оценки предприятия.

2.8. Обязательства «ИСПОЛНИТЕЛЯ» по сохранению конфиденциальности информации распространяются и на привлекаемых с его стороны специалистов.

Обязательства по конфиденциальности и не использованию информации, наложенные на «ИСПОЛНИТЕЛЯ» Настоящим Договором, не распространяются на общедоступную информацию, которая станет известна не по вине «ИСПОЛНИТЕЛЯ».

2.9. При выполнении работ «ИСПОЛНИТЕЛЬ» не проводит замеры на местности, а пользуется данными проектно-сметной документации по объектам недвижимости и не несет ответственность за отклонения фактических данных от данных проектно-сметной документации.

2.10. «ЗАКАЗЧИК» обязан своевременно в соответствии, с-т. 3.2 и 3.3 Настоящего договора, оплачивать услуги «ИСПОЛНИТЕЛЯ», в случае необходимости покупки исходной информации в государственных органах управления. «ЗАКАЗЧИК» оплачивает эти расходы сверх установленных Настоящим договором сумм.

2.11. «ЗАКАЗЧИК» обязуется предоставить «ИСПОЛНИТЕЛЮ» все документы, материалы, информацию, необходимые для оценки: Учредительные документы; документы, связанные с правами собственности на оцениваемое имущество, данные бухучета и отчетности, и др. документы, имеющиеся у «ЗАКАЗЧИКА» и необходимые исполнителю для оценки, не позднее 5 (пяти) дней с даты подписания договора. В случае задержки или предоставления неполной информации «ИСПОЛНИТЕЛЮ» (по его мнению) от «ЗАКАЗЧИКА», сроки выполнения работ увеличиваются на каждый день задержки информации.

2.12. «ЗАКАЗЧИК» несет ответственность за обеспечение «ИСПОЛНИТЕЛЯ» всей необходимой информацией для составления заслуживающего доверия заключения и отчета об оценке, включая личное ознакомление с объектом оценки.

2.13. Возражения заказчика против содержания заключения в целом или отчасти не могут рассматриваться в качестве основания расторжения договора или отказа от приемки работ. «ЗАКАЗЧИК» имеет право расторгнуть договор по своей инициативе (письменно уведомив при этом «ИСПОЛНИТЕЛЯ») только в случаях, когда «ИСПОЛНИТЕЛЬ» не преступил своевременно к исполнению договора либо проводил оценку методами, препятствующими осуществлению оцениваемому хозяйствующему субъекту своей оперативной деятельности.

2.14. Стороны обязуются хранить в тайне любую информацию и данные, предоставленные каждой из сторон с выполнением Настоящего договора, не раскрывать и не разглашать факты или информацию какой-либо третьей стороне без предварительного письменного согласия одной из сторон Настоящего договора.

3. Стоимость работ и порядок их сдачи и оплаты

3.1. Стоимость работ по настоящему договору составляет _____ без

НДС.

С учетом НДС _____

3.2. Оплата производится с 50%-ным авансовым платежом.

Аванс с учетом НДС перечисляется на расчетный счет «ИСПОЛНИТЕЛЯ» в день подписания Настоящего договора.

3.3. Оплата за выполненную работу производится Заказчиком путем перечисления оставшейся после уплаты аванса суммы (50 % от общей суммы) на расчетный счет «ИСПОЛНИТЕЛЯ» в день сдачи Заказчику заключения и отчета об оценке.

3.4. Сдача работ оформляется Актом приемки-сдачи работ при передаче Заказчику экспертного заключения и отчета.

4. Сроки выполнения работ

4.1. Началом выполнения работ считается дата поступления аванса на расчетный счет «ИСПОЛНИТЕЛЯ».

4.2. Окончание выполнения работ через _____ дней (месяцев) момента их начала.

5. Общие условия

5.1. «ИСПОЛНИТЕЛЬ» не оказывает (оказывает) содействие в продаже оцениваемого объекта. Размер вознаграждения за содействие в реализации предприятия определяется дополнительным соглашением.

5.2. В случае возникновения споров между сторонами по вопросам исполнения Настоящего договора стороны примут все меры к их разрешению путем переговоров. Споры и разногласия, по которым стороны не достигли договоренности, подлежат рассмотрению в установленном законодательном порядке по месту нахождения предприятия.

5.3. Настоящий договор может быть изменен или прекращен до полного выполнения сторонами принятых обязательств (кроме случая в п. 2.13) только по взаимному согласию сторон. Все изменения и дополнения оформляются письменными соглашениями.

5.4. В случае возникновения форс-мажорных обстоятельств Настоящий договор может быть расторгнут в одностороннем порядке, если на письменное уведомление одной из сторон о расторжении (с указанием форс-мажорных обстоятельств) другая сторона не дала ответа в течение 10 дней с даты получения уведомления.

5.5. Если в процессе работы выявляется неизбежность отрицательного результата или нецелесообразность дальнейшего проведения работ, «ИСПОЛНИТЕЛЬ» обязан приостановить работу» поставив об этом в известность «ЗАКАЗЧИКА» в письменной форме в 5-дневный срок после приостановления работ. В этом случае стороны обязаны в 10-дневный срок рассмотреть вопрос о целесообразности и направлениях продолжения работ.

Настоящий договор действует с момента его подписания сторонами до выполнения ими всех обязательств по настоящему договору.

Настоящий договор составлен в двух экземплярах, один из которых находится у «ЗАКАЗЧИКА», а другой «ИСПОЛНИТЕЛЯ».

6. Подписи сторон

Заказчик:

От заказчика:

Исполнитель:

От Исполнителя:

Подготовив проект договора на оценку стоимости предприятия, эксперт-оценщик представляет его «ЗАКАЗЧИКУ» для ознакомления. Обязательными приложениями к договору являются задание на оценку (рабочая программа) и календарный план.

3. Сбор и анализ необходимой информации

Данную стадию оценки можно разделить на следующие этапы:

- сбор и систематизация общих данных;
- сбор и анализ специальных данных.

К общим данным, необходимым для оценки стоимости предприятия, можно отнести данные о состоянии рынка, на котором функционирует оцениваемое предприятие, а также данные о местоположении предприятия.

К данным о состоянии рынка относятся существенные данные об экономических, социальных, политических, правовых и экологических факторах, действующих на рынке. Эти данные должны отражать не только текущее состояние рынка, но и характеризовать будущее состояние этих факторов. К таким данным можно отнести: ставку банковского процента; покупательную способность населения; индексы роста цен на строительную продукцию; индексы роста цен на продукцию, выпускаемую предприятием; степень загрязнения окружающей среды; степень риска; качественные показатели, характеризующие правовое состояние предприятия; уровень конкуренции и деловой активности; инвестиционный климат и политическую обстановку в регионе; изданий («Экономика и статистика», «Экономическое обозрение»), а также в результате проведения специального опроса руководителей предприятий и специалистов.

К данным о местоположении предприятия относится информация о регионе, городе и районе, в котором располагается предприятие. К этой группе показателей относятся: уровень народонаселения, уровень занятости, степень промышленного развития региона с точки зрения выпуска данного вида продукции, жизненный цикл развития региона и т.п.

Эти данные можно получить в местных органах самоуправления, из местных и специальных периодических изданий и посредством опроса руководителей города или предприятия.

К специальным данным можно отнести данные о предприятии и о сопоставимых продажах.

Данные о предприятии включают информацию о документах, удостоверяющих право собственности, состав участников предприятия, их доли в уставном фонде, информацию об использовании земельного участка, включая финансово-экономические и технические характеристики зданий и сооружений и т.д.

К основным финансово-экономическим документам предприятия относятся балансовый отчет и отчет о прибылях и убытках, в которых имеются основные показатели, необходимые для оценки стоимости предприятия: прибыль, амортизация, денежные потоки, дивиденды, валовые доходы, издержки, активы предприятия, налоги и т.д.

Важной информацией для оценки предприятия также является: размер оцениваемой доли (контрольный или неконтрольный пакет акций); сведения о голосующих правах акционеров; ликвидности активов; условиях, ограничивающих права собственности; специальных привилегиях и льготах, связанных с собственностью или управлением предприятием.

При оценке предприятия необходимо, чтобы эксперты-оценщики при определении финансово-экономических показателей исходили из единых методических положений. В частности, при оценке для расчетов необходимо использовать чистую прибыль предприятия, т.е. балансовую прибыль, за минусом налогов и других обязательных

платежей, в том числе дивидендов по привилегированным акциям.

Денежные потоки обычно образуются от сложения прогнозных оценок чистой прибыли и значений амортизационных отчислений за эти годы (при определении денежных потоков рекомендуется срок прогнозирования 4 года).

Особое внимание эксперт-оценщик должен уделять информации о загрязнении окружающей среды, т.к. известны случаи, когда эксперт оценил предприятие очень высоко, а в то же время администрация города уже приняла решение о ликвидации предприятия как экологически вредного.

4. Выбор и применение методов оценки

Существует множество методов применяемых в практике оценочной деятельности. С некоторыми допущениями их можно объединить в три группы основанных на затратном (имущественном), сравнительном (рыночном) и доходном подходах.

Названия этих методов во многом выражают их сущность. Так, затратный (имущественный) подход в оценке бизнеса рассматривает его стоимость с точки зрения понесённых издержек на его создание и функционирование. Затратный подход базируется на восстановительной (текущей) стоимости или стоимости замещения объекта оценки, объектом той же полезности за вычетом всех видов износа.

Сравнительный (рыночный) подход оценки бизнеса предполагает оценку стоимости предприятия путём сравнения цен на сходные предприятия или цен на акции сопоставимых (аналогичных) предприятий. При оценке используется финансовый анализ и различные сравниваемые мультиплекаторы. Этот подход целесообразен и эффективен при наличии развитого рынка оцениваемых объектов и соответствующей базы данных.

Доходный подход основывается на дисконтировании будущих доходов, которые ожидаются от объекта оценки. При этом под дисконтированием понимается процедура преобразования значений будущих доходов от эксплуатации объекта оценки в их текущую стоимость. Проще говоря, дисконтирование — это процедура, обратная исчислению накопленной суммы по сложным процентам.

При использовании доходного метода оценки бизнеса эксперт — оценщик должен уметь пользоваться специальными таблицами шести функций денег. (Приложение 1).

Каждый из названных подходов к оценке бизнеса используется практически во всех направлениях оценочной деятельности, и включает множество различных методов, которые применяются экспертами оценщиками в зависимости от целей оценки и наличия необходимой базы данных.

Следует отметить, что в настоящем учебном пособии мы не ставили задачей подробное описание всех этих методов поскольку они представляют интерес прежде всего для профессионалов экспертов-оценщиков. К тому же освоение этих методов требует специальной предварительной подготовки по соответствующим областям знаний.

Поэтому мы ограничимся приведением перечня наиболее часто применяемых методов оценки, которые включаются в указанные три подхода. Заинтересованные читатели могут более подробно познакомится с этими методами по литературным источникам, приведённым в конце данного учебного пособия.

Доходный подход объединяет методы оценки, основанные на дисконтировании будущих доходов:

- дисконтированная будущая прибыль;
- дисконтированный будущий денежный поток;
- капитализация нормализованной прибыли;
- капитализация нормализованного денежного потока;
- метод избыточной прибыли;
- метод периода окупаемости;
- метод внутренней ставки отдачи;

Затратный (имущественный) подход объединяет методы, основанные на оценке

активов и затрат на создание нового сопоставимого предприятия (бизнеса):

- метод скорректированной текущей балансовой стоимости активов (индексный метод);
- метод активов;
- определение стоимости строительства нового сопоставимого предприятия (метод замещения);
- определение стоимости строительства точной копии предприятия (метод восстановительной стоимости) ;
- метод ликвидационной стоимости предприятия.

Сравнительный (рыночный) подход основан на сопоставлении стоимости оцениваемого предприятия со стоимостью других сопоставимых предприятий. Для сравнительного анализа используется ряд мультипликаторов:

- мультипликатор цена/балансовая прибыль;
- мультипликатор цена/чистая прибыль;
- мультипликатор цена/текущий денежный поток;
- мультипликатор цена/чистый денежный поток;
- мультипликатор цена/валовая выручка;
- мультипликатор цена/действительная выручка;
- цена на одного подписчика (акционера);
- капитализация потенциально возможных дивидендов;
- мультипликатор цена/балансовая стоимость материальных активов;
- мультипликатор цена/собственный капитал;
- анализ прошлых сделок с акциями предприятия (метод рынка капитала);
- анализ предложений по покупке предприятия;
- метод отраслевых соотношений;
- метод сделок (продаж).

Перечисленные методы оценки не используются изолированно, а взаимно дополняют друг друга, т.е. для оценки предприятия обычно используют несколько методов из разных подходов.

Далее результаты оценок, полученные различными методами, сопоставляют между собой для окончательной оценки.

Однако некоторые методы предпочтительны для оценки определенных видов стоимостей.

Так, при оценке страховой стоимости рекомендуют метод скорректированной балансовой стоимости активов предприятия; при оценке предприятия, приносящего стабильную прибыль - метод капитализации нормализованной прибыли.

Таким образом, очень важно соответствие вида стоимости и метода оценки.

Вместе с тем, можно утверждать, что оценка стоимости предприятия методом замещения (т.е. определение стоимости строительства нового сопоставимого предприятия), обозначает, как правило, верхний предел стоимости предприятия (покупатель не купит действующее предприятие по цене, превышающей стоимость создания в нормативные сроки нового сопоставимого предприятия).

Оценка методом скорректированной балансовой стоимости активов обозначает низший уровень стоимости предприятия.

В нашей стране, в эпоху переходной экономики, получение стабильного чистого дохода в будущем трудно спрогнозировать и еще труднее добиться этого дохода.

Поэтому на ближайшие годы методы доходного подхода можно рекомендовать как дополнительные к другим методам оценки.

Особо следует отметить, что эксперт-оценщик в ходе проводимого анализа оцениваемого объекта должен обратить повышенная внимание на специфику выбора метода оценки в условиях экономики переходного периода.

Главным противоречием, характерным для экономики переходного периода

является с одной стороны, необходимость оценки стоимости предприятия методами, соответствующими природе рыночных отношений. А с другой — отсутствие необходимых условий для применения этих методов на практике.

Выход видится в двух направлениях:

- постепенное создание институтов оценки;
- создание соответствующих условий для их эффективной работы.

Отличительной чертой экономики переходного периода является ее нестабильность. Риски, с которыми сталкиваются предприниматели в этих условиях намного выше средних величин, характерных для стран с развитыми рыночными отношениями.

Положение усугубляется высокими темпами инфляции, которые приводят к значительному искажению той незначительной информации, которую можно получить для оценки бизнеса (предприятия).

Инфляционные процессы следующим образом сказываются на положении предприятия:

1. Занижают стоимость имущества предприятия. Здания, оборудование и другие имущества оцениваются с использованием старых и новых цен, что затрудняет оценку их реальной стоимости;

2. Уменьшают стоимость товарно-материальных затрат и расходов на амортизацию, что вызывает, с одной стороны, завышение прибыли, а с другой — неоправданное занижение себестоимости реализуемой продукции;

3. Накопление денег предприятиями для капитальных вложений в результате их «эрозии» становится невозможным;

4. Приводят к доминированию краткосрочных интересов предприятия, росту фонда потребления и уменьшению фонда накопления, т.к. предприятие стремится сохранить реальный уровень оплаты труда, а это ведет к «проеданию» оборотных средств и скучных инвестиционных ресурсов;

5. Обесцениваются все доходы предприятия в результате падения курса сумы;

6. Вследствие уменьшения номинальной суммы прибыли на величину налога, у предприятия изымается в бюджет фактически не существующая часть прибыли. Налоговые платежи в условиях высокой инфляции обесцениваются;

7. Занижение себестоимости влечет за собой неполное возмещение реальной суммы текущих затрат и выручки предприятия. Для компенсации возрастающих затрат в будущем в условиях инфляции потребуется большая сумма денег по сравнению с потребностями в текущем периоде.

В результате сокращается производство, на каждом новом этапе воспроизводства требуются все возрастающие вложения оборотных средств, что обостряет потребность в кредитных ресурсах, порождает неплатежи. Проценты за кредит в условиях инфляции растут, и одновременно ожесточаются условия его получения.

Завышение финансовых результатов при заниженной стоимости активов порождает необоснованное завышение показателя рентабельности предприятия.

С учетом повышенного влияния на экономику переходного периода факторов риска и инфляции целесообразно применять методы оценки, учитывающие эти факторы.

При оценке в условиях нестабильной экономики особое значение приобретает дата проведения оценки. Привязка оценки ко времени особенно важна, когда, с одной стороны, рынок перенасыщен собственностью и испытывает недостаток инвестиционных ресурсов — с другой стороны.

Для кризисной экономии характерно превышение предложения всех активов, в т.ч. недвижимости, над платежеспособным спросом. Поэтому при определении цены предприятия необходим учет всех факторов риска, в т.ч. риска инфляции и банкротства.

В условиях стабильной рыночной экономики совокупность материальных активов и совокупность нематериальных прав на владение, как правило, реализуется в единстве.

В кризисных условиях при банкротстве предприятий совокупность материальных активов и совокупность нематериальных активов могут стать объектами самостоятельных и независимых актов купли-продажи. Раздельные сделки служат составными частями общего плана реорганизации или элементами общей стратегии, направленной на максимизацию стоимости распродаваемого имущества.

Однако общей тенденцией оценки имущества в кризисной экономике является снижение цены продажи относительно реальной ценности имущества.

В условиях инфляционной экономики наиболее употребляемыми методами оценки являются те же традиционные методы, но с внесением в них определенных корректив. Так, при использовании балансового метода оценки стоимости активов необходима предварительная переоценка активов. На практике наиболее часто используется оценка активов на основе «без инфляционного баланса» или индексации нетто-активов на процент инфляции. Более простой и более точной является оценка имущества предприятия с помощью индекса инфляции.

К сожалению, этот подход применим только тогда, когда темпы роста цен на активы совпадают с индексом инфляции, и индекс инфляции официально публикуется в государственных изданиях.

В мировой практике инфляционно корректирующая переоценка учитываемых объектов производится либо по колебаниям курсов валют, либо по колебаниям уровней товарных цен.

Допустим, что некий прибор куплен в прошлом году за 5 000 сум, при этом курс сумы к доллару составлял 400+1. Если сегодняшний курс составляет, например, 1200+1, то скорректированная стоимость прибора будет $5000 \cdot 3 = 15\,000$ сум.

Однако этот способ переоценки мало применим в наших условиях, т.к. его можно использовать лишь в условиях, когда курсовое соотношение сумы и доллара точно соответствует соотношению покупательной способности. Реальный курс узбекского сумы сильно искажен, и поэтому для РУз сегодня более точной является переоценка по колебаниям уровня товарных цен. Причем это переоценка может ориентироваться как на товарную массу в целом, так и на каждый конкретный товар.

При оценке активов с целью их покупки и дальнейшего использования покупатель предполагает получить прибыль, но это не всегда реально в условиях банкротства. Поэтому оценщик должен выявить и особенно тщательно оценить все угоревшее имущество. Важно правильно установить причины банкротства (это могут быть ошибки в управлении или устаревание оборудования) и учесть эти причины при оценке.

Рыночный (сравнительный) подход предполагает, что имеются покупатели и продавцы, намеревающиеся совершить сделку купли продажи данного предприятия, причем имеется в виду, что цена будет устанавливаться исходя из экономических соображений. Предполагается, что все участники рынка, в т.ч. оценщик, имеют неограниченный доступ к информации по оцениваемому и аналогичному предприятию.

Однако поскольку цены на предприятия часто устанавливались и устанавливаются в РУз не на основе экономических расчетов, то затруднительно и получение объективной информации для сравнения.

Вероятность ошибки в оценке при использовании данного метода возрастает в условиях инфляции и высокой вероятности банкротства.

Действительно, для учета инфляции оценщик корректирует стоимость аналогичных предприятий на процент инфляции, но стоит оценщику совершить даже относительно небольшую ошибку в выборе критериев для сравнения предприятий, как ошибка приобретает катастрофический характер.

И где гарантия, что базой для сравнения не послужило предприятие-банкрот с «липовой» отчетностью?

Учитывая все это использование сравнительного (рыночного) метода в нашей практике должно быть весьма ограничено.

На первый взгляд в условиях инфляционной экономики для оценки предприятия в наибольшей степени подходит метод текущей стоимости предприятия (метод дисконтированных денежных потоков), т.к. процент инфляции учитывается в дисконтной ставке. Но это возможно, если темпы инфляции предсказуемы, а экономика нормально функционирует. Первая проблема, которую предстоит решить эксперту-оценщику, — это определение дисконтной ставки. Ее с большей или меньшей степенью точности все же можно рассчитать. Сложнее спрогнозировать поток чистого дохода от деятельности предприятия на несколько лет вперед в условиях нестабильной экономики.

Подводя итоги проведённых рассуждений можно сделать следующие промежуточные выводы:

1. В условиях инфляции нельзя использовать в качестве критерия оценки предприятия балансовую стоимость. Требуется коррекция стоимости активов на процент инфляции. Метод оценки скорректированной чистой балансовой стоимости наиболее пригоден для определения нижнего предела цены. Однако, следует учитывать, что строительство в период кризисной экономики неэффективно, поэтому рыночная цена недвижимости порой превышает рациональный уровень. Кроме того, основные фонды часто являются устаревшими и их количество выше оптимального уровня. В результате цена, базирующаяся на скорректированной балансовой стоимости, может оказаться выше цены, рассчитанной на основе чистого дохода, что явно не устроит инвестора.

2. Стоимость воспроизводства не может быть использована для оценки, поскольку значительная часть оборудования в РУз морально и физически устарела, а там, где рынок поддержанного оборудования крайне мал, определение рыночной цены по аналогам представляет известную трудность.

3. В качестве минимальной (нижней) границы цены предприятия, которое в обозримом будущем наиболее вероятно станет банкротом, целесообразно использовать метод ликвидационной стоимости. Но и здесь сложность заключается в том, что рынок недвижимости и рынок поддержанного оборудования находятся в стадии становления, что затрудняет определение цены предприятия на основе ликвидационной стоимости.

4. По мере развития рынка будет накапливаться информация по рыночным ценам недвижимости, оборудования и других активов. В настоящее время полезным является проведение сравнительного анализа рыночного положения различных предприятий. Основные элементы этого анализа — исследование рынков сбыта и финансового состояния предприятия.

5. Стоимость чистых активов, особенно скорректированная, достаточно много говорит о доходности предприятия и для собственника и для инвестора, и, следовательно, является главным критерием оценки. Поэтому наиболее перспективным для оценки предприятия являются методы, базирующиеся на чистых доходах. Использование чистых доходов, полученных предприятием в прошлом, вряд ли целесообразно из-за коренной ломки внешней экономической среды, в которой функционирует предприятие.

Многие предприятия получали и до сих пор получают дополнительные прибыли в результате своего монопольного положения, что приводит к видимости их стабильного роста. Если оценщик прогнозирует, что привилегий у предприятий-монополистов не будет, они могут перейти в разряд убыточных.

В настоящее время определенное число предприятий продолжают существовать исключительно благодаря субсидиям. Многие из них лишились своих традиционных рынков.

Не исключено, что ряд предприятий, с которыми фирмы заключили контракты, в ближайшее время могут оказаться банкротами.

Отсюда следует вывод: прошлое можно использовать в качестве «якоря» для оценки стоимости предприятия только после соответствующей корректировки.

Неразвитость рынка капитала в РУз затрудняет использование метода капитализации чистого дохода. И собственника, и инвестора, в первую очередь,

интересуют чистые доходы в будущем. Поэтому при наличии всей необходимой информации наиболее перспективны методы оценки предприятия на основе будущих денежных потоков, приведенных к настоящему времени. Особенno это касается предприятий, которые останутся действующими на ближайшую перспективу.

6. Действующая во многих странах СНГ нормативная методика оценки стоимости имущества предприятий приводит к искажению стоимости объектов, приватизируемых путем выкупа.

Об этом свидетельствует внушительный разрыв между начальной и продажной ценой предприятий.

При приватизации необходим комплексный подход, базирующийся на одновременном использовании 3-х подходов к оценке действующего предприятия - имущественного, доходного и сравнительного (или рыночного).

Для оценки со стороны предложения целесообразно использовать остаточную стоимость для предприятий, которые могут быть закрыты.

Для оценки со стороны спроса в современных условиях в наибольшей степени подходит метод капитализации чистого дохода (если предприятие получает более или менее стабильный доход) и метод дисконтирования ожидаемых чистых доходов — для крупных предприятий или при значительных чистых доходах.

Для определения цены равновесия при наличии соответствующей информационной базы оптимальным является метод рыночных продаж.

Минимальная и максимальная границы цены определяются следующим образом:

- для продавца можно рассчитать минимальную цену стоимости предприятия или части его имущества, которая определяется рыночной стоимостью оцениваемых активов, и цену исходя из получаемых доходов;

- для покупателя можно рассчитать максимальную цену экономически целесообразной покупки, которая определяется текущей стоимостью чистых доходов от бизнеса (обычно за 4 последующих года).

Использование метода сравнения рыночных продаж позволяет определить, в какую сторону (цены продавца или цены покупателя) будет тяготеть цена недвижимого имущества на рынке.

5. Анализ факторов, влияющих на стоимость бизнеса

В ходе оценки бизнеса крайне важно проанализировать факторы влияющие на его стоимость. Рассмотрим наиболее типичные из них:

а) влияние контрольного и неконтрольного (пакета) участия в предприятии на его стоимость.

Степень контроля предприятия влияет на оцениваемую стоимость последнего и зависит от возможности осуществить те или иные права, связанные с контролем над предприятием, например:

1. Избирать членов совета директоров и вносить изменения в направлении работы предприятия.

2. Утверждать перспективную политику и вносить изменения в направлении работы предприятия,

3. Определять вознаграждения и привилегии членам правления.

4. Приобретать, продавать и ликвидировать активы предприятия.

5. Отбирать партнеров для заключения контрактов.

6. Принимать решения о слиянии и поглощении других предприятий.

7. Ликвидировать, распродавать, реорганизовывать предприятие.

8. Продавать или приобретать собственные акции предприятия.

9. Регистрировать акции новых выпусков для открытой продажи.

10. Утверждать отчеты о результатах хозяйственной деятельности.

11. Объявлять и выплачивать дивиденды.

12. Вносить изменения в уставные документы или правила внутреннего распорядка.

Каждое в отдельности из перечисленных выше прав имеет свою стоимость, поэтому когда перед оценщиком стоит задача определить стоимость контрольного пакета акций предприятия, он должен предварительно определить набор и стоимость этих прав.

Права владельца контрольного пакета акций могут быть ограничены рядом условий. Например, условиями голосования при избрании членов совета директоров, определенными ограничениями, сформированными в учредительных документах, или условиями конкретного распределения акций между акционерами.

Иллюстрацией последнего условия может служить следующая ситуация. Если один акционер обладает 49%, а другой 51% акций, то первый в очень редких случаях имеет возможность контролировать деятельность предприятия.

А если два акционера имеют по 49% акций, а третий - 2, то первые два акционера зависят от позиции третьего. В такой ситуации третий акционер может получить значительные блага и права за свой пакет акций. Акции этого малого пакета будут стоить значительно дороже, чем такое же количество акций из первых двух больших пакетов. Таким образом, при оценке стоимости предприятия необходимо внимательно изучить структуру распределения акций в уставном капитале и сделать соответствующие поправки к стоимости акций.

На стоимость акций предприятия также влияет, является ли акция голосующей или нет, т.е. простой или привилегированной. Голосующая, как правило, стоит дороже, чем не голосующая. Акция контрольного пакета оцениваемого предприятия стоит выше акции неконтрольного пакета.

б) влияние на стоимость предприятия ликвидности его активов.

Стоимость акций ликвидных предприятий (а значит и стоимость самих предприятий), как правило, выше, чем стоимость акций неликвидных предприятий.

С этим положением связано следующее правило: акции открытых АО стоят выше акций закрытых АО. Разница достигает 35-50%, что обусловлено многими причинами, в т.ч. и большими затратами на публичное размещение акций.

Более низкая стоимость акций закрытых АО связана также с ограничениями на права собственности, которые нередко имеют место в закрытых АО. К таким ограничительным соглашениям относятся договоры об обязательной купле-продаже акций акционерам предприятия, право первого отказа, требование о согласии на свободную продажу акций, договоры об объединении, голосующие трасты и др.

При оценке стоимости предприятия необходимо различать скидки, обусловленные контрольным характером участия, и скидки, связанные с неликвидностью предприятия. Термин «контрольное участие» связан с соотношением между стоимостью оцениваемого участия и стоимостью всего предприятия.

Главная проблема для эксперта-оценщика - определение степени контроля над оцениваемым предприятием, который обеспечивает (или не обеспечивает) владение контрольным пакетом акций.

Термин «ликвидность предприятия» связан с возможностью быстрой продажи его активов по решению владельца.

Важным также представляется определение величины, с которой делаются скидки.

Скидка, связанная с неконтрольным пакетом акций, отражает отсутствие контроля за предприятием. Поэтому эта скидка делается (вычитается) из доли предприятия, пропорциональной оцениваемому пакету акций. Причем доля предприятия, из которой делается скидка, включает все права контроля.

Скидка на неликвидность, оцениваемого пакета отражает трудности его быстрой продажи. Базой, с которой вычитается эта скидка, является стоимость предприятия (или долевого участия, пропорционального оцениваемому пакету акций, обладающего высокой степенью ликвидности).

Например, если неконтрольный пакет акций закрытого АО оценивается исходя из цен неконтрольного пакета акций открытого АО, акции которого продаются на фондовом рынке, то на стоимость акций закрытого АО делается скидка на неликвидность по сравнению с акциями открытого АО.

Если неконтрольный пакет акций закрытого АО оценивается методом капитализации прибыли, скорректированной балансовой стоимости и другими методами (без сопоставления с ценами акций открытого АО), и если коэффициенты капитализации (или мультиплаторы) при этом берутся применительно к контрольным пакетам открытых АО, то скидки производятся как на неконтрольный пакет, так и на относительную неликвидность акций.

И, наоборот, если контрольный пакет закрытого АО оценивается исходя из ежедневных цен продаж акций открытых АО, входящих в неконтрольные пакеты, то к расчетам стоимости оцениваемых акций прибавляется премия за контроль.

Когда скидка на неликвидность акций и премия за контроль имеют одну и ту же величину, стоимость акций, к которым применяется и скидка, и премия, остается неизменной. Следует также подчеркнуть, что скидка на неликвидность делается при оценке как контрольных, так и неконтрольных пакетов акций закрытых предприятий.

Таким образом, простая сумма отдельных пакетов акций предприятия, как правило, не равна общей стоимости этого предприятия. Это обстоятельство является стимулом ко всякого рода слияниям и поглощениям предприятий.

На стоимость предприятия влияют и другие качественные факторы: открытое или закрытое предприятие; квалификация управленческого персонала; диверсифицированность производства; отсутствие вертикальной производственной интеграции; наличие научной базы; прогрессивность оборудования и т.д.

в) открытое АО и закрытые предприятия.

Акции открытых АО, как правило, имеют хождение на фондовом рынке. Поэтому эксперт-оценщик имеет возможность получить информацию, необходимую для оценки такого предприятия.

К закрытым предприятиям с точки зрения оценки относятся АОЗТ и предприятия других организационно-правовых форм — средние и малые предприятия, информацию о деятельности которых трудно найти в открытой печати. Поэтому оценка закрытых предприятий осуществляется, как правило, исходя из информации полученной на открытом фондовом рынке с учетом различий между открытыми и закрытыми предприятиями.

Во-первых, инвестиции в закрытые предприятия обычно вкладываются на более продолжительный срок, чем в открытые.

Во-вторых, в ОАО легче сформировать диверсифицированный портфель инвестиций, чем в закрытом предприятии. Соответственно и риск, связанный с инвестициями в ОАО, меньше, чем риск вложений в закрытые предприятия.

г) квалификация управленческого персонала.

Стоимость предприятия в значительной мере зависит от квалификации управленческого персонала, и это учитывается экспертом-оценщиком при выборе оценочного мультипликатора, при подборе коэффициента капитализации, либо на этот фактор делается специальная корректировка (скидка и премия) к общей расчетной стоимости предприятия.

д) диверсифицированность производства.

В большинстве случаев закрытые предприятия имеют довольно узкий набор выпускаемой продукции, что увеличивает их риски, связанные, например, с дефицитом сырья, или ограничивает их возможности перепрофилирования производства в сравнении с открытыми предприятиями, имеющими большую диверсификацию производства. Поэтому на эти предприятия имеется довольно ограниченный контингент покупателей, и эксперт-оценщик должен сделать соответствующую корректировку стоимости такого

предприятия.

е) отсутствие вертикальной производственной интеграции, значительно влияет на стабильность функционирования предприятия. Если предприятие производит какой-либо элемент для сборки оборудования или машины и покупатель этого элемента, осуществляющий сборку, принимает решение организовать собственное производство данного элемента, первое предприятие рискует лишиться всех доходов. Данное обстоятельство отражается на стоимости предприятия и должно учитываться при его оценке.

Наличие научной базы, масштабы и качество активов в том числе прогрессивность и изношенность оборудования, также влияют на стоимость предприятия и это надо учитывать при оценке.

6. Составление отчёта и заключения по оценке

В соответствии с установленными стандартами оценочной деятельности отчёт по оценке стоимости предприятия подготавливается в письменной форме. При этом используются одновременно 2 формы — полный отчет и заключение.

Требования, предъявляемые к структуре отчета

1. Отчет об оценке не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. Оценка, выполненная в целях расчета Рыночной Стоимости, должна соответствовать требованиям Раздела 5. Отчет должен содержать описание конкретного приложения понятия Рыночной Стоимости в смысле определения, данного в настоящих Стандартах, наряду с указанием на то, каким образом рассматривалась стоимость в терминах полезности или наиболее эффективного использования (или наиболее вероятного использования), и формулировки всех существенных предпосылок.

2. При расчете Рыночной Стоимости Оценщик должен четко идентифицировать эффективную дату оценки (дату, относительно которой определяется расчетная величина стоимости), цели и задачи оценки, а также иные существенные критерии для того, чтобы результаты, суждения и заключения отчета могли быть адекватно интерпретированы.

3. Несмотря на то, что при некоторых обстоятельствах применение альтернативных определений стоимости может быть допустимым, Оценщик должен позаботиться о том, чтобы в случае их использования такие альтернативы определения не интерпретировались как представление Рыночной Стоимости.

4. В том случае, если оценка проводится "внутренним оценщиком", т.е. тем, кто работает либо на предприятии, владеющем оцениваемым имуществом, либо в бухгалтерской фирме, ответственной за ведение финансовой документации и / или подготовку финансовой отчетности предприятия, в акте или отчете об оценке должен присутствовать специальный пункт, оговаривающий наличие и характер подобных взаимоотношений.

5. Изложение всех логических построений и выводов из них должно быть ясным и четким.

6. Все факты отчета должны быть функционально подтверждены.

7. Отчет должен содержать цель и функцию оценки, четкое описание оцениваемого объекта, определение вида оцениваемой стоимости, расчет издержек, прогноз будущих чистых доходов предприятия, документальное подтверждение используемых фактов, выводы.

8. Если оценщиком использовалась информация от представителей других профессий, должны быть сделаны соответствующие ссылки. Если оценки проводились на основании собственных умозаключений эксперта-оценщика, это также должно быть отмечено.

9. Необходимо обоснование используемых экспертом-оценщиком методов оценки.

10. В приложении к отчету лица, принимавшие участие в оценке подтверждают, что они не имеют какого-либо интереса в оцениваемом объекте собственности и не заинтересованы лично в результатах оценки.

11. Отчет должен быть оформлен по стандартной форме и подписан всеми лицами, принимавшими участие в оценке.

Качественный отчет, т.е. отчет, выполненный в полном соответствии с

профессиональными стандартами оценки, предполагает, что его читатель, пройдя вместе с оценщиком весь путь логических рассуждений, придет к тем же выводам, что и автор данного отчета.

Форма, размеры и содержание отчета могут значительно различаться в зависимости от характера оцениваемого объекта, поставленных целей и функций оценки. Если отчет предназначен для внешнего пользователя, необходимо детальное описание предприятия, но это не обязательно, если отчет подготовлен для внутреннего пользования.

Обычно практикуется следующая структура отчета по оценке:

1. Введение;
2. Описание макроэкономических параметров;
3. Характеристика отрасли;
4. Описание предприятия, его финансовое и технико-экономическое состояние;
5. Исследование данных по сопоставимым предприятиям;
6. Выбор и применение методов оценки;
7. Заключение;
8. Приложение.

Введение (первый раздел) должно содержать:

- задание на оценку;
- краткое описание предприятия ,(в т.ч. его организационно-правовую форму и права на имущество предприятия);
- характеристику капитала;
- общее описание стандарта оценки, который используется в данном конкретном случае;
- характеристику источников информации;
- обоснование выбранных методов оценки;
- выводы о стоимости предприятия;
- краткое описание отчета об оценке предприятия.

Во втором разделе описываются макроэкономические параметры, выявляются основные макроэкономические факторы (на национальном и рациональном уровнях), влияющие на результаты функционирования предприятия, их тенденции и воздействие на перспективы бизнеса. Если отчет строится на ретроспективной и прогнозной информации, должен быть включен анализ макроэкономической ситуации за прошлый и будущий период.

Третий раздел отчета (характеристика отрасли) представляет анализ отраслевых данных, условий функционирования отрасли, спроса, уровня конкуренции и т.д.

Четвертый раздел, посвященный предприятию, должен быть одновременно описательным и аналитическим, т.е., с одной стороны, необходимо выявить факты оценки, важные для понимания бизнеса, а с другой - проанализировать факторы, влияющие на стоимость предприятия.

В данный раздел включается описание основных этапов в истории развития предприятия, его производства; положение на рынке; маркетинговая политика; взаимоотношения с поставщиками; характеристика управления предприятием — выявляются основные проблемы, с которыми может столкнуться предприятие в будущем. Особое внимание уделяется анализу финансового состояния предприятия и прогнозированию его будущих чистых доходов.

Пятый раздел отчета (исследование данных по сопоставимым предприятиям) посвящен анализу сопоставимых предприятий. В этом разделе указываются критерии, по которым производился отбор предприятий, для сравнения; перечисляются источники информации; дается краткое описание предприятий, выбранных для сравнения, и их финансово-экономический анализ.

В шестом разделе (выбор и применение методов оценки) дается обоснование выбора тех или иных методов оценки; приводятся собственные расчеты, описываются

результаты оценки, полученные с использованием выбранных методов. Здесь же каждому выбранному методу оценки присваивается весовой коэффициент и определяется итоговая величина стоимости предприятия.

В заключении приводится краткое описание отчета об оценке и результаты оценки предприятия.

Условия отступления от стандарта

В некоторых государствах Оценщик может быть вынужден использовать или ссылаться на некоторое специфическое определение Рыночной Стоимости для соблюдения юридических или нормативных требований юрисдикции, в пределах которой проводится оценка. Если результаты оценки будут распространяться за пределы юрисдикции в область действия международных стандартов либо в тех случаях, когда местное определение может привести к неправильной интерпретации, Оценщик должен также использовать определение, приведенное в настоящих Стандартах, и указать, приводить ли выбор альтернативного определения к изменениям в результатах оценки.

Задачи по оценки бизнеса.

1. В первом году стоимость активов увеличился на 800 с, во втором году 880 с, третьем году , четвертом , пятом период по сравнений с 2-м увеличился на 5% после чего остаточный период ожидается рост по 2% в год. При следующем значении уровня дохода компании (Ra) и рыночный ставка дохода (Rm) и соответственно 18 и 25% значения без рисковой и среднерыночной ставке дохода определите чистую стоимость активов

| | | | | | | |
|----------|---|---|---|----|----|---|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| Ra ----- | 5 | 6 | 8 | -9 | 15 | 4 |

Rm 8 7 10 12 14,5 21,2

2. Предприятия планирует получить прибыль в 1-м году – 150\$ во 2-м году – 250\$, в 3-м году 200\$, 4-м году 300\$. По окончании прогнозного периода ожидается , еще чистая прибыль будущей на уровне 300\$ в год на 15 летний период. Каково текущая стоимость предприятия приставке дисконта 20%.

3. Стоимость активов в базовом периоде составила 30000 с и в течение 5 лет возрос на 10% после чего ежегодно ожидается увеличение по 5%. Без рисковая ставка дохода составляет 18%, среднерыночная ставка дохода – 25% . при следующем значении уровня дохода кампании (Ra) и рыночной ставки дохода (Ra) . определите чистую стоимость активов.

| | | | | | | |
|----------|---|---|---|---|---|---|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| Ra ----- | | | | | | |

4 8 15,2 -8,4 12,4

Rm – 6 12 13,5 21,3 18,1 20,1

4. Текущая стоимость активов предприятия составляет 100.000 сум и в течение 5 лет возрастает на 5%, после чего в пост прогнозный период увеличится на 25% Стоимость долга предприятия составляет 15%, ставка налогообложения 45%. Ставка дохода на собственный капитал установлен в переделе 18%. При том собственного капитала и долгосрочной за должности собственно 60% и 40% требуется определить чистую текущую стоимость активов.

5. Предприятия планируем получить прибыль в 1 году 160: во 2 –255: в 3-м – 205 –и в 4 м –305 долларов . По окончании прогнозного периода ожидается рост прибыли в течении 10 лет по 2% сравнение с первом году. Доля собственного капитала и долгосрочная задолжность предприятия стоимость долга – 12% и ставка налогообложения определена в пределах 40%. При ставке дохода на собственный капитал 20% требуется определить чистую текущую стоимость предприятия.

6. Инвестиции в размере 5000 с . в 1году приносит доходы 1000 , во 2-м году 2000с в з-м году 3000с, в 4-м году 4000 с 13 пост прогнозный период ожидается , что размер доходов будет оставаться на уровне 2000 сум в течений 25 лет. Каково текущая стоимость инвестиции при ставке дохода 19%.

7. запишите алгоритм генеральной очитки финансового калькуляторе БАП плюс.

8. экономическое содержание капитализации дохода.

9. Методика расчета чистой стоимость активов.

10. Экономическое значение и методика расчёта коэффициента текущей ликвидности предприятия.

11. Что означает «дисконтирование»

12. Предприятия планирует получить прибыль в 1-м году 150 \$, во 2-м –250, в 3-м –200 и в 4-м 300\$. По окончании прогнозного периода ожидается, что чистая прибыль будет 15 летний период.

Каково текущая стоимость предприятия при ставке дисконта 20%.

13. Актив предприятия оценен в 60000 сум, одного для его реализации необходимо 2 года. При чем расходы на его реализации составляет 20% от стоимости активов. Значение среднеотраслевого мультиплексора цена/прибыль составляет 12. Какова рыночная стоимость активов.

14. Инвестиции в размере 15000 с в течение 5 лет приносят прибыль в среднем по 15% затем в пост прогнозный период будет приносить по 15% прибыли. Какова текущая стоимость инвестиции при ставке дисконта 18% Набирайте график дисконтирования будущих денежных доходов инвестиции.

15. Платежи по доходам первого года составили 50 000 с, ожидается, это через 2 года эти доходы возрастут на 9% ежегодно. Доля собственного капитала составляет – 62%, доля долгосрочной задолжности – 38%, ставка долга – 5% и ставка налогообложения – 35%. Требуется определить текущую стоимость потока доходов.

16. Актив предприятия оценён в 60 000 с, одного для его реализации необходимо 2 года. При чём расходы на его реализации составляет 20% от стоимости активов. Значение средне раслевого мультипликатора цен.

17. Предприятия планирует получить прибыль в 1-м году 160, во 2-м году 225 , в 3-м году 205 и в 4-м году 305 долларов. По окончании прогнозного периода ожидается рост прибылей в течении 10 лет по 2% по сравнению с 1-м годом. Доля собственного капитала и долгосрочной здолжности предприятия соответственно составляет 61% и 39% а стоимость долга 12% определена в пределах 40% . при ставке дохода на собственный капитал 20% требуется определить чистую текущую стоимость предприятия $E=20\%$.

18. платежи по доходом первого года составили 50 000 сум, ожидается что через два года эти доходы возрастут на 9% ежегодно. Доля собственного капитала составляет 62%, доля долгосрочны задолжности 38%, ставка долга 5% и ставка нологообложения 35% %, требуется определит текущую стоимость потока денег.

Рейтинговые задания по курсу «Оценка бизнеса»

1. Методологические основы оценки бизнеса.
2. Экономическое значение и методика расчёта коэффициента текущей ликвидности предприятия.
3. Роль оценки бизнеса в процессе приватизации.
4. Методологии оценки бизнеса.
5. Предмет и методы изучения курса «Оценки бизнеса».
6. Понятие и сущность бизнеса.
7. Теория дисконтированного будущего денежного потока.
8. Расчет остаточной стоимости по модели Гордона.
9. Методика расчета чистой текущей стоимости бизнеса при неравномерном аннуитете.
10. Теория текущей стоимости, как методологическая основа оценки бизнеса.
11. Охарактеризуйте коэффициент бетта.

12. Методика расчета текущей стоимости в условиях обычного аннуитета.
 13. Основы задачи курса «Оценки бизнеса».
 14. Определение денежного потока.
 15. Методика расчета оценочных мультипликаторов.
- Методика расчета ставки дисконта путем WACC.

ЗАКОН РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН ОБ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Статья 1. Цель настоящего Закона.

Настоящий Закон регулирует отношения, связанные с осуществлением оценочной деятельности.

Статья 2. Законодательство об оценочной деятельности.

Законодательство об оценочной деятельности состоит из настоящего Закона и иных актов законодательства.

Если международным договором Республики Узбекистан установлены иные правила, чем те, которые предусмотрены законодательством Республики Узбекистан об оценочной деятельности, то применяются правила международного договора.

Статья 3. Понятие оценочной деятельности.

Под оценочной деятельностью понимается деятельность оценщика (юридического или физического лица), направленная на установление стоимости объекта оценки.

Статья 4. Лицензирование оценочной деятельности.

Оценочная деятельность осуществляется на основании лицензии.

Порядок лицензирования оценочной деятельности устанавливается Кабинетом Министров Республики Узбекистан. Орган, выдавший лицензию на оценочную деятельность осуществляет контроль за соблюдением оценщиками требований законодательства об оценочной деятельности.

Статья 5. Объекты оценки.

К объектам оценки относятся:

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое);
- право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
- права требования, обязательства (долги);
- работы, услуги, информация;

объекты интеллектуальной собственности и иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством установлена возможность их нахождения в гражданском обороте.

Статья 6. Виды стоимости объекта оценки.

В зависимости от целей оценки в отношении объекта оценки устанавливается рыночная или отличная от рыночной стоимость. Область применения и отличительные особенности видов стоимости объекта оценки определяются стандартами оценки. Оценка объекта оценки осуществляется в денежной форме.

Статья 7. Рыночная стоимость объекта оценки. Под рыночной стоимостью объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют в своих интересах разумно и без принуждения, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, включая обязанность для одной из сторон вступить в данную сделку.

В случае, если в нормативном акте, содержащем требование обязательного проведения оценки какого-либо объекта оценки, либо в договоре об оценке объекта оценки (далее — договор) не определен конкретный вид стоимости, установлено

подлежит рыночная стоимость данного объекта. Указанное правило подлежит применению и в случае использования в нормативном акте не предусмотренных настоящим Законом или стандартами оценки терминов, определяющих вид стоимости объекта оценки.

Статья 8. Отличная от рыночной стоимости объекта оценка.

Под отличной от рыночной стоимости объекта оценкой понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки оценен на условиях, отличных от предусмотренных статьей 7 настоящего Закона.

Статья 9. Стандарты оценки.

Стандарты оценки представляют собой комплекс взаимоувязанных норм и правил, определяющих:

- понятия и принципы оценки;
- требования к видам стоимости;
- требования к исходной информации;
- порядок проведения оценки;
- особенности применения методов оценки;
- требования к оформлению результатов оценки;
- иные требования.

Разработка, утверждение, внесение дополнений и изменений в стандарты оценки производятся в порядке, определяемом Кабинетом Министров Республики Узбекистан.

Статья 10. Право на проведение оценки и использование ее результатов.

Право на проведение оценки является безусловным.

Оценка объектов оценки производится в порядке, предусмотренном настоящим Законом.

Результаты проведения оценки могут быть использованы лицами, на балансе которых находится объект оценки, для корректировки данных бухгалтерского учета и отчетности.

Статья 11. Обязательность проведения оценки.

Проведение оценки является обязательным в случае вовлечения в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично государству, в том числе при:

- определении стоимости объектов оценки в целях их разгосударствления, приватизации, передачи в доверительное управление либо сдачи в аренду;
- использовании объектов оценки в качестве предмета залога;
- продаже или ином отчуждении объектов оценки;
- переуступке долговых обязательств, связанных с объектами оценки;
- передаче объектов оценки в качестве вклада в уставные фонды юридических лиц.

Проведение оценки является обязательным также в случае возникновения спора о стоимости объекта оценки, в том числе при:

- национализации имущества;
- ипотечном кредитовании;
- разделе имущества супругов по требованию одной из сторон;
- выкупе или ином предусмотренном законодательством изъятии имущества у собственников для государственных нужд;
- проведении контроля за правильностью уплаты налогов и других обязательных платежей.

Термины и определения, применяемые в оценочной деятельности. Действие настоящей статьи не распространяется на отношения, возникающие между государственными унитарными предприятиями, учреждениями и организациями при распоряжении имуществом, а крепленным за ними на праве хозяйственного ведения или оперативного управления.

Статья 12. Основание для проведения оценки.

Основанием для проведения оценки является договор между оценщиком и потребителем его услуг (заказчиком).

В случаях, предусмотренных законодательством, оценка объекта оценки, в том числе повторная, может быть проведена на основании определения суда.

Статья 13. Обязательные требования к договору.

Договор между оценщиком и заказчиком заключается в письменной форме в соответствии с законодательством.

Договор должен содержать:

- наименование объекта оценки;
- цель проведения оценки;
- вид определяемой стоимости объекта оценки;
- сумму денежного вознаграждения за проведение оценки.

В договор в обязательном порядке включаются сведения о наличии у оценщика лицензии на осуществление оценочной деятельности с указанием порядкового номера и даты выдачи - этой лицензии, органа, с выдавшего, а также срока, на который данная лицензия выдана.

Размер денежного вознаграждения за проведение оценки определяется договором и не может зависеть от величины стоимости объекта оценки.

Статья 14. Права оценщика

Оценщик вправе:

- применять самостоятельно методы оценки;
- требовать от заказчика при проведении обязательной оценки объекта оценки обеспечения доступа к документации, получал разъяснения и дополнительные сведения, необходимые для осуществления этой оценки;
- запрашивать у третьих лиц информацию, необходимую для проведения оценки объекта оценки. В случае, если отказ в предоставлении указанной информации существенным образом влияет на достоверность оценки, оценщик указывает это в отчете об оценке (далее отчет):
 - привлекать, при необходимости, на договорной основе к участию в проведении оценки иных оценщиков либо других специалистов;
 - отказаться от проведения оценки в случаях, если заказчик нарушил условия договора, не обеспечил предоставления необходимой информации об объекте оценки либо не обеспечил соответствующие договору условия работы.

Оценщик может иметь и иные права, предусмотренные законодательством.

Статья 15. Обязанности оценщика

Оценщик обязан:

- соблюдать при осуществлении оценочной деятельности требования законодательства и стандартов оценки;
- сообщить заказчику о невозможности своего участия в проведении оценки вследствие возникших обстоятельств, препятствующих проведению объективной оценки;
- обеспечить сохранность документов, получаемых в ходе проведения оценки;
- предоставлять по требованию заказчика лицензию на осуществление оценочной деятельности;
- не разглашать конфиденциальную информацию, полученную от заказчика в ходе проведения оценки, за исключением случаев, предусмотренных законодательством;
 - хранить копию отчета в течение трех лет.

Оценщик может нести и иные обязанности, предусмотренные законодательством.

Статья 16. Независимость оценщика.

Не допускается вмешательство заказчика либо иных заинтересованных лиц в деятельность оценщика.

Проведение оценки не допускается в случае, если:

- заказчик является собственником, учредителем (акционером), кредитором

страховщиком оценщика;

- оценщик является заказчиком или учредителем (акционером) либо должностным лицом юридического лица — заказчика;
- оценщик является собственником, учредителем (акционером), должностным лицом юридического лица или физическим лицом, которое имеет имущественный интерес в объекте оценки либо состоит с имеющими такой интерес лицами в близком родстве или свойстве;
- оценщик имеет вне договора вещные или обязательственные права в отношении заказчика или объекта оценки.

Статья 17. Общие требования к содержанию отчета. В отчете должны быть указаны:

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

Отчет может содержать и иные сведения, являющиеся существенными для полноты отражения примененного им метода расчета стоимости объекта оценки.

В случае, если при проведении оценки определяется отличная от рыночной стоимость, в отчете должны быть указаны критерии установления оценки и причины отступления от возможности определения рыночной стоимости объекта оценки.

Для проведения оценки отдельных видов объектов оценки законодательством могут быть предусмотрены специальные формы отчетов.

Отчет подписывается оценщиком, заверяется его печатью и передается заказчику.

Отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение.

Статья я 18. Достоверность отчета.

Отчет, составленный в порядке, предусмотренном настоящим Законом, признается достоверным.

Стоимость объекта оценки, указанная в отчете, носит рекомендательный характер для целей совершения сделки с объектом оценки, если иное не установлено законодательством или решением суда.

Статья 19. Ответственность оценщика.

Оценщик за невыполнение или ненадлежащее выполнение своих обязанностей, причинившее ущерб или вред правам или охраняемым законом интересам заказчика, а также за иные нарушения законодательства об оценочной деятельности несет ответственность в соответствии с законодательством.

Статья 20. Страхование гражданской ответственности оценщиков.

Страхование гражданской ответственности оценщиков осуществляется в соответствии с законодательством.

Статья 21. Профессиональные объединения оценщиков.

В целях защиты и представления своих интересов оценщики вправе объединяться в

профессиональные общественные объединения и иные организации (ассоциации, союзы), действующие на некоммерческой основе.

Статья 22. Разрешение споров.

Споры, возникающие при осуществлении оценочной деятельности, разрешаются в установленном порядке

**Президент
Республики Узбекистан
КАРИМОВ**
г.Ташкент,
19 августа 1999 года.

И.

СЛОВАРЬ ТЕРМИНОВ

А

АКТИВ — левая часть бухгалтерского баланса, отражающая состав и размещение средств предприятия (основных средств, запасов и незавершенного производства, дебиторской задолженности и денежных средств); в более широком смысле — любое имущество, обладающее стоимостью и принадлежащее физическому или юридическому лицу.

АНДЕРРАЙТЕР — лицо или компания, гарантирующие эмитенту размещение на рынке его облигационного займа или пакета акций на согласованных условиях за специальное вознаграждение.

АМОРТИЗАЦИОННЫЕ ОТЧИСЛЕНИЯ - отчисления части стоимости основных фондов (основного капитала) для возмещения их износа.

АННУИТЕТ — серия равновеликих платежей, получаемых или выплачиваемых через равные периоды времени в течение определенного срока. Различают обычный аннуитет, при котором выплаты производятся в конце каждого периода времени, и авансовый аннуитет, платежи по которому осуществляются в начале каждого периода времени.

Б

БАЛАНС — общий свод результатов бухгалтерского учета предприятия, характеризующий финансовое положение предприятия на определенную дату. Баланс содержит в левой части статьи, отражающие имущество предприятия (активы), в правой части — статьи, противопоставляющие им собственный и заемный капитал (пассивы).

БАЛАНСОВАЯ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ - стоимость, рассчитанная по данным бухгалтерского учета о наличии и движении различных видов имущества предприятия. Представляет собой разницу между балансовой стоимостью всех активов и общей суммой обязательств.

БЕЗРИСКОВАЯ СТАВКА — процентная ставка по инвестициям с наименьшим риском, обычно это ставка доходности по долгосрочным государственным обязательствам.

БИЗНЕС — любой (разрешенный законом) вид деятельности, приносящий доход или другие выгоды.

БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ АННУИТЕТА (НАКОПЛЕНИЕ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ ЗА ПЕРИОД) - одна из шести функций сложного процента, позволяющая

определить коэффициент для расчета будущей стоимости периодических равновеликих взносов при известных текущей стоимости взноса, процентной ставке и числе периодов.

В

ВАЛОВОЙ РЕНТНЫЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР - отношение цены продажи объекта недвижимости к потенциальному или действительному валовому доходу.

ВНЕШНЕЕ УПРАВЛЕНИЕ (СУДЕБНАЯ САНАЦИЯ) -процедура при банкротстве, применяемая к должнику в целях восстановления его платежеспособности, с передачей полномочий по управлению должником внешнему управляющему.

ВНЕШНИЙ УПРАВЛЯЮЩИЙ — лицо, назначаемое арбитражным судом для проведения внешнего управления.

ВНЕШНЯЯ ИНФОРМАЦИЯ В ОЦЕНКЕ - информация, характеризующая условия функционирования оцениваемого предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом.

ВНУТРЕННЯЯ ИНФОРМАЦИЯ В ОЦЕНКЕ - информация, Характеризующая эффективность деятельности оцениваемого предприятия.

ВНУТРЕННЯЯ СТАВКА ДОХОДА — процентная ставка, при которой дисконтированные доходы от инвестиций уравниваются с инвестиционными затратами.

ВОССТАНОВИТЕЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ - затраты в текущих ценах на строительство точной копии оцениваемого объекта.

ВРЕМЕННАЯ ОЦЕНКА ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ - приведение к сопоставимому виду денежных сумм, возникающих в разные периоды времени.

Г

GAP — разница (разрыв) между чувствительными к процентной ставке активами и чувствительными к процентной ставке пассивами.

ГУДВИЛЛ — часть нематериальных активов предприятия, определяемая добной репутацией, деловыми связями, известностью фирменного наименования, фирменной марки. Гудвилл возникает, когда предприятие получает стабильные высокие прибыли, превышающие средний уровень в данной отрасли.

Д

ДАТА ОЦЕНКИ — дата, по состоянию на которую производится оценка стоимости объекта.

ДВИЖИМОЕ ИМУЩЕСТВО — имущество, не относящееся к недвижимости и не требующее государственной регистрации.

ДЕЙСТВИТЕЛЬНЫЙ ДОХОД — денежные поступления от актива за вычетом потерь от недоиспользования и невнесения арендной платы.

ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК — сумма чистого дохода, амортизационных отчислений и прочих периодических поступлений или выплат, увеличивающих или уменьшающих денежные средства предприятия.

ДИВИДЕНДЫ — часть прибыли акционерного общества, выплачиваемая собственникам акций.

ДИСКОНТИРОВАНИЕ (ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ) - одна из шести функций сложного процента, позволяющих привести ожидаемые будущие денежные потоки, поступления и платежи к их текущей стоимости, т.е. в сопоставимый вид на сегодняшний день, при заданном периоде и процентной ставке.

ДИСКОНТИРОВАННЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ ПОСТУПЛЕНИЯ - текущая стоимость будущих денежных поступлений или платежей.

ДОХОД НА СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ — внутренняя ставка дохода на первоначальный собственный капитал, определяемая поступлениями денежных средств и выручкой от перепродажи.

ДОХОДНЫЙ ПОДХОД — способ оценки приносящей доход недвижимости (бизнеса), основанный на капитализации или дисконтировании денежного потока,

который ожидается в будущем от этой недвижимости.

Е

ЕДИНЫЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ СТАНДАРТЫ ОЦЕНКИ (ЕПСО) - это современные требования к профессии эксперта-оценщика. Они включают в себя этические правила поведения эксперта-оценщика, устанавливают единые требования к оценке. ЕПСО регламентирует технологию оценки и содержат нормы подготовки и проверки отчётов по оценке. ЕПСО необходимы для поддержания высокого уровня профессиональной оценки и все эксперты-оценщики обязаны их соблюдать.

З

ЗАКЛЮЧЕНИЕ ОБ ОЦЕНКЕ - это основные положения и выводы отчёта по оценке, изложенные в сжатом виде.

ЗАЛОГОВАЯ СТОИМОСТЬ — стоимость актива, обеспечивающего ипотечный кредит, которую кредитор надеется получить от продажи на рынке данного актива в случае неплатежеспособности заемщика. Она служит верхним пределом ссуды, которая предоставляется под залог актива.

ЗАТРАТНЫЙ МЕТОД — метод, базирующийся на восстановительной стоимости или стоимости замещения объекта той же полезности за минусом всех видов износа.

ЗАТРАТЫ — выраженные в денежной форме расходы предприятия или индивидуального предпринимателя на производство и (или) реализацию продукции, работ и услуг.

И

ИЗНОС (в оценке) — любая потеря полезности, которая приводит к тому, что рыночная стоимость актива становится меньше стоимости замещения (воспроизводства). Износ учитывается посредством периодического списания стоимости актива. Различают два метода начисления износа: прямолинейный — равными долями в течение всего срока службы актива и ускоренный — более быстрое списание стоимости (по сравнению с прямолинейным методом).

ИМУЩЕСТВО — материальные объекты и нематериальные активы, обладающие полезностью и стоимостью.

ИНВЕСТИРОВАННЫЙ КАПИТАЛ - сумма обязательств и собственного капитала предприятия, оцениваемая в долгосрочной перспективе.

ИНВЕСТИЦИИ — вложение денежных средств или покупка собственности для извлечения доходов или других выгод.

ШЕВЕСТИЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ - стоимость объекта для конкретного инвестора, учитывающая индивидуальные требования к инвестициям.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ — изучение различных инвестиционных проектов на основе финансовых расчетов эффективности капиталовложений, определяющее их соответствие специфическим потребностям конкретного инвестора.

ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНАЯ СОБСТВЕННОСТЬ - право гражданина или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации юридического лица, продукции или услуг (фирменное наименование, товарный знак и т.п.).

ИНФЛЯЦИОННЫЙ РИСК — риск, обусловленный непрогнозируемым ростом цен.

ИНФЛЯЦИОННАЯ КОРРЕКТИРОВКА — приведение ретроспективной информации, используемой в оценке, к сопоставимому виду, а также учет инфляционного роста цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконтирования.

К

КАПИТАЛ — совокупность денежных средств (денежного капитала), предназначенных для инвестирования, и средств производства (вещественного капитала), используемых в процессе создания товаров и предоставления услуг.

КАПИТАЛИЗАЦИЯ — процесс пересчета доходов, полученных от объекта,

позволяющий

КОМИССИОННЫЙ ДОХОД — доход банка от деятельности по открытию и обслуживанию счетов, кредитов и предоставлению услуг.

КОНКУРСНОЕ ПРОИЗВОДСТВО — процедура при банкротстве, применяемая к должнику, признанному банкротом, в целях соразмерного удовлетворения требований кредиторов.

КОНТРОЛЬ ЧЕРЕЗ ВЛАДЕНИЕ АКЦИЯМИ — степень контроля, получаемая владельцем пакета акций, от которой зависит возможность осуществлять управление предприятием и определять направления его социально-экономического развития.

КОНТРОЛЬНЫЙ ПАКЕТ АКЦИЙ — часть акций предприятия, сосредоточенная в руках одного акционера. Он должен включать 50% акций плюс одна акция, дающих право голоса.

КОРРЕКТИРОВКИ (ПОПРАВКИ) - прибавляемые или вычитаемые суммы, учитывающие различия между оцениваемым и сопоставимым объектами.

КОЭФФИЦИЕНТ БЕТА(?) — величина систематического риска при расчете ставки дисконтирования, основанном на колебаниях курса акций оцениваемой компании относительно колебаний цен на фондовом рынке в целом.

КРЕДИТНЫЙ РИСК — вероятность того, что заемщик не выполнит своих обязательств перед кредитором в соответствии с первоначальными условиями кредитного соглашения.

КРЕДИТ С ПЛАВАЮЩЕЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКОЙ - уровень процента по ссуде, изменяющийся в течение срока пользования ею в зависимости от избранной банком базы (в западной практике относительно ставки Libor, в российской практике относительно ставки рефинансирования ЦБ РФ или ставок межбанковского рынка — Mibor, Mibid, Instar).

Л

ЛИКВИДАЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ — денежная сумма в виде разницы между доходами от ликвидации предприятия, полученными в результате раздельной распродажи его активов, и расходами на ликвидацию.

ЛИКВИДНАЯ ПОЗИЦИЯ — разница между источниками средств и их использованием.

ЛИКВИДНОСТЬ — 1) способность предприятия своевременно выполнять свои платежные обязательства; 2) способность актива быстро переводиться в деньги.

ЛИКВИДНОСТЬ БАНКА — способность приобретать средства по разумной цене

М

МАРЖА — а) надбавка к процентной ставке-ориентиру, составляющая прибыль кредиторам и зависящая от условий кредита и уровня риска; б) надбавка к издержкам продавца товара, составляющая прибыль производителя; в) любая надбавка к цене для получения прибыли при перепродаже.

МЕНЬШАЯ ДОЛЯ — часть акций предприятия, составляющая менее 50%, владение которой дает право контроля за деятельностью предприятия.

МЕТОД ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ — способ расчета текущей стоимости будущего потока доходов в прогнозный период и выручки от перепродажи объекта в послепрогнозный период.

МЕТОД ИЗБЫТОЧНЫХ ПРИБЫЛЕЙ — способ определения стоимости нематериальных активов, не отраженных в балансе, но обеспечивающих доход на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня.

МЕТОД КАПИТАЛИЗАЦИИ — способ определения рыночной стоимости предприятия (бизнеса) путем деления величины годового дохода на соответствующую этому доходу ставку капитализации.

МЕТОД КУМУЛЯТИВНОГО ПОСТРОЕНИЯ - способ расчета ставки капитализации или дисконтирования, при котором к безрисковой процентной ставке прибавляются поправки (премии), учитывающие риск инвестирования в оцениваемое предприятие.

МЕТОД ОТРАСЛЕВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ - способ использования коэффициентов отношения цены к определенным экономическим показателям, рассчитанных на основе обобщенных данных о продажах предприятий малого бизнеса, учитывающих их отраслевую специфику.

МЕТОД ПРЯМОГО СРАВНИТЕЛЬНОГО АНАЛИЗА ПРОДАЖ — способ оценки стоимости путем сравнения недавних продаж сопоставимых объектов с оцениваемым объектом после внесения корректировок, учитывающих различия между объектами.

МЕТОД КОМПАНИИ-АНАЛОГА (РЫНКА КАПИТАЛА) — способ оценки стоимости акционерного общества на основе информации о ценах сходных компаний, акции которых свободно обращаются на рынке.

МЕТОД СДЕЛОК — способ оценки стоимости акционерных обществ на основе информации о ценах, по которым происходили покупка контрольного пакета акций или компаний в целом, слияние и поглощение компаний.

МОДЕЛЬ ГОРДОНА — формула оценки стоимости объекта в послепрогнозный период, построенная на капитализации годового дохода послепрогнозного периода при помощи коэффициента, рассчитанного как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста доходов.

МОДЕЛЬ ОЦЕНКИ КАПИТАЛЬНЫХ АКТИВОВ - формула расчета ставки дисконтирования на основе показателей фондового рынка: безрисковой ставки дохода, коэффициента бета (?), среднерыночной доходности ценных бумаг, премии для малых предприятий, премий за риск инвестирования в данное предприятие и за страновой риск.

МОРАТОРИЙ — приостановление исполнения должником денежных обязательств и уплаты обязательных платежей.

МУЛЬТИПЛИКАТОР — коэффициент, отражающий соотношение между ценой компании и ее финансовыми показателями. В оценочной деятельности используются два типа мультипликаторов: интервальные—цена/прибыль, цена/денежный поток, цена/дивиденды, цена/выручка от реализации; моментные — цена/чистые активы и др.

МУЛЬТИПЛИКАТОР ЦЕНА/ВЫРУЧКА ОТ РЕАЛИЗАЦИИ — коэффициент, характеризующий соотношение между ценой предприятия и стоимостью годового объема выручки от реализуемой продукции и услуг. Используется для оценки предприятий сферы услуг, а также предприятий, производящих узкую номенклатуру продукции.

МУЛЬТИПЛИКАТОР ЦЕНА/ДИВИДЕНДЫ - коэффициент, характеризующий соотношение между ценой акции и дивидендными выплатами: реальными или потенциальными. Под потенциальными дивидендами понимают типичные дивидендные выплаты по группе сходных предприятий, рассчитанные в процентах чистой прибыли.

МУЛЬТИПЛИКАТОР ЦЕНА/ПРИБЫЛЬ ИЛИ ЦЕНА/ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК — коэффициент, характеризующий соотношение между ценой и доходами предприятия, рассчитываемыми до или после учета таких статей, как амортизация, дивиденды, проценты за кредит, налога. Крупные компании лучше оценивать на основе чистой прибыли. Мелкие фирмы — на основе прибыли до уплаты налогов, так как в этом случае устраняется влияние различий в налогообложении. Мультипликатор цена/денежный поток точнее учитывает политику капитальных вложений и амортизационных отчислений.

МУЛЬТИПЛИКАТОР ЦЕНА/ЧИСТЫЕ АКТИВЫ - коэффициент, характеризующий соотношение между ценой предприятия и его чистыми активами

Н

НАЛОГООБЛАГАЕМАЯ СТОИМОСТЬ - стоимость, рассчитанная на основе

нормативных документов по налогообложению собственности.

НЕДВИЖИМАЯ СОБСТВЕННОСТЬ — совокупность материальных объектов недвижимости, а также правомочий и преимуществ, вытекающих из права собственности на эту недвижимость.

НЕДВИЖИМОСТЬ — земля и все, что постоянно закреплено на ней (здания, сооружения, леса, многолетние насаждения и т.д.). Основные свойства недвижимости — это неподвижность и материальность.

НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ — объекты, используемые для получения дохода в течение длительного периода (не менее года) либо не имеющие материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не играет существенной роли в процессе их эксплуатации. В составе нематериальных активов различают интеллектуальную собственность, имущественные права, отложенные или отсроченные расходы, гудвилл.

НЕПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ — (во внесудебных процедурах) — неустойчивое финансовое положение государственного предприятия или организации с долей участия государства в капитале не менее 25%, выявляемое уполномоченным органом в соответствии с утвержденной Правительством Российской Федерации системой критерииев.

НЕПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ БАНКА - неспособность выполнять обязательства перед кредиторами и вкладчиками, вследствие того что рыночная стоимость активов меньше рыночной стоимости обязательств.

НЕСОСТОЯТЕЛЬНОСТЬ (банкротство) — признанная судом или объявленная должником неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей.

НЕУСТРАНИМЫЙ ИЗНОС (в оценке) — износ актива, затраты на устранение которого превышают соответствующее увеличение его стоимости.

НОМИНАЛЬНАЯ СТАВКА ПРОЦЕНТА - это годовая ставка процента.

НОРМА ВОЗМЕЩЕНИЯ КАПИТАЛА — процентная ставка, по которой капитал, инвестированный в актив, подверженный износу, возмещается из дохода, получаемого от использования этого актива.

НОРМАЛИЗАЦИЯ — определение доходов и расходов, характерных для нормально функционирующего бизнеса; исключает единовременные доходы и расходы, корректирует методы учета операций с отражением отраслевой специфики, определяет рыночную стоимость активов.

НОУ-ХАУ — полностью или частично конфиденциальные экономические, технические,правленческие или финансовые знания и опыт, обеспечивающие доход

О

ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ — часть вещественного капитала с коротким сроком оборачиваемости (наличность в кассе, товарно-материальные запасы и т.д.); разница между текущими активами и текущими обязательствами предприятия.

ОБЪЕКТ ОПЕНКИ — движимое и недвижимое имущество, нематериальные и финансовые активы предприятия или бизнес в целом.

ОПЕРАЦИОННЫЕ РАСХОДЫ — расходы по эксплуатации объекта недвижимости, без учета обслуживания долга и подоходных налогов.

ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ — часть вещественного капитала, используемая в производственном процессе в течение длительного времени (земельные участки, здания, сооружения, машины, оборудование и т.п.).

ОСТАТОЧНАЯ СТОИМОСТЬ — первоначальная стоимость активов за минусом начисленного износа.

ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ — документ, предъявляемый экспертом-оценщиком заказчику, в котором обосновывается проведенная оценка стоимости заказанного объекта.

ОЦЕНКА — систематизированный сбор и анализ экспертами данных, необходимых для определения стоимости различных видов имущества (бизнеса) и оценки ее на основе действующих законодательства и стандартов.

ОЦЕНОЧНАЯ ФИРМА - юридическое лицо, зарегистрированное как предприятие, основным видом деятельности которого является оценочная деятельность, имеющее любую организационно-правовую форму, предусмотренную законодательством страны, за исключением АООТ.

ОЦЕНЩИК — специалист, обладающий высокой квалификацией, подготовкой и опытом для оценки различных видов имущества (бизнеса).

П

ПАССИВ — правая часть бухгалтерского баланса, отражающая источники средств предприятия (уставный капитал, различные фонды, кредиты и займы, кредиторская задолженность).

ПЕРИОД (СРОК) ОКУПАЕМОСТИ — время, необходимое для получения от реализации инвестиционного проекта денежных средств, равных первоначально инвестированной сумме.

ПЕРИОДИЧЕСКИЙ ВЗНОС В ФОНД НАКОПЛЕНИЯ (ФАКТОР ФОНДА ВОЗМЕЩЕНИЯ) - одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета величины периодических равновеликих взносов, необходимых для накопления известной будущей денежной суммы при заданных процентной ставке и периоде.

ПЕРИОДИЧЕСКИЙ ВЗНОС НА ПОГАШЕНИЕ КРЕДИТА (ВЗНОС НА АМОРТИЗАЦИЮ, ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ) — одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить величину будущих периодических равновеликих платежей в погашение кредита при известном проценте, начисляемом на уменьшающийся остаток кредита.

ПЛАН ФИНАНСОВОГО ОЗДОРОВЛЕНИЯ - прогнозный документ, реализация которого имеет целью восстановление платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия-должника.

ПОЛЕЗНОСТЬ — субъективная ценность, которую потребитель придает определенному объекту. В оценке она определяется возможностями и способами использования объекта, обусловливающими величину и сроки получаемого дохода и других выгод.

ПОЛИТИЧЕСКИЙ РИСК — изменение стоимости или угроза национализации или конфискации активов, вызванные политическими событиями.

ПОЛНОЕ ПРАВО СОБСТВЕННОСТИ - право владения, пользования и распоряжения собственностью.

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ ВАЛОВОЙ ДОХОД — денежные поступления, которые были бы получены при сдаче в аренду всех единиц объекта недвижимости и получении всей арендной платы.

ПРЕДМЕТ ОЦЕНКИ — вид стоимости объекта, а также имущественные и прочие права, связанные с его оценкой.

ПРЕДПРИЯТИЕ — имущественный объект и определенная структура организованной хозяйственной деятельности по производству и (или) реализации продукции, работ, услуг. Предприятие является имущественным комплексом, имеет права юридического лица, самостоятельный баланс, расчетный и иные счета в банках.

ПРЕМИЯ ЗА КОНТРОЛЬ — денежное выражение преимущества, обусловленного владением контрольным пакетом акций.

ПРИБЫЛЬНОСТЬ (банка) — важный показатель деятельности банка, отражающий прибыль, которую заработал банк, используя находящиеся в его распоряжении ресурсы.

ПРИНЦИП ЗАМЕЩЕНИЯ — согласно этому принципу максимальная стоимость

актива определяется самой низкой ценой или затратами на строительство (приобретение) другого актива эквивалентной полезности.

ПРИНЦИП ОЖИДАНИЯ — согласно этому принципу рыночная стоимость определяется как текущая стоимость будущих доходов и других выгод, вытекающих из прав владения данным активом.

ПРИНЦИП ПРЕДЕЛЬНОЙ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ — согласно этому принципу расширение основных факторов производства эффективно до тех

ПРИНЦИП СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ - согласно этому принципу рыночная стоимость актива устанавливается в результате взаимодействия спроса и предложения на соответствующем сегменте рынка.

ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД — период прогнозирования доходов от деятельности предприятия (обычно до пяти лет), за которым следует послепрогнозный период.

ПРОСТОЙ ПРОЦЕНТ - процент, получаемый только на основную (первоначальную) денежную сумму, но не на начисленные проценты.

ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК — возможность потери банком части своей прибыли вследствие негативного, непредвиденного изменения процентных ставок на денежном рынке.

Р

РАСХОДЫ НА ЗАМЕЩЕНИЕ - расходы на периодическую замену быстроизнашивающихся компонентов объектов недвижимости.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ БАНКА — отношение прибыли после налогообложения к среднему размеру активов. Показатель отражает эффективность работы управляющих банка.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА - соотношение чистой прибыли после налогообложения к совокупному акционерному капиталу.

РИСК — опасность недополучения ожидаемых доходов или появления непредвиденных расходов.

РОЯЛТИ — периодическая выплата лицензионного вознаграждения: в виде отчислений от стоимости произведенной по лицензии продукции; в форме процента от объема продажи, начисленного от суммы прибыли.

РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ — денежная сумма, с которой согласны и продавец, и покупатель, не подверженные никакому давлению и хорошо осведомленные о всех фактах, имеющих отношение к данной сделке. Наиболее вероятная цена продажи.

РЫНОЧНАЯ ЦЕНА — денежная сумма, фактически выплаченная в сделке.

С

САНИРОВАНИЕ — проведение мероприятий для предотвращения банкротства, например реорганизация предприятия, испытывающего экономические трудности, как правило, путем изменения его финансового статуса.

СЕБЕСТОИМОСТЬ — прямые и косвенные затраты на производство какого-либо объекта.

СКИДКА НА НЕКОНТРОЛЬНЫЙ ХАРАКТЕР ПАКЕТА АКЦИЙ — денежная сумма, на которую уменьшается пропорциональная оцениваемому пакету доля стоимости акций в общей стоимости предприятия.

СКИДКА НА НИЗКУЮ ЛИКВИДНОСТЬ — абсолютная величина или доля (в %), на которую уменьшается рыночная стоимость объекта, чтобы отразить его недостаточную ликвидность.

СКРЫТЫЙ КАПИТАЛ БАНКА — разницы между балансовой и рыночной оценкой собственного капитала банка.

СЛОЖНЫЙ ПРОЦЕНТ (БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ) — одна из шести функций сложного процента, позволяющих определить

коэффициент для расчета будущей стоимости известной текущей денежной суммы по технике сложного процента. Процент начисляется как на первоначальную сумму, так и на ранее рассчитанные невыплаченные проценты, которые присоединяются к первоначальной сумме.

СОБСТВЕННОСТЬ — отношения между различными субъектами (Физическими или юридическими лицами) по поводу принадлежности средств и результатов производства; проявляются через правомочия владения, распоряжения и пользования.

СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ — уставный, учредительский или акционерный капитал предприятия (компании), включающий внесенный (оплаченный) капитал и нераспределенную прибыль.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД - оценка стоимости предприятия путем сравнения цен на сходные предприятия или цен на акции сопоставимых компаний. При оценке используются финансовый анализ и мультипликаторы. Подход включает три метода: метод компании-аналога (рынок капитала), метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

СТАВКА ДИСКОНТИРОВАНИЯ - процентная ставка, используемая для приведения ожидаемых будущих доходов (расходов) к текущей стоимости.

СТАВКА ДОХОДА НА ИНВЕСТИЦИИ - процентное соотношение между чистым Доходом и вложенными средствами

СТАВКА (КОЭФФИЦИЕНТ) КАПИТАЛИЗАЦИИ - процентная ставка, используемая для пересчета доходов в рыночную стоимость объекта.

СТАВКА ПРОЦЕНТА - ставка дохода на основную денежную сумму, используемая для приведения текущих сумм к будущей стоимости.

СТОИМОСТЬ - затраты факторов производства, овеществленные в данном объекте. Оценка стоимости - определение ценности объекта в конкретный момент времени в стоимость всего имущественного комплекса функционирующего предприятия (включая нематериальные активы) как единого целого.

СТОИМОСТЬ ЗАМЕЩЕНИЯ - затраты в текущих ценах на создание объекта, аналогичного по функциям оцениваемому, но построенного с применением современных материалов, технологий и стандартов.

СТРАХОВАЯ СТОИМОСТЬ - обоснованная максимальная сумма оценки предприятия в целях страхования рисков.

Т

ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА) — стоимость денежного потока от производственной деятельности и выручки от перепродажи объекта, дисконтированные по заданной ставке.

ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ АННУИТЕТА (текущая стоимость единичного аннуитета) — одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета текущей стоимости определенного количества будущих равновеликих поступлений или платежей денежных средств, дисконтированных по заданной процентной ставке.

ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ — денежные средства, товарно-материальные Ва запасы и дебиторская задолженность, которые могут быть превращены в деньги в течение года.

ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА — краткосрочные обязательства, подлежащие погашению в течение года.

ТЕХНИКА ОСТАТКА ДЛЯ ЗДАНИЙ И СООРУЖЕНИЙ — способ оценки стоимости зданий и сооружений, согласно которому доход, получаемый от их эксплуатации, является остатком чистого операционного Ф:.' дохода после вычета дохода, приходящегося на земельный участок.

ТЕХНИКА ОСТАТКА ДЛЯ ЗЕМЕЛЬНОГО УЧАСТКА — способ оценки стоимости земельного участка, определяющий доход, получаемый от использования земли, как остаток после вычета из чистого операционного дохода его части,

приходящегося на здания и сооружения.

ТЕХНОЛОГИЧЕСКОЕ УСТАРЕВАНИЕ - потеря стоимости, вызванная изменениями в технологии, в результате которых актив становится менее продуктивным, более дорогим в эксплуатации.

ТЕХНОЛОГИЯ ОЦЕНКИ - это определённая Едиными Профессиональными Стандартами Оценки последовательность процесса оценки стоимости предприятия (бизнеса).

ТОЧКА САМООКУПАЕМОСТИ ИЛИ БЕЗУБЫТОЧНОСТИ — объем производства, при котором совокупный доход равен совокупным расходам.

ТРАНСФОРМАЦИЯ — пересмотр или изменение формы бухгалтерской отчетности, если она ведется в соответствии с местными стандартами бухгалтерского учета, отличающимися от международных.

У

УСТАРЕВАНИЕ — потеря стоимости в результате уменьшения полезности объекта под воздействием физических, технологических, эстетических факторов, а также изменений окружающей среды.

УСТРАНИМЫЙ ИЗНОС (в оценке) — износ, затраты на ликвидацию которого оправданы ростом доходности или увеличением стоимости всего объекта.

Ф

ФИЗИЧЕСКИЙ ИЗНОС — снижение полезности и стоимости актива из-за ухудшения его физического состояния, потери естественных свойств в результате эксплуатации и природного воздействия.

ФИЗИЧЕСКОЕ УСТАРЕВАНИЕ - потеря стоимости объекта, вызванная изнашиванием, разрушениями, прочими физическими факторами, уменьшающими его полезность.

ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРЕДЖ (ФИНАНСОВЫЙ РЫЧАГ) определяется степенью использования заемных средств для покупки недвижимости или других активов. Расчеты показывают, что увеличение доли заемных средств в финансировании пассивов повышает влияние прироста объема деятельности на рентабельность.

ФИРМА — определенное имя или наименование, которое относится к одному или нескольким предприятиям или индивидуальному предпринимателю. Право на фирменное наименование защищается законом.

ФРАНЧАЙЗИНГ — экономическое покровительство, предоставляемое клиентам, открывающим новое дело.

ФРАНШИЗА — право использования известной фирмой марки или фирменной продукции, предоставляемое за плату, а также определенная помощь в управлении и сбыте продукции. Франшиза приобрела большое распространение в сфере ресторанов быстрого обслуживания, авторемонтных мастерских, бензоколонок и др.

ФРАНШИЗНАЯ СТОИМОСТЬ - положительный спред, возникающий на пассивной части баланса банка из-за несоответствия между ставками привлечения денежных средств и альтернативной их стоимостью на рынке.

ФУНДАМЕНТАЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ — аналитическая оценка стоимости объекта, основанная на предполагаемых внутренних характеристиках инвестиций, не затронутая особенностями, относящимися к любому конкретному инвестору.

ФУНКЦИОНАЛЬНОЕ УСТАРЕВАНИЕ - потеря стоимости актива, связанная с невозможностью выполнять функции, для которых актив предназначался в результате технических нововведений или изменения рыночных стандартов.

Ц

ЦЕНА — денежная форма выражения стоимости объекта в конкретных условиях спроса и предложения на него.

ЦЕННОСТЬ БАНКОВСКОЙ ЛИЦЕНЗИИ - нематериальный, нерегистрируемый актив, являющийся компонентом, составляющим понятие ценности.

Ч

ЧИСТАЯ ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ — стоимость потока доходов от операционной деятельности и от продажи объектов при заданной ставке дисконтирования за минусом первоначальных инвестиционных затрат.

ЧИСТЫЕ АКТИВЫ (НЕТТО-АКТИВЫ) — разница между суммарными активами и суммарными обязательствами.

ЧИСТЫЙ ДОХОД — (в бухгалтерском учете и налогообложении) — разница между доходами и расходами (включая налоги).

ЧИСТЫЙ ОПЕРАЦИОННЫЙ ДОХОД - действительный левой доход от объекта за вычетом операционных расходов.

Э

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ УСТАРЕВАНИЕ - потеря стоимости актива, вызванная внешними экономическими и неэкономическими факторами (политическими, юридическими, национальными и др.).

ЭКСПЕРТ-ОЦЕНЩИК - гражданин; прошедший соответствующее профессиональное обучение, получивший аттестат, имеющий сертификат на проведение оценки и осуществляющий оценку.

ЭФФЕКТИВНАЯ СТАВКА ПРОЦЕНТА - это номинальная годовая ставка поделённая на частоту периодов начисление процентов. Чем выше чистота переводов начисления процентов, тем ниже эффективная ставка.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ ПО ПРЕДМЕТУ «ОЦЕНКА БИЗНЕСА»

**Законодательные, нормативные акты и
работы Президента Республики Узбекистан И.А. Каримова:**

1. Конституция Республики Узбекистан. 8 декабря 1992 г.
2. Закон Республики Узбекистан “Об авторских и смежных правах” от 20.07.2006. N ЎРҚ-42.
3. Закон Республики Узбекистан “О лицензировании отдельных видов деятельности” от 25.05.2000. N 71-II.
4. Закон Республики Узбекистан “Об оценочной деятельности” от 19.08.1999. N 811-I.
5. Закон Республики Узбекистан от 25.04.96 г. «О банках и банковской деятельности»;
6. Закон Республики Узбекистан N 218-I от 25.04.96 г. «О механизме функционирования рынка ценных бумаг»;
7. Закон Республики Узбекистан N 223-I от 26.04.96 г. «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»;
8. Закон Республики Узбекистан «О ценных бумагах и фондовой бирже» от 02.09.93 г. N 918-XII;
9. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан №210 от 8 мая 2003г. «О лицензировании оценочной деятельности».
- 10.Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан «Положение о порядке разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности» от 9 марта 2001 года № 119.
- 11.Указ Президента Республики Узбекистан «О мерах по ускорению реализации приоритетных направлений в сфере углубления рыночных реформ и дальнейшей либерализации экономики» от 14 июня 2005 года.
- 12.Доклад Президента республики Узбекистан Ислама Каримова на заседании Кабинета Министров, посвященном итогам социально-экономического развития в 2005 году и важнейшим приоритетам углубления экономических реформ в 2006

году. «Закрепляя достигнутые результаты, последовательно стремиться к новым рубежам». www.press-service.uz.

- 13.Каримов. И. А. «Мамлакатимиз тараққиётининг қонуний асослариини мустаҳкамлаш фаолиятимиз мезони бўлиши даркор». // «Халқ сўзи», 2006 йил 25 февраль.
- 14.Каримов И. А. «Узбекский народ никогда и ни от кого не будет зависеть». Сборник работ, XIII том., 2005 г. www.press-service.uz
- 15.Каримов И.А. Узбекистан на пороге XXI века: угрозы безопасности, условие и гарантии прогресса. – Т.: Узбекистан, 1997 г. www.press-service.uz

Учебники и учебные пособия

- 16.Оценка бизнеса: Учебник/Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой – М.: Финансы и статистика, 2006.-736 с.
- 17.Оценка бизнеса, 2-е изд./Есипов В.Е. – Питер, 2006 – 464 с.
- 18.Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Щербаков В.А., Щербакова Н.А. – М.: Омега-Л, 2006 – 288 с.
- 19.Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов (2-е издание). А. Дамодаран, М.: Альпина, 2005 – 1341 с.
- 20.С.В. Валдайцев. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие для ВУЗов – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2005. – 720 с.
- 21.Бекмурадов А., Тожиев Р., Курбонов Х., Солиев К., Рузиев С. Узбекистан в годы либерализации экономики. 4-часть, Эффективность реформ в финансовой и банковской сфере. – Т.: ТГЭУ, 2005.
- 22.Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Серия «Высшее образование». – Ростов н/д: «Феникс», 2004 г.
- 23.Самарходжаев Б. Инвестиции в Республике Узбекистан: (Международно-частноправовой аспект) – Т.: Академия, 2003.
- 24.Джалалова И.А. Международный бизнес: Текст лекций. - Т.:ТГЭУ, 2005. – 188с.
- 25.Оценка стоимости предприятия (бизнеса)./ Грязнова А.Г., Федотова М.А., Эскандаров М.А., Тазихина Т.В. – М.: Интерреклама, 2003.
- 26.Пособие по оценке бизнеса. Уэст Т., Джонс Д.-М.: Квинто-Консалтинг, 2003
- 27.Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности. Козырев А.Н., Макаров В.Л. – М.: РИЦ ГШ ВС РФ, 2003.
- 28.Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник/Под ред. В.И. Кошкина – М.: 2002.
- 29.Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности. Азгальдов Г.Г., Карпова Н.Н. Учебное пособие, 2001.
- 30.Заключительные процедуры оценки бизнеса. Школьников Ю.В. Учебные материалы. МАОК.2001.
- 31.Оценка ценных бумаг. Азгальдов Г.Г. МАОК, 2001.
- 32.Принципы оценки бизнеса. Пратт Ш. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000.
- 33.Оценка предприятия: доходный подход. Таль Г.К., Григорьев В.В – М.: 2000
- 34.Ценные бумаги и фондовый рынок. Миркин Я.М. – М. Перспектива, 1995, 512 с.

Периодические издания и материалы научных конференций

- 35.Периодическое издание – бюллетень “Оценщик Узбекистана”.
- 36.“Налоговые и таможенные вести”, выпуски 2005-2006 гг.
- 37.“Частная собственность”, выпуски 2005-2006 гг.
- 38.Журнал “Экономическое обозрение”, выпуски 2005-2006 гг.

Статистические сборники и Интернет-ресурсы

39. Показатели социально-экономического развития Республики Узбекистан, Т.: Госкомстат РУз, 2007г.
40. Показатели социально-экономического развития Республики Узбекистан, Т.: Госкомстат РУз, 2006г.
41. Промышленность Республики Узбекистан за 2005 г.: Статистический сборник, Т.: Госкомстат РУ, 2005.

| | |
|--|--|
| § www.press-service.uz | § www.rbc.ru |
| § www.gov.uz | § www.ml.com |
| § www.mf.uz | § www.nyse.com |
| § www.invest2uzbekistan.com | § www.lse.com |
| § www.uza.uz | § www.economist.com |
| § www.uzreport.com | § www.reuters.com |
| § www.nbu.com | § www.finstat.uz |
| § www.uzsecurities.com | § www.appraiser.ru |
| § www.bearingpoint.com | § www.finance.uz |

