

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

**САМАРКАНДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ АРХИТЕКТУРНО-
СТРОИТЕЛЬНЫЙ ИНСТИТУТ ИМЕНИ МИРЗО УЛУГБЕКА**

ФАКУЛЬТЕТ «УПРАВЛЕНИЕ СТРОИТЕЛЬСТВОМ»

КАФЕДРА «ЭКСПЕРТИЗА И УПРАВЛЕНИЕ НЕДВИЖИМОСТЬЮ»

Зарегистрировано

№ _____

« ____ » _____ 2015 г.

Проректор по учебной работе

_____ Кулдашев А.Т.

« ____ » _____ 2015 г.

КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ

*по дисциплине «Оценка стоимости бизнеса» для студентов
3-го курса направлений образования*

5340900 – «Экспертиза и управление недвижимостью»

5340200 – «Менеджмент» (по отраслям)

Рассмотрено и утверждено
на заседании кафедры «ЭиУН»

« ____ » _____ 2015 г.

протокол № _____

Зав. кафедрой доц., к.э.н.

_____ Гиясов Б.Ж.

Самарканд 2015 г.

Конспект лекций рассмотрен и утвержден на научно-методическом Совете Самаркандского Государственного архитектурно-строительного института протокол № _____ от «_____» _____ 2015 г.

Составитель: проф. Ганиев К.Б.

Рецензенты:

доц. Кафедры «Менеджмент в строительстве» к.э.н. Ганиева Г.И.

доц. Кафедры «Экспертиза и управление недвижимостью»
Абдухамидов А.

Конспект лекций дисциплины рассмотрен и одобрен на заседании кафедры «Экспертиза и управление недвижимостью» «_____» _____ 2015 г. протокол № _____ и рекомендован для рассмотрения Советом факультета «Управление строительством».

Зав. кафедрой, доцент _____ Гиясов Б.Д.

Конспект лекций дисциплины рассмотрен и рекомендован для использования Советом факультета «Управление строительством» (протокол № _____ от «_____» _____ 2015 г.).

Председатель Совета факультета _____ Рахимов А.

**Согласовано: Начальник учебного
отдела СамГАСИ _____ Сирожиддинов У.С.**

Содержание

1. Введение.....	4
2. Основные понятия, принципы и последовательность проведения оценки	7
3. Анализ и оценка финансового состояния предприятия.....	21
4. Затратный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса).....	42
5. Сравнительный подход.....	52
6. Доходный подход при оценке стоимости предприятия (бизнеса).....	64
7. Оценка стоимости контрольного и неконтрольного пакета акций.....	98
8. Согласование данных в итоговую оценку стоимости.....	108
9. Термины и определения.....	118
10. Список использованной литературы.....	119
11. Аннотация.....	121

ВВЕДЕНИЕ

В Республике Узбекистан после обретения независимости в 1991 г. появилась необходимость в профессиональных оценщиках. На базе богатого зарубежного опыта и отечественной практики начала формироваться узбекская школа оценки. Для дальнейшего развития оценочной деятельности в Республике вышло Постановление Президента Республики Узбекистан от 24. 04. 2008 г. №ПП-843 «О дальнейшем совершенствовании деятельности оценочных организаций и повышении их ответственности за качество оказываемых услуг».

Это постановление послужило основой для создания новых национальных стандартов оценки имущества (недвижимости, интеллектуальной собственности и др.), в том числе по оценке стоимости предприятия (бизнеса) НСОИ №9.

Вопросы оценки собственности на современном этапе приобретают все большую значимость в системе управления бизнесом. В качестве объектов рыночной оценки выступает не только предприятие как хозяйствующий субъект, но и его отдельные активы.

На сегодняшний день стандартные методы оценки достаточно апробированы в отечественной практике, накоплен существенный опыт рыночной оценки имущества. В силу этого авторы попытались рассмотреть возможности применения стандартных методов к различным видам имущества, иллюстрируя теоретические положения практическими примерами оценки таких объектов, как земельные участки, недвижимость, бизнес, машины, оборудование и транспортные средства.

В настоящее время для принятия эффективных управленческих решений собственникам и руководству предприятия часто требуется информация о стоимости бизнеса. В проведении оценочных работ заинтересованы и другие стороны: государственные структуры (Госкомдемонополизации РУз, контрольно-ревизионные и другие органы), кредитные организации, страховые компании, поставщики, инвесторы и акционеры.

Повышение стоимости предприятия – один из показателей роста доходов его собственников. Поэтому периодическое проведение оценки стоимости бизнеса можно использовать для анализа эффективности управления предприятием. Традиционные методы финансового анализа основаны на расчете финансовых коэффициентов и на данных бухгалтерской отчетности предприятия. Однако, наряду с внутренней информацией в процессе оценки стоимости предприятия необходимо анализировать данные, характеризующие условия работы предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом.

Результаты оценки бизнеса, получаемые на основе анализа внешней и внутренней информации, необходимы не только для проведения переговоров о купле продаже – они играют существенную роль при выборе стратегии развития предприятия; в процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы предприятия, степень его устойчивости и ценность имиджа; для принятия обоснованных управленческих решений необходима инфляционная корректировка данных финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений; для обоснования инвестиционных проектов по приобретению и развитию бизнеса нужно иметь сведения о стоимости всего предприятия или части его активов.

Знание основ оценки стоимости предприятия (бизнеса) и управление ею, умение применять на практике результаты такой оценки - залог принятия эффективных управленческих решений, достижения требуемой доходности предприятия.

Цель преподавания дисциплины «Оценка бизнеса» подготовка высококвалифицированных специалистов в области управления и оценки предприятия. Учебный курс «Оценка бизнеса» ставит своей целью дать систематизированные знания о целях, задачах по оценке предприятия, подходах и методах определения стоимости бизнеса, способствующих формированию многоукладной экономики Республики Узбекистана.

В ходе изучения дисциплины ставятся следующие задачи:

- ◆ дать представление о понятиях и содержании дисциплины «Оценка бизнеса»;

- ◆ ознакомить с принципами оценки бизнеса;
- ◆ ознакомить с особенностями оценки бизнеса;
- ◆ рассмотреть подходы и методы оценки бизнеса в различных целях;
- ◆ обучить студентов методам оценки стоимости бизнеса.

После изучения дисциплины «Оценка бизнеса» студент-бакалавр должен:

- ◆ **иметь представление** об общих вопросах, касающихся оценки предприятия, значения и роли оценки имущества в развитии многоукладной экономики Республики Узбекистан;

- ◆ **знать** законодательно-нормативную базу осуществления оценочной деятельности, требования национальных стандартов, факторы, определяющие стоимость бизнеса; подходы и методы оценки предприятия для различных целей.

- ◆ **уметь** провести идентификацию объекта оценки; формировать информационную базу оценки, обосновывать выбранные подходы и методы оценки и осуществлять соответствующие расчеты;

- ◆ **владеть** основами оценки бизнеса в соответствии с национальными стандартами.

Дисциплина «Оценка бизнеса» относится к обязательным дисциплинам специализации и преподается в V семестре.

Данная дисциплина изучается наряду с такими дисциплинами как Статистика, Микро и Макроэкономика, Экономика отрасли, Иностранные инвестиции и др.

ТЕМА 1. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ, ПРИНЦИПЫ И ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ ПРОВЕДЕНИЯ ОЦЕНКИ

План:

- 1.1. Термины и определения.
- 1.2. Виды стоимостей, используемые при оценке стоимости предприятия.
- 1.3. Принципы оценки.
- 1.4. Последовательность и этапы проведения оценки.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА (ТЕРМИНЫ)

Денежный поток, предприятие (бизнес), контроль, мультипликатор, дисконтирование, капитализация, цена, издержки, стоимость, принцип оценки, этапы оценки.

1.1. Термины и определения

Основные термины и определения, используемые при оценке бизнеса, являются:

денежный поток – поток денежных средств, создаваемый в течение периода времени активом, группой активов, предприятием;

денежный поток на инвестированный капитал (бездолговой денежный поток) – денежный поток, выплачиваемый акционерам и инвесторам после финансирования деятельности предприятия и осуществления необходимых капиталовложений;

денежный поток на собственный капитал (долговой денежный поток) – денежный поток, направляемый к держателям акций, остающийся после финансирования деятельности предприятия, осуществления капиталовложений и изменения объемов долгового финансирования;

допущения – предположения, считающиеся истинными. Допущения содержат факты, условия или ситуации, влияющие на объект оценки или подходы к оценке, проверка и подтверждение которых невозможны;

закрытое предприятие – предприятие, не имеющее акций или акции которого не продаются на открытом рынке и число участников ограничено законодательством;

контроль – возможность влиять на управление и политику предприятия;

контрольная доля – доля в собственности (уставном фонде предприятия), обеспечивающая ее владельцу контроль за деятельностью предприятия;

мультипликатор – коэффициент, показывающий соотношение между ценой или иной стоимостной основой предприятия и финансовым, производственным или вещественным показателем, характеризующим его деятельность;

ограничительные условия – ограничения, налагаемые на оценку законодательством, заказчиком или оценщиком;

открытое предприятие – предприятие, акции которого продаются на открытом рынке и количество участников не ограничено законодательством;

ставка дисконтирования – ставка отдачи, используемая для преобразования будущих денежных поступлений в текущую стоимость;

ставка капитализации – делитель, как правило, выраженный в процентном отношении, используемый для преобразования величины дохода за определенный период в стоимость;

текущая стоимость – стоимость будущих доходов, приведенная на определенную дату с использованием соответствующей ставки дисконтирования.

1.2. Виды стоимостей, используемые при оценке стоимости предприятия

Оцениваемая стоимость – это показатель прогнозный. Она указывает ту денежную сумму, которую, вероятно, заплатит покупатель за данный ИК или предприятие при соблюдении определенных условий. В этой связи понятие стоимости необходимо отличать от понятий цены и издержек (затрат). Хотя в литературе между понятиями стоимости и цены часто ставится знак равенства, однако в теории оценки принято эти понятия различать.

Цена – это фактический показатель. Она указывает сумму, которая была заплачена за аналогичное предприятие в результате состоявшейся сделки при конкретных обстоятельствах. Таким образом, фактический статистический материал, который анализирует оценщик, содержит сведения о ценах сделок. Но чтобы расширить информационную базу оценщик может привлекать также сведения о ценах предложения и спроса на рынке. Только с помощью анализа можно сказать, насколько реальные цены отражают рыночную стоимость.

Издержки (затраты) – это сумма денежных средств, которая требуется для создания данного предприятия, либо для его приобретения. Издержки влияют на рыночную стоимость, однако однозначно ее не определяют. Дорогостоящее предприятие может иметь низкую полезность и потому – невысокую стоимость.

В практике оценки рассчитываются разные виды стоимости, которые можно классифицировать по признакам: степень рыночности, отражение в системе бухгалтерского учета, порядок оценки, изменение в состоянии объекта, специфика ситуации оценки.

В зависимости от степени рыночности различают стоимость: рыночную или нерыночную.

Рыночная стоимость – это расчетная денежная сумма, за которую состоялась бы продажа актива на дату оценки заинтересованным продавцом заинтересованному покупателю в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон обладала бы достаточной информацией, действовала расчетливо и без принуждения.

Нерыночная стоимость имеет место тогда, когда ее расчет должен выполняться по методикам и нормативам, утвержденным соответствующими органами управления (например, при исчислении налогов, государственных пошлин, страховых взносов, штрафов и неустоек и т.д.). Сфера применения рыночной стоимости в хозяйственной практике постепенно расширяется. Однако, на практике цены конкретных сделок отличаются от рыночной стоимости под влиянием таких факторов, как особые условия финансирования, вынуждающие обстоятельства купли-продажи, недостаточная информированность сторон, деформация рынка, продажа «под нажимом» и т.д.

С точки зрения системы бухгалтерского учета различают стоимость балансовую, подразделяемую на первоначальную и восстановительную, и остаточную.

Балансовая стоимость – затраты на строительство или приобретение элемента собственных основных средств предприятия, числящегося на его балансе. *Первоначальная стоимость* отражается в учетных документах на момент ввода объекта в эксплуатацию на данном предприятии. Находящийся в эксплуатации объект имущества учитывается по первоначальной стоимости либо до момента, когда он подвергается реконструкции или модернизации, либо до момента официально назначенной переоценке фондов.

Восстановительная стоимость – это стоимость воспроизводства ранее созданных основных средств в современных условиях. Восстановительная стоимость – также бухгалтерский термин, ее определение образует содержание работ по переоценке основных фондов. К данной работе могут привлекаться независимые оценщики, задача которых рассчитать полную восстановительную стоимость элементов основных фондов методом замещения, т.е. по современной рыночной стоимости аналогичных новых объектов.

Если из балансовой стоимости вычесть накопленную за период эксплуатации сумму износа, то получим *остаточную стоимость*. Остаточная стоимость может иметь рыночный характер, если ее оценку ведут по ценам вторичного рынка.

Инвестиционная стоимость - это стоимость имущества для конкретного инвестора или группы инвесторов при установленных или заданных целях инвестирования. Это субъективное понятие соотносит конкретный объект имущества с конкретным инвестором, группой инвесторов или организацией, имеющих определенные цели и/или критерии в отношении инвестирования.

Стоимость действующего предприятия - это стоимость бизнеса целиком. Это понятие подразумевает оценку непрерывно функционирующей организации, исходя из которой возможно распределение или разнесение "общей стоимости действующего предприятия" по его составным частям в соответствии с их вкладом в общую стоимость, однако сам по себе ни один из этих компонентов не является базой для рыночной стоимости. Поэтому понятие "стоимости

действующего предприятия" может применяться только к имуществу, которое представляет собой составную часть бизнеса или организации.

Страховая стоимость - стоимость имущества, предусматриваемая положениями страхового контракта или полиса.

Стоимость для целей налогообложения, или налоговая (налогооблагаемая) стоимость - стоимость, рассчитываемая на основе определений, которые содержатся в соответствующих нормативно-правовых актах Республики Узбекистан, относящихся к налогообложению имущества. Хотя в некоторых документах подобного рода возможны ссылки на рыночную стоимость как базу оценки для целей налогообложения, методы, предлагаемые для расчета этой стоимости, могут давать результаты, отличные от рыночной стоимости в соответствии с определением в НСОИ N 2. Поэтому нельзя считать, что стоимость для целей налогообложения (или налоговая стоимость) соответствует определению рыночной стоимости, приведенному в НСОИ N 2, если нет указания на противоположное в нормативных актах Республики Узбекистан.

Утилизационная стоимость - стоимость объекта имущества (за исключением земельного участка), когда он рассматривается как совокупность содержащихся в нем материалов для продажи, а не для продолжения его использования без дополнительного ремонта и усовершенствования. Эта стоимость может выражаться как валовая или как чистая (за вычетом затрат на реализацию); в последнем случае она может совпадать с "чистой стоимостью реализации". В любом случае включенные или исключенные компоненты должны быть определены.

Ликвидационная стоимость, или стоимость вынужденной продажи - сумма, получение которой, по разумным основаниям, можно ожидать от продажи имущества за срок, слишком короткий, чтобы отвечать временным рамкам для маркетинга, указанного в определении рыночной стоимости. Оценка ликвидационной стоимости имущества может быть основана на рыночной стоимости имущества с учетом дисконтирования последней на фактор необходимости реализации имущества в сжатые сроки из-за наличия

вынуждающих обстоятельств, а также дополнительных расходов на содержание и охрану указанного имущества.

Стоимость объединения - это любая дополнительная стоимость, приданная слиянием двух или больше интересов, когда стоимость объединенного интереса стоит больше, чем сумма первоначальных интересов.

Специальный покупатель - это покупатель с существующим у него интересом в другом активе, который имеет экономическую, юридическую или географическую связь с оцениваемым активом.

Специальная стоимость - это сумма, превышающая рыночную стоимость, которую заплатил бы специальный покупатель, чтобы отразить преимущества, являющиеся результатом комбинации интересов, которые на рынке вообще не могут быть доступны для покупателей. Специальная стоимость представляет собой дополнительную стоимость, которая может существовать скорее для определенного собственника или пользователя либо потенциального собственника или пользователя, чем для рынка в целом, т. е. специальная стоимость применима только к покупателю, имеющему особый интерес.

Приступая к оценке, оценщик должен точно установить, какого вида стоимость ему следует рассчитать исходя из поставленной цели, и необходимо учесть, что в основе оценки бизнеса лежит предположение, что сегодняшняя стоимость равна стоимости будущих выгод (доходов), которые собственник получит в результате владения данной собственностью (бизнесом).

1.3. Принципы оценки

При оценке предприятия (бизнеса) оценщику необходимо учесть следующие три группы общеэкономических принципов:

- принципы связанные с представлением владельца об имуществе;
- принципы связанные с рыночной средой;
- принципы связанные с эксплуатацией имущества.

Принципы, связанные с представлением владельца об имуществе.

К данной группе принципов относятся: полезность, замещение и ожидание.

Принцип полезности. Принцип полезности определяет стоимость предприятия, если он может быть полезен потенциальному владельцу, т.е. функционирования предприятия приносит определенную прибыль.

Принцип замещения означает, что разумный покупатель не заплатит за предприятие больше, чем наименьшая цена, запрашиваемая за аналогичное предприятие с такой же полезностью.

Принцип ожидания характеризует точку зрения владельца предприятия на будущие доходы от использования имущества предприятия, или размера денежных средств от его перепродажи.

Принципы, связанные с рыночной средой.

Эти принципы характеризуют: зависимость, соответствие, спрос и предложение, конкуренцию и изменение стоимости.

Принцип зависимости от внешней среды. Стоимость предприятия зависит от множества факторов в т.ч. и от окружающих объектов недвижимости и других предприятий, находящихся в данном регионе.

Принцип соответствия между спросом и предложением. Любое функционирующее предприятие должно соответствовать градостроительным нормам и соответствовать принятому использованию земельного участка в данном районе. Соотношение спроса и предложения определяет цену предприятия на рынке. При растущем спросе цены растут, при повышении предложения, цены падают, если же спрос соответствует предложению, цены стабильны.

Принцип конкуренции. Конкуренция обостряется в тех сферах экономики, где ожидается рост прибыли. Рост прибыли порождает рост предложения и массы прибыли на каждое предприятие, что естественно отразится на его стоимости.

Принцип изменения стоимости. Рыночная ситуация подвержена изменениям. Изменяется внешняя среда – меняется профиль действующих предприятий, появляются новые предприятия, изменяется экономическая, социальная, политическая сфера деятельности предприятия. Все эти факторы оказывают влияние на прибыльность предприятия. Поэтому оценку должны проводить на конкретную дату.

Принципы, связанные с эксплуатацией имущества.

Эта группа принципов связана с эксплуатацией имущества, включает: принципы остаточной продуктивности, вклада, возрастающей и уменьшающей отдачи, сбалансированности, экономической величины и экономического разделения и соединения прав собственности. Содержание этих принципов приведено на рисунке.

Остаточная продуктивность связана с остаточной стоимостью земельных участков. Любое предприятие основано на четырех факторах производства: труд, капитал, управление и земля. Земля и улучшения на ней недвижимы, а труд, капитал и управление «привязаны» к ней. Каждый из этих факторов оплачивается вновь произведенной стоимостью, создаваемой деятельностью предприятия. Собственник земли получает остаток дохода после компенсации предыдущих факторов в виде ренты (налог на землю или арендной платы).

Вклад – это сумма, на которую увеличивается или уменьшается стоимость предприятия или чистая прибыль, полученная от него. Любые затраты на реконструкцию, дополнительное оборудование оправданы если они более функционально реализуют возможности предприятия – увеличивают его мощность и валовой доход.

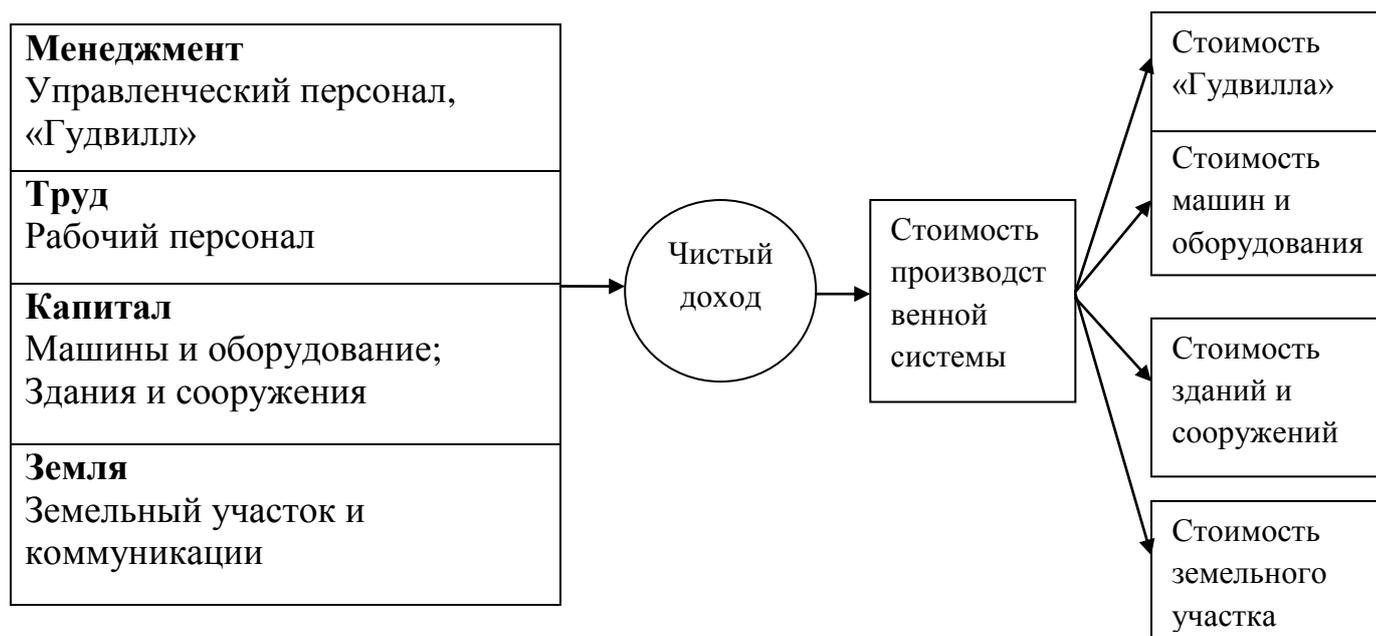


Рис.1. Участие факторов производства в формировании стоимости производственной системы и ее элементов

Другими словами, вклад – это то добавление в стоимость собственности, которое является результатом наличия конкретного элемента фактора производства. Причем величина вклада, как правило, не соответствует конкретной стоимости рассматриваемого элемента. Например, издержки по косметическому ремонту фасада могут не привести к увеличению стоимости, если покраска выполнена неэстетичными колерами.

Принцип вклада часто используется для определения излишних или недостающих улучшений при анализе наилучшего и наиболее эффективного использования.

Возрастающая и уменьшающаяся отдача. Сущность принципа возрастающей и уменьшающейся отдачи заключается в том, что по мере увеличения какого-либо ресурса факторов производства рост чистой отдачи сначала увеличивается, а затем начинает уменьшаться.

В микроэкономике данный принцип соответствует закону убывания предельной производительности. Данный закон относится к ситуации, когда изменяется только один фактор, тогда как остальные при этом остаются постоянными. Величина изменяемого фактора, после которой прирост продукции начинает уменьшаться, называется точкой уменьшения предельной производительности.

Сбалансированность. Данный принцип означает, что любому виду производства соответствует оптимальное сочетание факторов производства, при котором достигается максимальная прибыль, а значит, и максимальная стоимость предприятия.

Экономическая величина. Данный принцип относится ко всем факторам производства и свидетельствует о том, что любой фактор производства должен иметь оптимальные размеры.

Экономическое разделение и соединение имущественных прав. Принцип экономического разделения свидетельствует о том, что имущественные права следует разделять и соединять таким образом, чтобы стоимость при этом увеличивалась.

Перечисленные принципы в обобщенном виде универсальны и применимы ко всем рассматриваемым видам ИК. Правда, их практическое содержание несколько меняется в зависимости от того, какой объект непосредственно оценивается. Кроме того, при оценке некоторых предприятий могут применяться и другие принципы, отражающие специфику оцениваемого объекта.

Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования.

Наилучшее и наиболее эффективное использование представляет собой наиболее вероятное использование имущества, которое не противоречит законодательству, физически и финансово осуществимо, и при котором оценка этого имущества дает наибольшую величину стоимости.

Использование имущества, противоречащее законодательству или физически неосуществимое, не может рассматриваться как наилучшее и наиболее эффективное использование. В случае использования имущества, не противоречащего законодательству и физически осуществимого, оценщик должен обосновать мнение о таком использовании имущества как наиболее вероятном. В случае наличия одного и более вариантов вероятного использования имущества необходимо осуществить их финансовое обоснование. Использование имущества, при котором оцениваемое имущество имеет наибольшую стоимость и которое отвечает указанным требованиям, является наилучшим и наиболее эффективным использованием.

На неустойчивых и неравновесных рынках в качестве наилучшего и наиболее эффективного использования может рассматриваться сохранение имущества для дальнейшего использования. При выявлении нескольких вариантов потенциально наилучшего и наиболее эффективного использования выбор надлежащего варианта использования осуществляется на основании анализа денежных потоков, приносимых каждым из таких вариантов использования имущества. Там, где использование имущества находится в модифицируемом состоянии, в качестве наилучшего и наиболее эффективного использования может рассматриваться промежуточное использование.

Понятие наилучшего и наиболее эффективного использования является основополагающим, оно является неотъемлемой частью расчетов рыночной стоимости имущества.

1.4. Последовательность и этапы проведения оценки

В процессе оценки участвуют две стороны: заказчик (клиент) и оценщик (исполнитель оценочных работ). Успех дела во многом зависит от их взаимопонимания и сотрудничества. Общую постановку задачи по оценке ИК или предприятия должен сформулировать заказчик.

Оценка стоимости бизнеса (предприятия) состоит из следующих *этапов*:

1. определение задания на оценку и заключение договора об оценке объекта оценки;
2. сбор и анализ информации;
3. выбор, обоснование и применение подходов и методов оценки;
4. согласование результатов, примененных подходов оценки и определение итоговой стоимости объекта оценки;
5. составление отчета об оценке.

Этап 1. На первом этапе оценщик прорабатывает и уясняет детали задачи, составляет окончательное *задание по оценке*, которое в согласованном с заказчиком виде принимает к исполнению.

При проработке задания оценщику необходимо определить **цель оценки, идентифицировать ИК**, подлежащий оценке, установить имущественные права, определить дату оценки, стандарт рассчитываемой стоимости, информацию из отчета, которая может быть использована в других задачах. Возможные цели оценки для тех или иных ИК были уже отмечены. Эти цели могут быть продиктованы либо рыночными соображениями (купля-продажа, финансирование под залог, аренда, инвестирование, страхование), либо юридическими (изъятие в государственную или муниципальную собственность, приватизация государственной собственности, налогообложение, банкротство, судебные иски).

Этап 2. Сбор и анализ информации. В начале работы необходимо составить достаточно полный перечень требуемых данных. Исходную информацию классифицируют по ее содержанию, виду представления и тем областям, откуда она поступает. Прежде всего, информация подразделяется на внутреннюю и внешнюю. Внутренняя информация непосредственно касается оцениваемого ИК, внешняя информация поступает из внешних источников и характеризует состояние рынка, общую экономическую ситуацию, уровень правовых отношений, состояние экономики региона, социальную обстановку в регионе и т.д.

Этап 3. На этом этапе из множества методов, рассматриваемых в теории оценки, необходимо отобрать наиболее подходящий для решения данной задачи. В ряде случаев расчет стоимости ведут несколькими методами, опирающимися на доходный, сравнительный и затратный подходы. У каждого подхода есть свои плюсы и минусы. В ходе работы может возникнуть необходимость разработать свою методику расчета, отвечающую особенностям решаемой задачи, учитывающую степень полноты информации и комбинирующую различные подходы и методы.

Этап 4. Выполнение расчетов. Обычно расчеты выполняются в специальных таблицах, что позволяет наглядно видеть расчетный алгоритм и контролировать промежуточные и окончательные результаты. Применение компьютеров освобождает оценщика от рутинной работы, снижает вероятность ошибок и позволяет рассмотреть многие варианты. Далее проводится проверка и анализ результатов. Полученные результаты подвергают проверке и анализу с точки зрения их реальности. Могут применять логические рассуждения, прикидки и сопоставления. Проверяют правомерность внесенных допущений и упрощений. Сопоставляют значения стоимости, полученные разными методами. Определяют итоговое значение стоимости; при этом могут выбирать наиболее достоверное из нескольких значений, либо рассчитывать среднее или средневзвешенное значение.

Этап 5. Составление отчета об оценке. По договоренности с заказчиком отчет об оценке может быть составлен в виде подробного отчета с

комментариями. Существуют определенные требования к структуре отчета, которые выработаны в НСОИ № 9. Согласно этим требованиям, в отчете об оценке должны быть следующие разделы:

Структура отчета об оценке стоимости бизнеса должна содержать следующие основные разделы:

- титульный лист;
- оглавление;
- обобщающая часть (сопроводительное письмо);
- задание на оценку и основные факты и выводы;
- описание общей экономической ситуации в стране и регионе;
- описание отрасли и рынка, к которым относится объект оценки;
- описание бизнеса (предприятия);
- анализ данных финансовой отчетности предприятия;
- описание выбора и применения подходов и методов оценки;
- определение итоговой стоимости объекта оценки;
- приложения.

Отчет об оценке должен быть пронумерован и подписан оценщиком (оценщиками) постранично, прошит, а также утвержден руководителем оценочной организации и заверен печатью этой организации.

Приложения к отчету об оценке должны содержать копии документов, использованных оценщиком в процессе подготовки отчета об оценке, а также копии лицензии оценочной организации, квалификационных сертификатов оценщиков и полиса страхования гражданской ответственности.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Перечислите основные термины и определения, используемые в оценке бизнеса.
2. Дайте определение оцениваемой стоимости.
3. Раскройте различие между понятием «цена», «издержки» и «стоимость»?

4. Что собой представляет инвестиционная стоимость?
5. Дайте определение рыночной стоимости и других видов стоимостей?
6. Что из себя представляет ликвидационная стоимость?
7. Охарактеризуйте специальную стоимость?
8. Какие группы принципов включают в себя принципы связанные с представлением владельца об имуществе?
9. Какие группы принципов включает в себя принципы, связанные с рыночной средой?
10. Что относится к принципам связанные с эксплуатацией имущества?
11. Охарактеризуйте принцип наилучшего и наиболее эффективного использования?
12. Во сколько этапов проводится оценка стоимости бизнеса, и сформулируйте эти этапы?
13. Согласно какого Национального стандарта осуществляется оценка стоимости бизнеса?
14. Какие основные разделы включает в себя отчет об оценке стоимости бизнеса?
15. Что должно содержать приложение к отчету об оценке?

ТЕМА 2. АНАЛИЗ И ОЦЕНКА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

План:

- 2.1. Финансовая отчетность и порядок раскрытия их компонентов.
- 2.2. Финансовый анализ предприятия. Анализ финансовых коэффициентов.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА (ТЕРМИНЫ)

Активы, обязательства, капитал, доходы и расходы, движение денежных средств, коэффициенты ликвидности, коэффициенты деловой активности, коэффициенты платежеспособности, коэффициенты рентабельности.

2.1. Финансовая отчетность и порядок раскрытия их компонентов

Цель составления финансовой отчетности - представление информации о финансовом положении, результатах деятельности и движении денежных средств хозяйствующих субъектов широкому кругу пользователей для принятия экономических решений. Финансовая отчетность в частности обеспечивает информацией о следующих показателях предприятия:

- а) активах;
- б) обязательствах;
- в) капитале;
- г) доходах и расходах (прибылях и убытках);
- д) движении денежных средств.

За достоверность и своевременность подготовки и представления финансовой отчетности отвечает первый руководитель предприятия.

Основные компоненты финансовой отчетности

Финансовая отчетность предприятия включает следующие компоненты:

- 1) бухгалтерский баланс;

- 2) отчет о финансовых результатах (отчет о прибылях и убытках);
- 3) отчет о движении денежных средств;
- 4) отчет об изменении собственного капитала;
- 5) отчет о состоянии и движении основных средств;
- 6) основные положения учетной политики и пояснительная записка.

В международной практике кроме обязательных элементов отчетности компании могут представлять финансовые обзоры руководства, в которых описываются и объясняются основные финансовые результаты деятельности компании и основные неопределенности, с которыми она сталкивается. Например: основные факторы, определяющие результаты деятельности компании, в т.ч.:

- 1) изменения среды, в которой действует компания;
- 2) реакция компании на эти изменения и их воздействие;
- 3) инвестиционная политика компании, политика в области дивидендов;
- 4) источники финансирования компании, политика в отношении заемных средств и управления рисками;
- 5) достоинства и ресурсы компании, ценность которых не отражена в балансе.

Форма финансовой отчетности должна быть четко определена и выделена из прочей информации внутри того же опубликованного документа. Международные и национальные стандарты *применяются только к финансовой отчетности*, а не прочей информации, представленной в годовом отчете или другом документе. Важно, чтобы пользователи могли отделить информацию, подготовленную с применением Стандартов, от прочей информации.

Для должного понимания представленной информации необходимо четко выделять и в случае необходимости повторять:

- 1) название компании или другие способы идентификации;
- 2) охватывает финансовая отчетность отдельную компанию или группы компаний;
- 3) отчетная дата или период;
- 4) валюта отчетности;

5) уровень точности, использованный в отчетности.

Финансовая отчетность часто более понятна при представлении информации в тысячах или миллионах единиц валюты.

Финансовая отчетность должна представляться, как минимум, ежегодно. В исключительных случаях компания может быть вынуждена или может решить изменить отчетную дату, например, после приобретения компании другой компанией с иной отчетной датой.

Полезность финансовой отчетности снижается, если она не была представлена пользователям в течение приемлемого периода после отчетной даты. МСФО 1 дает срок 6 месяцев. Более конкретные предельные сроки устанавливаются национальными законами.

Раскрытия в балансе

Активы и обязательства должны быть разбиты на долгосрочные и текущие. Баланс обязательно должен включать линейные статьи, которые представляют:

- 1) основные средства;
- 2) инвестиционная собственность;
- 3) нематериальные активы;
- 4) финансовые активы;
- 5) инвестиции, которые учитываются по методу участия в капитале;
- 6) запасы;
- 7) торговую и другую дебиторскую задолженность;
- 8) денежные средства и их эквиваленты;
- 9) торговую и другую кредиторскую задолженность;
- 10) финансовые обязательства;
- 11) обязательства и активы по текущему налогу;
- 12) отсроченные налоговые обязательства и активы;
- 13) долю меньшинства, представляемую в капитале; и
- 14) выпущенный капитал и резервы по отношению к капиталу акционеров материнской компании.

Раскрытия в отчете о финансовых результатах (отчете о прибыли и убытках)

Отчет о финансовых результатах (отчет о прибылях и убытках) должен включать как минимум следующие линейные статьи:

- 1) доход;
- 2) финансовые расходы;
- 3) долю прибылей и убытков ассоциированных компаний и совместной деятельности, учитываемых по методу участия;
- 4) расходы по налогу;
- 5) сумму, отражающую общую после налогообложения прибыль или убыток от прекращаемой деятельности, и прибыль или убыток после налогообложения, признанную от измерения по справедливой стоимости за минусом расходов на продажу или на выбытие активов или группы активов, которая выбывает в соответствии с прекращаемой деятельностью; и
- 6) прибыль или убыток.

Отчет о финансовых результатах (отчет о прибылях и убытках) также должен включать следующие статьи:

- 1) Прибыль или убыток, который относится к доли меньшинства.
- 2) Прибыль или убыток, который относится к акционерам материнской компании.

Доходы и расходы классифицируются на основе:

- характера доходов и расходов;
- функций расходов и доходов в рамках деятельности субъекта.

Предприятия, классифицирующие расходы по функциям, должны раскрывать дополнительную информацию о характере расходов, в том числе расходы на амортизацию и оплату труда.

Субъекты должны также раскрывать сумму дивидендов на акцию (в отчете или примечаниях).

Зачастую в отчете о финансовых результатах (отчете о прибыли и убытках) не получается подробно отразить статьи доходов и расходов. Помочь в

составлении понятных и выразительных отчетов может подготовка вспомогательных бюджетов, в которых более детально отражаются статьи отчета о финансовых результатах (отчета о прибыли и убытке).

Раскрытия в отчете о движении денежных средств

Отчет о движении денежных средств должен представлять потоки денежных средств за период, классифицируя их по операционной (используя прямой или косвенный методы), инвестиционной и финансовой деятельности. Денежные потоки, связанные с чрезвычайными событиями, должны классифицироваться соответственно как возникающие в результате операционной, инвестиционной или финансовой деятельности, и раскрываться отдельно.

Потоки денежных средств от полученных и выплаченных процентов и дивидендов должны раскрываться отдельно.

Инвестиционные и финансовые операции, не требующие использования денежных средств или их эквивалентов, должны исключаться из отчета. Подобные операции должны раскрываться в финансовой отчетности таким образом, чтобы они обеспечивали всю уместную информацию о такой инвестиционной и финансовой деятельности. Компания должна раскрывать в примечаниях сумму значительных остатков денежных средств, недоступных для использования.

Раскрытия в отчете о собственном, капитале

Предприятие должно предоставить в качестве отдельной формы своей финансовой отчетности, отчет, показывающий:

- 1) чистую прибыль или убыток за период;
- 2) каждую статью доходов и расходов, прибыли и убытков, которая, согласно требованиям стандартов или разъяснений, признается непосредственно в капитале, и сумму таких статей;

- 3) общую сумму доходов и расходов, прибыли и убытков за период (рассчитывается как сумма п. 1 и п. 2), показывал отдельно общую сумму, которая относится к акционерам материнской компании и доли меньшинства; и
- 4) для каждого компонента капитала эффект изменений в учетной политике и корректировку ошибок, признанную в соответствии с МСФО 8.

Кроме того, компания должна предоставлять либо в этом отчете, либо в примечаниях к нему:

операции по изменению структуры собственного капитала и распределение дивидендов между собственниками;

сальдо накопленной прибыли или убытка на начало периода и на отчетную дату, и изменение за период;

согласование между балансовой стоимостью каждого класса акционерного капитала, эмиссионного дохода и каждого резерва на начало и конец периода, с отдельным раскрытием каждого изменения.

Изменения в капитале между двумя отчетными датами отражают увеличение или уменьшение чистых активов (состояния) в течение периода при помощи от конкретных принципов оценки, принятых в учётной политике и раскрытых в финансовой отчетности. Общее изменение в капитале представляет собой суммарные прибыли и убытки (кроме операций с акционерами, таких, как внесение капитала и дивиденды), возникшие в результате деятельности компании в течение периода.

2.2. Финансовый анализ предприятия.

Анализ финансовых коэффициентов

Под анализом финансовой отчетности компании понимается выявление взаимосвязи и взаимозависимости различных показателей ее финансово-хозяйственной деятельности. Содержание и направление анализа различаются в зависимости от специфических интересов того, кто его проводит. Кредиторы заинтересованы в платежеспособности предприятия. Акционеры заинтересованы

в прибыли и стабильности компании. Руководители используют финансовый анализ в целях обеспечения внутреннего контроля, особенно в обеспечении рентабельного использования и эффективного управления активами предприятия.

В настоящее время известны различные методики чтения и анализа финансовой отчетности помимо анализа *финансовых коэффициентов* (*financial ratio*) за отчетный период, бывает полезно рассчитать *процентные* соотношения на основе данных баланса и отчета о прибылях и убытках.

Процентный анализ (*common-size analysis*) определяет отношение отдельных статей баланса к суммарным активам, или отдельных статей отчета о прибылях и убытках к чистому объему реализации, т.е. отношение разных частей к целому (вертикальный анализ).

При проведении *индексного анализа* (*index analyses*) значения статей баланса или отчета о прибылях и убытках за базовый период принимаются за 100%, а значения тех же статей за текущий период выражаются в процентах по отношению к базовому периоду (горизонтальный анализ).

Наиболее широко используемым методом анализа отчетности является изучение специальных финансовых коэффициентов. Суть заключается в сопоставлении рассчитанных по данным отчетности коэффициентов со среднеотраслевыми нормами или соответствующими коэффициентами, исчисленными по данным деятельности конкретной компании за предшествующие годы или с плановыми значениями. Более важным бывает не значение коэффициента на какой-то момент времени, а его *динамика* за период времени. Сравнение коэффициентов может дать лучшие результаты, чем простое изучение абсолютных показателей.

В соответствии с НСОИ № 9 «Оценка стоимости бизнеса» основными видами анализа данных финансовой отчетности являются:

- анализ на основе единой базы (вертикальный анализ), в целях которого статьи бухгалтерского баланса представляются в процентах от суммы активов, а статьи отчета о финансовых результатах – в процентах от общей суммы доходов;

- горизонтальный анализ, предполагающий анализ изменения показателей финансовой отчетности за период, к основным из которых относятся темпы роста выручки от реализации, темпы роста прибыли, темпы роста активов;
- анализ финансовых коэффициентов, позволяющий проводить сопоставление рассчитанных коэффициентов с нормативными показателями, коэффициентами других предприятий или со средними отраслевыми показателями.

При оценке предприятия рассчитываются следующие основные группы финансовых коэффициентов:

1. коэффициенты оборачиваемости, характеризующие уровень деловой активности предприятия;
2. коэффициенты доходности и рентабельности, характеризующие прибыльность работы предприятия, уровень отдачи от затрат и степень использования средств, а также отражающие отношение чистой или операционной прибыли предприятия к тому или иному параметру ее деятельности;
3. коэффициенты финансовой устойчивости, отражающие соотношение собственных и заемных средств в источниках финансирования предприятия и характеризующие степень финансовой независимости предприятия от кредиторов и способность предприятия рассчитываться по платежам для обеспечения процесса непрерывного производства;
4. коэффициенты ликвидности, характеризующие платежеспособность предприятия в краткосрочном периоде и его способность выдерживать быстротечные изменения в рыночной конъюнктуре.

В зависимости от особенностей объекта оценки оценщик самостоятельно определяет количество и вид используемых коэффициентов в указанных группах, а также может рассчитать другие подходящие коэффициенты.

При необходимости оценщик проводит нормализацию финансовой отчетности, представляющую собой перерасчет финансовой отчетности предприятия в оценочные балансы и отчеты о финансовых результатах, которые могут быть использованы в процессе оценки.

Основными нормализующими корректировками являются:

- корректировки данных бухгалтерского баланса, необходимые для получения рыночной стоимости активов и обязательств предприятия;
- корректировка данных отчета о финансовых результатах, касающиеся нехарактерных для оцениваемого предприятия доходов и расходов.

В результате нормализации данные финансовой отчетности предприятия должны быть:

- сопоставимы с аналогичными предприятиями отрасли или среднеотраслевыми показателями;
- применимы для использования в прогнозировании денежных потоков предприятия.

Нормализованная финансовая отчетность (оценочные балансы и отчеты о финансовых результатах) используется исключительно в целях оценки.

Результаты анализа данных финансовой отчетности предприятия приводятся в отчете об оценке и должны включать:

- результаты анализа бухгалтерских балансов за последние перед датой оценки 3 года с комментариями и выводами;
- результаты анализа отчетов о финансовых результатах за последние перед датой оценки 3 года с комментариями и выводами;
- итоговые расчеты за последние перед датой оценки 3 года по основным группам финансовых коэффициентов.

Коэффициенты ликвидности (liquidity ratios).

Ликвидность (liquidity) отражает способность компании выполнить свои текущие обязательства по долгам. Одним из измерителей ликвидности является оборотный капитал, т.е. разница между текущими активами и текущими обязательствами. Краткосрочные обязательства - это задолженности, причитающиеся к оплате в течение одного года с даты бухгалтерского баланса. Источник, из которого выплачиваются эти задолженности, - текущие активы.

$$1. \text{ Коэффициент текущей ликвидности} = \frac{\text{Текущей активы (ТА)}}{\text{Текущие обязательства (ТО)}} \quad (1)$$

Коэффициент текущей ликвидности (current ratio) является одним из наиболее распространенных и часто используемых коэффициентов. Это отношение текущих активов к текущим обязательствам. Текущий коэффициент 2:1 обычно считается адекватным. Это означает, что на каждый у.е. текущих обязательств приходится 2 у.е. текущих активов. Рассмотрим на примере ПП «АСР»:

Текущие активы	405 800
Текущие обязательства	176 000

Коэффициент текущей ликвидности = 2,31 или 2,31 к 1. Это хороший показатель, но следует учесть, что этот коэффициент не учитывает ликвидность отдельных элементов текущих активов.

$$2. \text{ Коэффициент мгновенной ликвидности} = \frac{\text{ТА} - \text{ТМЗ} - \text{Предоплаченные расходы} - \text{Неликвидные активы}}{\text{ТО}} \quad (2)$$

Коэффициент срочной, или мгновенной ликвидности («кислотный тест») (*acid-test ratio*) является более глубоким тестом и используется в дополнение к предыдущему коэффициенту. Ликвидные активы - это такие активы, которые имеются и могут быть использованы в случае срочной необходимости, и их можно быстро перевести в денежные средства, если это необходимо, за исключением предоплаченных расходов и коммерческих товарных запасов, так как их нельзя быстро обратить в денежные средства. Соответственно, срочные активы - это текущие активы минус ТМЗ, предоплаченные расходы и любые другие неликвидные текущие активы:

Текущие активы	405 800
Минус ТМЗ	(180 000)
Минус предоплаченные расходы	(4 000)
Срочные активы	221 800

Чистые срочные активы определяются путем вычитания общих текущих обязательств из срочных активов. Компания, имеющая хорошие показатели, должна показать обоснованное превышение срочных активов над текущими обязательствами. Этим обеспечивается строгий и важный тест способности компании погашать свои обязательства.

Коэффициент срочной ликвидности ПП «АСР» = 1,26 или 1,26:1

Денежные средства

$$3. \text{ Коэффициент абсолютной ликвидности} = \frac{\text{-----}}{\text{ТО}} \quad (3)$$

Наиболее жёстким критерием платёжеспособности является коэффициент абсолютной ликвидности, показывающий, какая часть краткосрочных заёмных обязательств может быть возвращена немедленно. Этот показатель по нашим данным за 2007 год составляет:

$$\frac{\text{Денежные средства}}{\text{Текущие обязательства}} = \frac{19500}{176000} = 0,11 \text{ или } 0,11 \text{ к } 1$$

Это означает, что на каждый у.е. текущих обязательств приходится 0,11 у.е. денежных средств.

Коэффициенты деловой активности (activity ratios).

Коэффициенты деловой активности характеризуют эффективность использования компанией своих средств. К этим показателям относятся различные коэффициенты оборачиваемости.

Дебиторская задолженность должна быть обращена в денежные средства, а ТМЗ должны быть реализованы до того, как они могут быть использованы для финансирования бизнеса. Эффективность управления дебиторской задолженностью измеряется с помощью коэффициента оборачиваемости дебиторской задолженности и средним периодом взыскания долгов.

$$1. \text{ Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности} = \frac{\text{Чистая выручка (чистые продажи в кредит)}}{\text{Средняя дебиторская задолженность}} \quad (4)$$

Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности (receivable turnover (RT)) показывает, сколько раз в течение года была получена дебиторская задолженность. Он рассчитывается путем деления чистой выручки на среднюю дебиторскую задолженность. Причем учитывается только реализация в кредит.

$$\frac{\text{Чистая выручка}}{\text{Средняя дебиторская задолженность}} = \frac{765050}{(145000 + 156000)/2} = 5,08 \text{ раз}$$

В 2007 г. в ПП "АСР" оборачиваемость дебиторской задолженности в среднем составляла 5,08 раз. Разделив количество дней в году на коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности, мы сумеем рассчитать *продолжительность оборота дебиторской задолженности в днях (receivable turnover in days (RTD))*:

$$\frac{365 \text{ дней}}{5,08} = 71,9 \text{ дней}$$

Это означает, что понадобилось в среднем 72 дня, чтобы получить дебиторскую задолженность после даты реализации товаров, работ или услуг.

$$2. \text{ Коэффициент оборачиваемости ТМЗ} = \frac{\text{Себестоимость реализованных ТМЗ}}{\text{Средняя стоимость ТМЗ}} \quad (5)$$

Управление товарными запасами. Одним из способов измерения адекватности и остатка ТМЗ является сравнение его с реализацией за год для определения *оборотности ТМЗ (inventory turnover (IT) ratio)*.

Объем реализации на ПП "АСР" за год составил 535 000 у.е. Эта сумма делится на среднее количество ТМЗ за год = 182 500 у.е. (ТМЗ на 01.01.07 г. = 185 000 у.е. + ТМЗ на 01.01.08 г. = 180 000 у.е., деленное на 2) для определения оборачиваемости.

$$\frac{\text{Себестоимость реализованных товаров}}{\text{Среднее количество ТМЗ}} = \frac{535000 \text{ у.е.}}{182500} = 2,9$$

Еще одним способом анализа ТМЗ является *оборот ТМЗ в днях (inventory turnover in days (ITD))*. Формула расчета следующая:

$$\frac{365 \text{ дней}}{2,9 \text{ раза}} = 125,9 \text{ дней}$$

Так, ПП "АСР" хранило ТМЗ в среднем в течение 125,9 дней до реализации. Это означает, что деньги были связаны этими ТМЗ в среднем 125,9 дней до того момента, как их смогли обратить в денежные средства. Учитывая к тому же средний период погашения покупательской задолженности (72 дня), период времени между приобретением ТМЗ, реализацией ТМЗ и получением денежных средств даже длиннее, в среднем 197,8 дня.

$$3. \text{ Коэффициент оборачиваемости активов} = \frac{\text{Чистая выручка}}{\text{Всего активов}} \quad (6)$$

Общая оборачиваемость активов (total asset turnover) характеризует отношение между клиентами (как первоначальным источником поступления финансов для компании через реализацию) и экономическими ресурсами (активами), используемыми для управления компанией.

Оборачиваемость активов рассчитывается путем деления чистого объема реализации на общее количество активов.

Оборачиваемость активов в 2007 г.:

$$\frac{\text{Чистая реализация}}{\text{Всего активов}} = \frac{765050.}{668050} = 1,15$$

Таким образом, в 2007 г. ПП "АСР" заработало 1,15 у.е. при реализации на каждый у.е. общих активов. Чем больше оборачиваемость активов, тем больше суммы, поступающие от клиентов.

Коэффициенты платежеспособности компаний (debt ratios)

Это группа коэффициентов показывает, как распределяется риск между владельцами компании и кредиторами. Как известно, активы могут быть профинансированы либо за счет займов, либо за счет собственных средств. И поэтому эти коэффициенты характеризуют степень защищенности интересов кредиторов и инвесторов, имеющих долгосрочные вложения в предприятие.

$$1. \text{ Финансовый левередж} = \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}} \quad (7)$$

Отношение задолженности к собственному капиталу или финансовый левередж (Debt-to-Equity ratio) - характеризует уровень финансовой устойчивости предприятия (обеспеченность капиталом) и объем заемных средств, который привлекается, основываясь на капитале компании.

Это отношение измеряет смешанное финансирование путем получения займов и выпуска новых акций. Отношение задолженности к собственному капиталу 1:1 показывает, что на каждый у.е. от получения займов приходится 1 у.е. от выпуска новых акций. Рост этого показателя в динамике означает увеличение доли заемных средств в финансировании компании. Для ПП "АСР" это отношение следующее:

$$\text{Финансовый левередж} = \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Собственный капитал}} = \frac{322000}{346050} = 0,92 : 1$$

В этом случае на каждый у.е. собственного капитала ПП "АСР" приходится 0,93 у.е. обязательств. Поскольку отношение близко к 1:1, мы можем сказать, что

предприятие имеет высокий финансовый левередж, и что для компании может быть затруднительно получить еще займы, кредиты.

Отношение суммы обязательств к активам, или коэффициент задолженности (Debt-to-total-assets Ratio) измеряет сумму активов, которые были предоставлены кредиторами, а также измеряет степень (размер) левереджа. Для ПП "АСР" делаем такой расчет:

$$\frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Сумма активов}} = \frac{322000}{668050} = 0,482 = 48,2\%$$

Таким образом, 48,2% активов ПП "АСР" финансируется за счет займов. И в этом случае ПП "АСР" имеет хороший левередж.

$$2. \text{ Коэффициент покрытия процентов} = \frac{\text{Чистая прибыль до уплаты процентов}}{\text{Расходы в виде процентов}} \quad (8)$$

Коэффициент покрытия процентов (interest coverage ratio) - итоговый коэффициент долговых отношений и капитала измеряет способность компании выполнить свои платежи по процентам. Этот коэффициент показывает, сколько раз компания может уплатить проценты, используя ресурсы от чистой прибыли. Очевидно, что чем больше эта цифра, тем лучше.

Коэффициент покрытия процентов рассчитывается путем деления чистой прибыли до уплаты процентов и налогов (чистая прибыль + расходы в виде процентов + налоги) на расходы в виде процентов. Чистая прибыль до уплаты процентов и налогов на ПП "АСР" составила 105 446 (47 750 + 16 250 + 41 446). В 2007 г. коэффициент покрытия процентов составил:

$$\frac{\text{Чистая прибыль до уплаты процентов}}{\text{Расходы в виде процентов}} = \frac{105446}{16250} = 6,49$$

Таким образом, предприятие могло уплатить проценты 6,49 раз.

Коэффициенты рентабельности (profitability ratios)

Это группа коэффициентов показывает, как компания из года в год организует свою деятельность с точки зрения прибыльности.

Чистый объем продаж - себестоимость
реализованных товаров

1. Коэффициент валовой рентабельности = ----- (9)

Чистая реализация

Коэффициент валовой рентабельности (gross profit margin) показывает соотношение валовой прибыли компании и чистой реализации. Он характеризует эффективность текущей деятельности компании и обоснованность его ценовой политики.

Для ПП «АСР»: 230 050 / 765 050 = 0,30 или 30%. За период 2006 года этот показатель составлял 29%. Повышение коэффициента валовой рентабельности может свидетельствовать об эффективном снижении производственной себестоимости или о более правильной ценовой политике компании в 2007 году по сравнению с предыдущим годом.

Чистая прибыль после уплаты налогов

2. Коэффициент чистой рентабельности = ----- (10)

Чистая реализация

Чистая маржа или коэффициент чистой рентабельности (net profit margin) показывает, насколько успешной была деятельность предприятия в течение года. В примере с ПП «АСР» годовая чистая прибыль составила 47 750 у.е. Чистая реализация за год составила 765 050 у.е. Таким образом, доход предприятия равнялся 47 750 у.е. на 765 050 у.е. продажи, или: Чистая маржа в 2007 г.:

$$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Чистая реализация}} = \frac{47750}{765050} = 6,2\%$$

Это означает, что в текущем году на каждый 1 у.е. проданных товаров ПП «АСР» в итоге получила 0,62 у.е. прибыли. Прогресс в получении прибыли может быть оценен путем сравнения коэффициента рентабельности одной компании из года в год, а также в сравнении с другими компаниями.

В прошлом году чистая прибыль ПП «АСР» составила 45 500 у.е. на 725 000 у.е. реализации. Чистая маржа в 2006 г.:

$$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Чистая реализация}} = \frac{45500}{725000} = 5,6\%$$

$$3. \text{ Коэффициент доходности активов} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Всего активов}} \quad (11)$$

Доходность активов (return on assets (ROA)) или коэффициент доходности инвестиций в активы (rate of return on investment (ROI)) устанавливает отношение между чистой прибылью и общим размером активов, находящихся под управлением. Одним из способов расчета коэффициента доходности активов является деление чистой прибыли на общий размер активов.

Доходность активов в 2007 г.:

$$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Всего активов}} = \frac{47750}{668050} = 0,071$$

Таким образом, на каждый у.е. активов ПП "АСР" заработало 0,071 у.е. чистой прибыли.

$$4. \text{ Коэффициент доходности капитала} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}} \quad (12)$$

Коэффициент доходности акционерного капитала (Return on Equity (ROE)) измеряет, как работают деньги. Это один из самых популярных показателей, которым пользуются инвесторы при оценке стоимости акций. Сам рынок -

покупатели и продавцы - подсказывает правильное решение. Однако инвесторы зачастую пытаются принять свое собственное решение о том, хотят ли они делать инвестиции по рыночной цене или предпочитают подождать. Большинство инвесторов анализируют коэффициент доходности капитала конкретной компаний, который показывает, как работает собственный капитал предприятия. Коэффициент доходности капитала рассчитывается путем деления чистой прибыли на собственный капитал:

Коэффициент доходности на капитал в 2007 г.:

$$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средневзвешенный капитал}} = \frac{47750}{346050} = 0,138$$

Теперь мы можем сказать, что:

1. На каждый у.е. активов ПП "АСР" получило 1,15 у.е. чистой реализации;
2. На каждый у.е. от чистой реализации ПП "АСР" заработало 0,062 у.е. прибыли;
3. На каждый у.е. в активах ПП "АСР" заработало 0,071 у.е. прибыли;
4. На каждый у.е. инвестированного капитала ПП "АСР" заработало 0,138 у.е. прибыли.

Чистая прибыль

$$5. \text{ Прибыль на акцию} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средневзвешенное кол-во акций в обращении}} \quad (13)$$

Прибыль на акцию. Еще одним показателем рентабельности является прибыль на акцию, т.е. показатель чистой прибыли, заработанной на акцию. Этот коэффициент используется для определения способности компании выплачивать дивиденды и развиваться. Прибыль на акцию рассчитывается путем деления чистой прибыли (за вычетом дивидендов на привилегированные акции, если они есть) на средневзвешенное количество акций в обращении.

В начале 2007 г. предприятие имело 14 700 акций в обращении. 1 июля 2007 г. ПП «АСР» продало 500 акций. Эти дополнительные акции находились в обращении шесть месяцев. Для того, чтобы рассчитать средневзвешенное количество акций в обращении, необходимо умножить каждый выпуск акций, сделанный в течение года, на период времени, в течение которого акции находились в обращении, и затем суммировать полученные данные.

14 700 акций x 1 год = 14 700 акций

500 акций x 1/ 2 года = 250 акций

Средневзвешенное = 14 950 акций в обращении

Расчет прибыли на акцию:

$$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средневзвешенное кол – во простых акций в обращении}} = \frac{47750}{14950} = 3,19 \frac{\text{у.е.}}{\text{на акцию}}$$

Приведенный выше расчет прибыли на акцию используется компаниями, имеющими *простую* структуру капитала.

На основе финансовых коэффициентов оценивается финансовое положение предприятия и получается информация, свидетельствующая о возможных финансовых затруднениях и вероятности банкротства компании в недалёком будущем.

К таким сведениям относятся:

- повторяющиеся существенные потери в основной деятельности, выражающиеся в хроническом спаде производства, сокращении объёмов продаж и хронической убыточности;
- наличие хронически просроченной кредиторской и дебиторской задолженности;
- низкие значения коэффициентов ликвидности и тенденция к их снижению;
- дефицит собственного оборотного (рабочего) капитала;
- снижение оборотного (рабочего) капитала;
- наличие сверхнормативных запасов сырья и готовой продукции;
- использование новых источников финансовых ресурсов на невыгодных условиях;

- неблагоприятные изменения в портфеле заказов;
- падение рыночной стоимости акций предприятия.

Финансовые коэффициенты определяются в целях получения представления о деятельности компании за определенный период времени и сопоставления их с другими аналогичными компаниями, а также с компаниями такого же размера этой же отрасли. Трудно проводить экономический анализ компании, используя данные только за один год и не производя сопоставительного анализа с другими аналогичными компаниями.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Из каких компонентов состоит финансовая отчетность?
2. Что понимается под анализом финансовой отчетности предприятия?
3. Что относится к основным видам финансовой отчетности в соответствии с НСОИ №9?
4. Перечислите основные группы финансовых коэффициентов, которые рассчитываются при оценке предприятия.
5. Что относится к основным нормализующим корректировкам?
6. Что является результатом данных нормализованной финансовой отчетности?
7. Что такое ликвидность?
8. Как определяется коэффициент текущей ликвидности?
9. Дайте характеристику коэффициентам мгновенной и абсолютной ликвидности.
10. Какие коэффициенты относятся к коэффициентам деловой активности?
11. Охарактеризуйте коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности?
12. Что из себя представляет коэффициент оборачиваемости товарно-материальных запасов?
13. Охарактеризуйте коэффициент оборачиваемости активов и как он определяется?

14. Что такое финансовый левередж?
15. Как определяется коэффициент покрытия процентов?
16. Что из себя представляет коэффициент валовой рентабельности?
17. Охарактеризуйте коэффициент чистой рентабельности?
18. По какой формуле рассчитывается коэффициент доходности активов?
19. Что из себя представляет коэффициент доходности капитала?
20. Что такое прибыль на одну акцию, и по какой формуле она определяется?
21. Что оценивается и какой вывод можно сделать на основе полученных финансовых коэффициентов?

ТЕМА 3. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

План:

- 3.1. Общие положения по оценке стоимости затратным подходом.
- 3.2. Метод чистых активов.
- 3.3. Метод ликвидационной стоимости.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА (ТЕРМИНЫ)

Затратный подход; актив и пассив баланса; чистые активы предприятия; корректировка баланса; анализ дебиторской задолженности; ликвидационная стоимость.

Затратный подход основывается на принципе замещения: актив стоит не больше, чем составили бы затраты на замещение всех его составных частей.

Применение затратного подхода в оценке бизнеса наиболее обоснованно в следующих случаях:

- оценка предприятия в целом;
- оценка контрольного пакета акций предприятия, обладающего значительными материальными активами;
- оценка новых предприятий, когда отсутствуют ретроспективные данные о прибылях;
- оценка предприятий, когда имеются затруднения с обоснованным прогнозированием величины будущих прибылей или денежных потоков;
- отсутствие рыночной информации о предприятиях-аналогах;
- ликвидация предприятия (метод ликвидационной стоимости).

Если предприятие находится в режиме сокращенного воспроизводства или в его отношении осуществляется процедура наблюдения или внешнего управления, то стоимость действующего предприятия можно определить с большой долей условности, поскольку такое предприятие является, как правило, убыточным. Это

делает практически невозможным применение доходного подхода. При отсутствии предприятий-аналогов невозможно использовать сравнительный подход. Таким образом, в распоряжении антикризисного управляющего остается в основном затратный подход, с помощью которого стоимость действующего предприятия определяется с использованием в его рамках метода чистых активов и метода ликвидационной стоимости.

Базовая формула затратного подхода выгладит так:

$$\text{Стоимость предприятия} = \text{Активы} - \text{Обязательства} \quad (14)$$

Затратный подход в основном реализуется посредством двух методов: чистых активов и ликвидационной стоимости.

Метод чистых активов предполагает использование скорректированной балансовой стоимости. Метод ликвидационной стоимости основан на оценке тех же чистых активов, но с учетом поправки на их ликвидность. Рассмотрим эти методы подробнее.

3.2. Метод чистых активов

Метод чистых активов основан на корректировке баланса предприятия в связи с тем, что балансовая стоимость активов и обязательств предприятия редко соответствует их рыночной стоимости.

Корректировка баланса предприятия проводится в несколько этапов:

- 1) оценивается обоснованная рыночная стоимость каждого актива баланса в отдельности;
- 2) определяется текущая стоимость обязательств предприятия;
- 3) рассчитывается оценочная стоимость собственного капитала предприятия как разница между обоснованной рыночной стоимостью суммы активов предприятия и текущей стоимостью всех его обязательств.

Метод чистых активов является косвенным методом определения стоимости коммерческого предприятия. Полученная таким образом стоимость действующего предприятия не всегда объективно отражает его действительную стоимость, но из-за дефицита рыночной информации этот метод является одним из базовых для выяснения стоимости бизнеса.

В рамках оценки бизнеса при использовании метода чистых активов, традиционный баланс предприятия заменяется скорректированным балансом, в котором все активы (материальные и нематериальные), а также все обязательства показаны по рыночной или какой-либо другой подходящей текущей стоимости.

Расчет по определению стоимости чистых активов представляется в форме табл. 1. Стоимость каждого из активов и пассивов определяется индивидуально для каждого класса активов — пассивов.

Таблица 1

Расчет стоимости чистых активов

№ п/п	Показатель	Величина показателя по балансу, тыс. сум	Величина показателя по оценке, тыс. сум
	I. Активы	Величины показателей переписываются из баланса предприятия на последнюю отчетную дату (дату, максимально приближенную к дате оценки)	Величины стоимостных показателей определяются оценщиком. Получаемые значения могут как совпадать, так и существенно отличаться от значений, указанных в балансе
1	Нематериальные активы		
2	Основные средства		
3	Незавершенное строительство		
4	Доходные вложения в материальные ценности		
5	Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения		
6	Прочие внеоборотные активы		
7	Запасы		
8	НДС по приобретенным ценностям		
9	Дебиторская задолженность		
10	Денежные средства		
11	Прочие оборотные активы		
12	Итого активы, принимаемые к расчету (сумма стр. 1-11)		
	II. Пассивы		
13	Долгосрочные обязательства по займам и кредитам		
14	Прочие долгосрочные обязательства		
15	Краткосрочные обязательства по займам и кредитам		
16	Кредиторская задолженность		
17	Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов		
18	Резервы предстоящих расходов		

19	Прочие краткосрочные обязательства		
20	Итого пассивы, принимаемые к расчету (сумма стр. 13-19)		
21	Стоимость чистых активов (стр. 12 - 20)		

Активы, участвующие в расчете - это денежное и не денежное имущество предприятия, в состав которого включаются по балансовой стоимости следующие статьи:

- 1) Внеоборотные активы;
- 2) Запасы и затраты, денежные средства, расчеты и прочие активы.

Внеоборотные активы отражаются в первом разделе баланса. Из расчетов исключается балансовая стоимость собственных акций общества, выкупленных у акционеров.

Особенности корректировки первого раздела баланса представлены в табл. 2.

Таблица 2

**Особенности корректировки раздела I баланса при
методе чистых активов**

№ п/п	Этап работ по корректировке стоимости активов	Примечание
1	Выявляются и оцениваются нематериальные активы	При расчете величины чистых активов, принимаются только те нематериальные активы, учитываемые в первом разделе бухгалтерского баланса, которые отвечают следующим требованиям: непосредственно используются в основной деятельности предприятия и приносят доход (права пользования земельными участками, природными ресурсами, патенты, лицензии, программные продукты, монопольные права и привилегии, включая лицензии на определенные виды деятельности, организационные расходы, торговые марки, товарные знаки и т.п.) имеют документальное подтверждение затрат связанных с их приобретением или созданием право на владение данными нематериальными правами должно быть подтверждено документом (патентом, лицензией, актом, договором и т. п.), выданным в соответствии с законодательством Республики Узбекистан.

2	Определяется рыночная стоимость недвижимости	Оцениваются все объекты, независимо от того, используются они или нет в производственной деятельности предприятия, нередко допускается использование упрощенных методов оценки (например, вместо детального определения косвенных затрат на строительство объекта допускается использование их усредненной величины в процентах от прямых издержек)
3	Определяется обоснованная рыночная стоимость машин и оборудования	Часто единственно возможным является затратный подход к оценке. В отличие от недвижимости, рыночная стоимость которой имеет тенденцию к росту, балансовая и рыночная стоимость машин и оборудования могут совпадать
4	Определяется рыночная стоимость финансовых вложений предприятия	Финансовые вложения — инвестиции предприятия в ценные бумаги и в уставные капиталы других организаций, а также предоставленные другим организациям займы на территории РУз и за ее пределами. Если акции котируются, то их стоимость известна из данных фондового рынка, если же акции не котируются, то оценщик проводит соответствующие расчеты по определению их стоимости. Если предприятия, в которые вкладывались средства, уже не существуют, оценщик подтверждает факт их ликвидации выпиской из реестра
5	Оцениваются незавершенные капитальные вложения	Незавершенные капитальные вложения, находящиеся на балансе предприятия объекты незавершенного строительства и оборудование к установке. Оборудование к установке обычно принимается в расчеты по балансовой стоимости (не корректируется), аналогично могут приниматься по балансовой стоимости и другие капитальные вложения, если даты этих вложений близки к дате оценки (произведены в течение последнего года)

Корректировка второго раздела баланса предприятия. В целях оценки корректируются запасы и затраты, денежные средства, расчеты и прочие активы, показываемые во втором разделе бухгалтерского баланса, за исключением задолженности участников (учредителей) по их вкладам в уставный капитал и балансовой стоимости собственных акций, выкупленных у акционеров.

Рассмотрим особенности корректировки отдельных статей второго раздела баланса предприятия,

Товарно-материальные запасы переводятся в текущую стоимость, производственные запасы оцениваются по текущим ценам с учетом затрат на транспортировку и складирование, устаревшие, пришедшие в негодность запасы списываются. Запасы могут накопить значительный износ, который учитывается в расчетах, определяется оценщиком самостоятельно или с привлечением сторонних специалистов по экспертизе подобных запасов. Так, пролежавшая несколько лет на складе дорогая ткань по результатам экспертизы может быть идентифицирована как ветошь, и соответственно после корректировки ее стоимость будет незначительной.

Готовая продукция оценивается по рыночной стоимости. Не корректируется та часть готовой продукции, которая выпущена в соответствии с заключенным договором.

Расходы будущих периодов оцениваются по номинальной стоимости, если еще существует связанная с ними выгода, если же выгода отсутствует, то величина расходов будущих периодов списывается.

Вывод оценщика:

«Стоимость расходов будущих периодов не корректировалась, и оценивалась по номинальной стоимости, так как у предприятия существует связанная с данными активами выгода».

Денежные средства не подлежат корректировке.

Дебиторская задолженность анализируется по срокам ее погашения, выявляется просроченная задолженность с последующим разделением ее на две части:

- безнадежную, которая исключается из расчетов по определению стоимости, например дебиторская задолженности по которой истек трехлетний срок исковой давности;

- задолженность, которую предприятие еще надеется получить (она участвует в расчетах, оценивается дисконтированием будущих основных сумм и выплат процентов к их текущей стоимости).

При анализе дебиторской задолженности оценщик должен проверить, не являются ли сомнительными векселя, выпущенные другими предприятиями. При оценке выданных авансов и дебиторской задолженности прочих покупателей и заказчиков, величина которых незначительна, их рыночная стоимость обычно принимается равной номинальной сумме.

Если платежи по погашению дебиторской задолженности ожидаются в течение трех месяцев от надежного дебитора, стоимость такой задолженности не дисконтируется, а принимается равной величине, указанной в балансе. Если принято решение дисконтировать часть дебиторской задолженности, то рыночная стоимость этой дебиторской задолженности определяется умножением величины балансовой стоимости задолженности на коэффициент дисконтирования в зависимости от срока неплатежа по обязательствам.

Коэффициенты дисконтирования определяются для каждой из организации-дебитора с учетом срока неплатежа по денежным обязательствам. Дебиторская задолженность, которую можно продать на рынке долговых обязательств, оценивается по данным этого рынка.

Если в составе дебиторской задолженности есть суммы, по которым истекают сроки исковой давности, это доказывает необходимость принятия мер по их взысканию, включая обращение в судебные органы. Наличие просроченной задолженности создает финансовые затруднения, так как предприятия чувствует недостаток финансовых ресурсов для приобретения производственных запасов, выплаты заработной платы и на другие цели.

Пассивы, участвующие в расчете - это обязательства предприятия, в состав которых включаются следующие статьи:

- долгосрочные и краткосрочные обязательства по займам и кредитам;
- прочие долгосрочные обязательства;
- кредиторская задолженность;
- задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов;
- резервы предстоящих расходов;
- прочие краткосрочные обязательства.

Обязательства предприятия переводятся в текущую стоимость вычитанием стоимости обязательств предприятия из рыночной стоимости его активов получают рыночную стоимость собственного капитала предприятия или соответственно стоимость **100%** пакета акций. В случае оценки неконтрольного пакета акций делается соответствующая скидка.

3.3. Метод ликвидационной стоимости

Метод ликвидационной стоимости основан на определении разности между стоимостью имущества, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и отдельной продаже его активов на рынке, и издержками на ликвидацию.

При определении ликвидационной стоимости предприятия необходимо учитывать все расходы, связанные с ликвидацией предприятия: комиссионные и административные издержки по поддержанию работы предприятия до его ликвидации, расходы на юридические и бухгалтерские услуги.

Оценка ликвидационной стоимости производится в следующих случаях:

- прибыль предприятия от производственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью его чистых активов;
 - предприятие убыточное, и стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности;
 - принято решение о ликвидации предприятия;
 - предприятие находится в стадии банкротства;
 - требуется основа для принятия управленческих решений при финансировании предприятия должника;
 - финансировании реорганизации предприятия;
 - при осуществляемой без судебного разбирательства санации предприятия;
- при выработке плана погашения долгов предприятия-должника, оказавшегося под угрозой банкротства;

— при выявлении и обосновании возможности выделения отдельных производственных мощностей предприятия в экономически самостоятельные организации и др.

При определении ликвидационной стоимости различают три вида ликвидации:

- 1) упорядоченная ликвидация;
- 2) принудительная ликвидация;
- 3) ликвидация с прекращением существования активов предприятия.

Упорядоченная ликвидация — это распродажа активов в течение разумного периода, чтобы можно было получить максимальные суммы от продажи активов. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около двух лет. Он включает время подготовки активов к продаже, время доведения информации о продаже до потенциальных покупателей, время на обдумывание решения о покупке и аккумуляцию финансовых средств для покупки, саму покупку, перевозку и т.п.

Пример 3.1.

Ситуация: Предприятие должно быть продано в связи с закрытием.

Требуется определить текущую стоимость собственного капитала при следующих данных:

- балансовая стоимость собственного капитала – 800 000 долл.;
- затраты, связанные с продажей оцениваются в 9% от стоимости собственного капитала;
- компенсация рабочим – 30 000 долл.;
- ставка дохода – 16,3%;
- срок ликвидации 1 год.

Решение:

- 1) Введем корреляционные поправки на размер собственного капитала:

Стоимость собственного капитала	800 000
Затраты на продажу (9% от 800 000)	<72 000>
Компенсация рабочим	<30 000>
Всего:	698 000

2) Найдем текущую стоимость остатка PV

$FV = 698\ 000$ долл. $N = 1$ $i = 16,3\%$ <hr style="border: 0; border-top: 1px solid black;"/> $PV = ?$	Для нахождения PV воспользуемся следующей формулой: $PV = \frac{FV}{(1+i)} = \frac{698000}{(1+0,163)} = 600172\text{äîëë} .$
--	---

Таким образом, ликвидационная стоимость равна 600 000 (шестьсот тысяч) долларов.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. На каком принципе основан затратный подход?
2. В каких случаях наиболее обосновано применение затратного подхода?
3. Назовите базовую формулу затратного подхода?
4. Какие методы используются при использовании затратного подхода?
5. Из сколько этапов состоит корректировка баланса при затратном подходе?
6. Перечислите особенности корректировки раздела I баланса при методе чистых активов?
7. Охарактеризуйте, что из себя представляет метод ликвидационной стоимости.
8. Какие виды ликвидационной стоимости определяются при трех видах ликвидации?
9. Охарактеризуйте, что из себя представляет упорядоченная ликвидация?

ТЕМА 4. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД

План:

- 4.1. Особенности сравнительного подхода к оценке бизнеса.
- 4.2. Применение оценочных мультипликаторов.
- 4.3. Метод отраслевых соотношений.
- 4.4. Преимущество и недостатки сравнительного подхода.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА (ТЕРМИНЫ)

Метод рынка капитала; метод сделок; метод отраслевых коэффициентов; финансовый анализ; мультипликаторы; предприятия аналоги; цена / прибыль; цена /денежный поток; цена/ дивиденды; цена/ выручка от реализации; цена/ стоимость активов.

4.1. Особенности сравнительного подхода к оценке бизнеса

Методы, основанные на рыночном подходе, определяют стоимость предприятия на основании его сравнения с аналогичными компаниями, акции которых свободно обращаются на фондовом рынке или с уже проданными в течение недавнего времени компаниями.

Сравнительный подход реализуется посредством трёх методов: метода рынка капитала (метод компаний – аналога), метода сделок и метода отраслевых соотношений (метод отраслевой оценки) (см. табл. 3).

Таблица 3

Виды методов оценки

Метод	Характеристика
Метод рынка капитала	Основан на ценах, реально выплаченных за акции сходных компаний на мировых фондовых рынках. Инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), 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. Для применения этого метода требуется детальная финансовая и рыночная (ценовая) информация о группе сопоставимых компаний.
Метод сделок	Основан на ценах приобретения контрольных пакетов акций в аналогичных компаниях.
Метод отраслевой оценки	Основан на специальных формулах или ценовых показателях, используемых в отдельных отраслях. Они выводятся из данных о продажах компаний в этих отраслях.
	Вид оценки
Метод рынка капитала	Стоимость неконтрольного пакета акций. Для получения стоимости контрольного пакета акций нужно добавить премию за контроль и вычесть скидку на недостаточную ликвидность.
Метод сделок	Стоимость контрольного пакета акций.
Метод отраслевой оценки	Контрольный пакет акций.

Предприятия могут существенно отличаться друг от друга. Поэтому для их сравнения необходимы корректировки:

- если различаются виды деятельности предприятий и некоторые из видов деятельности не привлекательны для покупателя, к цене применяется портфельная скидка;

- если предприятие владеет непроизводственными основными фондами, их надо оценивать отдельно от основных фондов производственного назначения с учётом налога на имущество и т.п.;

- если в результате финансового анализа выявлена недостаточность собственных оборотных средств или необходимость в затратах капитального характера, эти суммы вычитают из первоначально полученной стоимости предприятия;

- отсутствие ликвидности, свойственные компаниям закрытого типа, требуют соответствующей скидки.

Отраслевые соотношения для определения стоимости бизнеса

Вид бизнеса	Соотношения между ценой и финансовыми показателями, позволяющие оценить бизнес
Страховые компании	Цена в интервале 120 - 150% от годовых комиссионных
Бензозаправочные станции	Цена бензозаправочной станции колеблется в диапазоне $1,2 \div 2,0$ месячной выручки
Предприятия розничной торговли	Цена составляет 0,75 - 1,5 величины чистого годового дохода плюс стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие
Бары и кафе	Цена = объем продаж за пол года + стоимость лицензии
Пиццерии, кофейни	Цена = месячная прибыль $\times 4$ + стоимость запасов
Рекламные агентства	Цена = 75% годовой выручки
Хлебопекарни	Цена = 15% годового объема продаж + стоимость оборудования + стоимость запасов
Продажа новых автомобилей	Цена = 50% годовой выручки + товарные запасы и оборудование
Аптеки	Цена = 75% годовой прибыли + стоимость оборудования + стоимость товарных запасов
Автомастерские	Цена = месячная прибыль $\times 2$ + рыночная стоимость оборудования

4.2. Применение оценочных мультипликаторов

Для уточнения получаемых результатов при оценке бизнеса на основе сравнения с аналогами применяется соотношение, называемые оценочными мультипликаторами.

Мультипликатор - соотношение между ценой и финансовыми показателями.

Для оценки рассчитывают несколько мультипликаторов по формуле:

$$\dot{I} = \frac{\ddot{O}}{\hat{O}A_i}, \quad (15)$$

где: М - оценочный мультипликатор;

Ц - цена продажи предприятия –аналога;

ФБ_і - финансовый показатель предприятия аналогично объекту оценки.

Применение оценочных мультипликаторов базируется на предположении, что похожие предприятия имеют достаточно близкое соотношения между ценой и важнейшими показателями. Преобразуя формулу, получаем:

$$\ddot{O} = \dot{I} \times \hat{O}A_i, \quad (16)$$

Таким образом, цена предприятия может быть определена умножением финансового показателя на соответствующий мультипликатор.

Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Для расчета мультипликатора необходимо:

- определить цену акций по всем компаниям, выбранным в качестве аналога (получим значение числителя в формуле);

- вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки (получим значение знаменателя формулы).

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

В качестве финансовой базы должен выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки.

В оценке бизнеса обычно используют четыре группы мультипликаторов:

Цена/прибыль, цена/денежный поток;

Цена/дивиденды;

Цена/выручка от реализации;

Цена/стоимость активов.

В зависимости от конкретной ситуации, суждение о стоимости предприятия может основываться на любом из мультипликаторов, или любом их сочетании. Для этого для каждого предприятия-аналога рассчитывается несколько мультипликаторов, анализируются риски и финансовые показатели, после чего выбираются мультипликатор, который максимально соответствует имеющейся финансовой информации об оцениваемом предприятии.

Мультипликатор цена/прибыль или цена/денежный поток используется при соблюдении следующих правил:

Доходная база (прибыль и денежный поток) может определяться различными способами: до и после учета амортизации, выплаты процентов, налогов, дивидендов. Главным требованием является соответствие с выбранным мультипликатором предприятия-аналога;

Выбор мультипликатора зависит не только от полученной финансовой информации, но и от структуры активов предприятий: мультипликатор цена/денежный поток целесообразно использовать для оценки предприятий, владеющих недвижимостью, балансовая стоимость которой уменьшается, хотя рыночная цена может расти. Это объясняется тем, что при расчете денежного потока амортизационные отчисления прибавляются к чистой прибыли. Если же в активах предприятия преобладает быстроустаревающее оборудование, более подходящей базой является чистая прибыль.

Поскольку оценка бизнеса производится на конкретную дату, мультипликаторы предприятий-аналогов должны рассчитываться по материалам отчетов, максимально приближенным к дате оценки;

Доходная база определяется на основе ретроспективных данных за ряд лет методом простой средней, средневзвешенной или трендовой прямой;

Мультипликатор цена/прибыль может рассчитываться как по предприятию в целом, так и в расчете на одну акцию;

Использование большого числа аналогичных предприятий может дать разброс величины мультипликатора.

В процессе согласования необходимо установить разумный диапазон разброса, свидетельствующий о действительной сопоставимости, или объяснить причину возникновения существенных отклонений, которая должна учитываться при определении окончательной цены. Весовой коэффициент должен учитывать сопоставимость аналога и объекта оценки.

Мультипликатор цена/дивиденды может рассчитываться на базе фактически выплаченных дивидендов или на основе потенциальных дивидендных выплат. Потенциальные дивидендные выплаты представляют собой типичный для таких выплат процент от чистой прибыли по предприятиям–аналогам. Данный мультипликатор используется редко из-за возможности варьирования в порядке выплаты дивидендов у компаний. Использовать этот мультипликатор целесообразно, если дивиденды на предприятии (его аналогах) выплачиваются стабильно.

Мультипликатор цена/выручка от реализации (цена/физический объем производство) обычно используется в комплексе с другими мультипликаторами, однако наиболее целесообразно его применить при оценке в сфере услуг и при анализе предприятий, имеющих различные налоговые условия. Этот мультипликатор является модифицированным вариантом капитализации прибыли, т.к. предполагается, что в аналогичном бизнесе уровень рентабельности продукции практически одинаков. Оценщик должен проанализировать стабильность объемов выручки от реализации в будущем, последствия возможной смены ключевой фигуры в бизнесе, выявить различия в структуре капитала сравниваемых компаний. Мультипликатор цена/физический объем целесообразно использовать для оценки бизнеса с узкой номенклатурой производства.

Метод рынка капитала (компании – аналога)

Этапы оценки:

1. Выбор "аналога" или сопоставимых компаний.
2. Финансовый анализ и сопоставление.
3. Выбор и вычисление оценочных мультипликаторов.
4. Применение мультипликаторов к оцениваемой компании.
5. Определение стоимости.
6. Внесение итоговых поправок.

Выбор компании – аналога

Выбор компании - аналога производится по сходству признаков: отрасли, продукции, финансовых характеристик, стадии развития, стратегии операционной деятельности, по размеру активов и др.

Финансовый анализ

Финансовый анализ дает информацию о степени риска для данного предприятия и дает возможность обоснованно определять подходящую величину оценочных мультипликаторов.

Он включает:

- Анализ коэффициентов заемных средств (структура капитала).
- Анализ коэффициентов собственных оборотных средств (ликвидность).
- Сопоставления балансовых отчетов стандартного формата.
- Сопоставления отчетов о прибылях и убытках.
- Анализ операционных коэффициентов (доход/активы, доход /собственный капитал и т.д.).
- Прогнозирование риска.

Рассмотрим пример определения оценочных мультипликаторов на основе нижеприведенного отчета о прибылях и убытках.

Пример оценочных мультипликаторов

Нормализованный отчет о прибылях и убытках		Стоимость собственного капитала \$36 000
Выручка от реализации	45 000	
Себестоимость производства	35 000	
Валовая прибыль	10 000	
Износ	<5 600>	
Прибыль до уплаты процентов и налогов (ЕБИТ)	4 400	Оценочные мультипликаторы
Проценты по кредитам	<400>	
Прибыль до налогообложения	4 000	→ 36000/4000 = 9
Налоги	<1 600>	
Чистая прибыль	2 400	→ 36000/2400 = 15
Денежный поток:	8 000	→ 36000/8000 = 4.5
Чистая прибыль + износ		
Денежный поток до уплаты налогов:		
Прибыль до уплаты налогов + износ	9 600	→ 36000/9600 = 3.8

Правило:



Выбранные мультипликаторы необходимо применять к соответствующим финансовым данным по оцениваемой компании таким образом, чтобы это соответствовало способу вычисления соответствующего мультипликатора для сопоставимых компаний

Пример оценки компаний

Ситуация: Оцениваются три компании А, В и С, которые имеют нижеприведенный отчет о прибылях и убытках. Выявленный рыночный мультипликатор по сопоставимым компаниям P/E = 12. Определить стоимости компаний.

Отчет о прибылях и убытках

Показатели	Компании		
	А	В	С
Выручка от реализации	5000	5000	5000
Себестоимость выпуска	<3000>	<3000>	<2000>
Валовой доход	2000	2000	3000
Начисленный износ	<500>	<1500>	<1500>
Денежный доход до уплаты процентов и налогов (ЕВІТ)	1500	500	1500
Обслуживание долга	<300>	<300>	<1300>
Денежный доход до уплаты налогов (ЕВТ)	1200	200	200
Налог (40%)	<480>	<80>	<80>
Чистая прибыль после уплаты налогов	720	120	120

Решение:

Для использования мультипликатора Р/Е необходимо преобразовать денежный поток в чистый доход на безналоговой основе (Е).

Таблица 7

Показатели	Компании		
	А	В	С
Денежный доход до уплаты процентов и налогов (ЕВІТ)	1500	500	1500
Налог (40%)	<600>	<200>	<600>
Чистая прибыль после уплаты налогов	900	300	900
Начисленный износ	500	1500	1500
Годовой безналоговой доход (Е)	1400	1800	2400

Стоимости компаний

Компания А: $1400 \times 12 = 16800$ тыс. долл.

Компания В: $1800 \times 12 = 21600$ тыс. долл.

Компания С: $2400 \times 12 = 28800$ тыс. долл.

Метод сделок

Метод сделок основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний, выявленных по опубликованным данным. На западе широко используются источники данных: MergerstatReview, AcquisitionsMonthly и др. В Республике Узбекистан можно использовать публикации Биржевого Вестника и издаваемые материалы Биржи недвижимости.

Порядок оценки аналогичен предыдущему методу и включает этапы:

Этапы оценки:

- Выбор «аналога» или сопоставимых компаний.
- Финансовый анализ и сопоставление.
- Выбор и вычисление оценочных мультипликаторов.
- Применение мультипликаторов к оцениваемой компании.
- Определение стоимости.
- Внесение итоговых поправок.

Особенность подбора мультипликаторов заключается в том, что обычно, из-за недостаточности статистических данных, этот подход ограничивается коэффициентами цена/прибыль и цена/балансовая прибыль.

В результате оценки метод сделок дает величину стоимости на уровне *контроля*, а не величины стоимости миноритарного пакета акций.

4.3. Метод отраслевых соотношений (Метод отраслевой оценки)

Метод отраслевых соотношений метод (Метод отраслевой оценки) заключается в определении ориентировочной стоимости предприятия с использованием соотношений или показателей, основанных на данных о продажах компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику. Отраслевые коэффициенты или соотношения рассчитываются, как уже было сказано, на основе статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами.

Рынок купли-продажи готового бизнеса в Узбекистане только развивается, поэтому метод отраслевых коэффициентов еще не получил достаточного распространения в отечественной практике. На Западе рынок бизнеса развит давно и в результате обобщения были разработаны достаточно простые соотношения для определения стоимости оцениваемого предприятия.

Метод целесообразно использовать только в случаях, когда подобные предприятия часто продаются, а оценщик имеет накопленный опыт оценки объектов данного вида. Причём отраслевые соотношения могут быть разработаны оценщиком самостоятельно на основе анализа отраслевых данных. Наиболее типичные соотношения, используемые при определении ориентировочной стоимости бизнеса в рыночных странах, приведены в таблице 4.

Отметим, что сравнительный подход даёт наиболее точные результаты, если существует активный рынок аналогичных объектов собственности.

4.4. Преимущества и недостатки сравнительного подхода

Преимущества сравнительного подхода:

- если есть достаточная информация об аналогах, получаются точные результаты;
- подход отражает рынок, учитывая реальное соотношение спроса и предложения на подобные объекты, т.к. основан на сравнении оцениваемого предприятия с аналогами, уже купленными недавно или акции которых свободно обращаются на финансовых рынках;
- в цене предприятия отражаются результаты его производственно-хозяйственной деятельности.

Недостатки сравнительного подхода:

- базируется только на ретроспективной информации, практически не учитывая перспективы развития предприятия;
- сложно, а иногда невозможно собрать финансовую информацию об аналогах (из-за недостаточного развития фондового рынка, многие АО не дают

свои котировки на фондовый рынок, а закрытые АО, не раскрывают финансовую информацию);

- требует вносить существенные корректировки из-за сильных различий предприятий между собой (различаются оборудование, ассортимент, стратегия развития, качество управления и т.д.).

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Что из себя представляет сравнительный подход?
2. Какие методы включает в себя сравнительный подход?
3. Как можно охарактеризовать метод рынка капитала?
4. Для определения какой стоимости используется метод рынка капитала?
5. В каких случаях оценки применяется метод сделок?
6. На чем основан метод отраслевой оценки, и при определении какой стоимости используется этот метод?
7. В чем сходство и различие методов рынка капитала и сделок?
8. В каких случаях сравнительный подход дает наиболее точные результаты?
9. Что представляет собой оценочный мультипликатор и как он определяется?
10. Какие мультипликаторы используются в оценке бизнеса?
11. Какие правила должны быть соблюдены при определении мультипликаторов «цена / прибыль» или «цена / денежный поток»?
12. Из каких этапов состоит метод компании – аналога?
13. Охарактеризуйте этапы оценки методом сделок?
14. На чем основан метод отраслевой оценки?
15. В чем заключаются преимущества и недостатки сравнительного подхода?

ТЕМА 5. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

План:

- 5.1. Основные положения доходного подхода.
- 5.2. Учет стоимости денег во времени при использовании доходного подхода.
- 5.3. Методы капитализации дохода.
- 5.4. Метод дисконтирования денежных потоков.
 - 5.4.1. Выбор модели денежного потока.
 - 5.4.2. Определение длительности прогнозного периода.
 - 5.4.3. Расчет денежных потоков.
 - 5.4.4. Выбор методов расчета ставок дисконтирования.
 - 5.4.5. Модель Гордона.
- 5.5. Определение ставок дисконтирования.
 - 5.5.1. Метод кумулятивного построения.
 - 5.5.2. Метод оценки капитальных активов (CAPM).
 - 5.5.3. Модуль средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА (ТЕРМИНЫ)

Денежный поток, капитализация, ставка капитализации, норма дохода, ставка дохода, дисконтирование.

Доходный подход к оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Доходный подход считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете покупает не набор активов, состоящий из зданий, сооружений, машин, оборудования, нематериальных ценностей и т.д., а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенные

средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние. С этой точки зрения все предприятия, к каким бы отраслям экономики они ни принадлежали, производят всего один вид товарной продукции — деньги.

Доходный подход — это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

Целесообразность применения доходного подхода определяется тем, что суммирование рыночных стоимостей активов предприятия не позволяет отразить реальную стоимость предприятия, так как не учитывает взаимодействие этих активов и экономическое окружение бизнеса.

5.1. Основные положения доходного подхода

Доходный подход предусматривает установление стоимости бизнеса (предприятия), актива или доли (вклада) в собственном капитале, в том числе уставном, или ценной бумаги путем расчета приведенных к дате оценки ожидаемых доходов. Данный подход используют, когда можно обоснованно определить будущие денежные доходы оцениваемого предприятия.

Методы доходного подхода к оценке бизнеса основаны на определении текущей стоимости будущих доходов. Основные методы — это:

- метод капитализации дохода;
- метод дисконтирования денежных потоков.

При оценке методом капитализации дохода определяется уровень дохода за первый прогнозный год и предполагается, что доход будет таким же и в последующие прогнозные годы (в случае применения метода дисконтирования денежных потоков определяется уровень доходов за каждый год прогнозного периода).

Метод используется при оценке предприятий, успевших накопить активы, приносящих стабильный доход.

Если предполагается, что будущие доходы будут изменяться по годам прогнозного периода, когда предприятия реализуют влияющий на денежные потоки инвестиционный проект или являются молодыми, применяется метод

дисконтирования денежных потоков. Определение стоимости бизнеса этим методом основано на раздельном дисконтировании разновременных изменяющихся денежных потоков.

Предполагается, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, а собственник не продаст свой бизнес по цене, которая ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов.

В результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Денежные потоки — это серия ожидаемых периодических поступлений денежных средств от деятельности предприятия, а не единовременное поступление всей суммы.

Рыночная оценка бизнеса во многом зависит от его перспектив. Именно перспективы позволяют учесть метод дисконтирования денежных потоков. Данный метод оценки считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов и может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Существуют ситуации, когда он объективно дает наиболее точный результат оценки рыночной стоимости предприятия.

Преимущества доходного подхода:

— учитывается доходность предприятия, что отражает основную цель его функционирования — получение дохода собственником;

— применение подхода необходимо при принятии решений о финансировании, анализе целесообразности инвестирования, при обосновании решений о купле-продаже предприятия;

— подход учитывает перспективы развития предприятия.

Результаты доходного подхода позволяют руководителям предприятий выявлять проблемы, тормозящие развитие бизнеса; принимать решения, направленные на рост дохода.

Некоторые предприятия сложно оценить с помощью затратного подхода, а для использования сравнительных методик оценки нет соответствующей рыночной информации, например, это:

— предприятия, связанные с информационно-рекламной сферой деятельности, так как их стоимость зависит от размеров и эффективности первоначальных затрат, последующих объемов реализации услуг и чистых доходов;

— предприятия, деятельность которых базируется на новых технологиях, когда стоимость предприятия существенно зависит от конъюнктуры соответствующего сектора рынка;

— предприятия, имеющие исключительные права, каналы связи, каналы реализации продукции, услуг, обладание которыми позволяет таким предприятиям ограничить конкуренцию на соответствующем рынке и получать высокие и стабильные доходы, а следовательно, иметь высокую стоимость;

— предприятия, действующие на рынке интеллектуальных услуг (оценочных, медицинских, юридических, аудиторских и пр.), так как их стоимость в значительной степени зависит от индивидуальных качеств руководителя, его квалификации, связей и т.д.

Основные недостатки доходного подхода:

— прогнозирование долговременного потока дохода затруднено сложившейся недостаточно устойчивой экономической ситуацией в России, из-за чего вероятность неточности прогноза увеличивается пропорционально долгосрочное прогнозного периода;

— сложность расчета ставок капитализации и дисконтирования;

— в процессе прогнозирования денежных потоков или ставок дисконтирования устанавливаются различные предположения и ограничения, носящие условный характер;

— влияние факторов риска на прогнозируемый доход;

— многие предприятия не показывают в отчетности реальный доход, на анализе которого базируется доходный подход, или же показывают убытки.

При оценке прогнозируемых разновременных денежных потоков предприятия учитывается стоимость денег во времени.

5.2. Учет стоимости денег во времени при использовании доходного подхода

Для анализа разновременных денежных потоков, обоснования инвестиционных вложений, определения стоимости недвижимости и бизнеса, а также выполнения ряда других операций применяют элементы финансовой математики.

При расчете нормы дохода на инвестируемый капитал должна учитываться текущая стоимость будущих доходов для сопоставимости с текущей стоимостью инвестиций, иначе будущие доходы в случае их преобразования в текущую стоимость могут оказаться равными капитальным вложениям.

При вложении средств инвестор отказывается от текущего потребления в надежде получить больший доход в будущем, однако существует риск неполучения ожидаемого дохода. Поэтому инвестор заслуживает премии, что является ключевым фактором необходимости учета стоимости денег во времени.

Основные причины изменения стоимости денег во времени:

- 1) инвестор отказывается от текущего потребления, за что заслуживает премии;
- 2) инвестор берет на себя риск неполучения ожидаемого дохода, что требует учета премии за риск, связанный с объектом инвестирования;
- 3) меняется покупательная способность денег.

Для анализа денежных потоков от недвижимости и бизнеса, для определения текущей стоимости инвестиций, обоснования величины платы за получение будущих потоков дохода, широко применяются функции сложных процентов. Что это такое?

Простой процент — процент, начисляемый только на основную сумму долга без учета накопленных процентов.

Сложный процент — процент, начисляемый на основную сумму долга и невыплаченные ранее проценты, начисленные за предыдущий период.

Пример 5.1. Расчет сложного процента. Положим в банк 100 тыс. сум под 10% годовых. Рассчитаем сумму депозита (суммы на банковском счете) по простому и сложному проценту, если период накопления составляет четыре года.

Таблица 8

Расчет суммы депозита по простому и сложному проценту

Показатель по вкладу	Сложный процент, тыс. сум	Простой процент, тыс. сум
Депозит	100	100
Начисления на конец первого года	10	10
Депозит на начало второго года	110	110
Начисления на конец года	11	10
Депозит на начало третьего года	121	120
Начисления на конец года	12,1	10
Депозит на начало четвертого года	133,1	130
Начисления на конец года	13,31	10
Депозит на конец четвертого года	146,41	140

Основные области применения сложного процента:

- 1) будущая стоимость единицы;
- 2) накопление единицы за период;
- 3) фактор фонда возмещения;
- 4) текущая стоимость единицы;
- 5) текущая стоимость единичного аннуитета;
- 6) взнос за амортизацию денежной единицы.

Для удобства в работе с различными потоками доходов используют финансовые калькуляторы. Они имеют клавиши числа периодов, периодической ставки процента, периодического платежа, текущей стоимости суммы, будущей стоимости суммы и др. Для упрощения расчетов в случае отсутствия финансового калькулятора применяют таблицы сложных процентов (табл. 9 и 10).

**Функции сложного процента
(20% , начисление процентов ежегодно)**

№ года	Будущая стоимость единицы	Накопление единицы за период	Фактор фонда возмещения	Коэффициент текущей стоимости единицы (DF)	Текущая стоимость единичного аннуитета	Взнос на амортизацию единицы	№ года
1	1,20000	1,00000	1,00000	0,83333	0,83333	1,20000	1
2	1,44000	2,20000	0,45455	0,69444	1,52778	0,65455	2
3	1,72800	3,64000	0,27473	0,57870	2,10648	0,47473	3
4	2,07360	5,36800	0,18629	0,48225	2,58873	0,38629	4
5	2,48832	7,44160	0,13438	0,40188	2,99061	0,33438	5
6	2,98598	9,92992	0,10071	0,33490	3,32551	0,30071	6
7	3,58318	12,91590	0,07742	0,27908	3,60459	0,27742	7
8	4,29982	16,49908	0,06061	0,23257	3,83716	0,26061	8
9	5,15978	20,79890	0,04808	0,19381	4,03097	0,24808	9
10	6,19174	25,95868	0,03852	0,16151	4,19247	0,23852	10
11	7,43008	32,15042	0,03110	0,13459	4,32706	0,23110	11
12	8,91610	39,58050	0,02526	0,11216	4,43922	0,22526	12
13	10,69932	48,49660	0,02062	0,09346	4,53268	0,22062	13
14	12,83919	59,19592	0,01689	0,07789	4,61057	0,21689	14
15	15,40702	72,03511	0,01388	0,06491	4,67547	0,21388	15
16	18,48843	87,44213	0,01144	0,05409	4,72956	0,21144	16
17	22,18611	105,93056	0,00944	0,04507	4,77463	0,20944	17
18	26,62333	128,11667	0,00781	0,03756	4,81219	0,20781	18
19	31,94800	154,74000	0,00646	0,03130	4,84350	0,20646	19
20	38,33760	186,68801	0,00536	0,02608	4,86958	0,20536	20
21	46,00512	225,02561	0,00444	0,02174	4,89132	0,20444	21
22	55,20615	271,03073	0,00369	0,01811	4,90943	0,20369	22
23	66,24738	326,23688	0,00307	0,01509	4,92453	0,20307	23
24	79,49685	392,48425	0,00255	0,01258	4,93710	0,20255	24
25	95,39622	471,98111	0,00212	0,01048	4,94759	0,20212	25
26	114,47547	567,37733	0,00176	0,00874	4,95632	0,20176	26

* Единичный аннуитет — показатель, отражающий стоимость, которую генерирует один сум прибыли за определенный период.

№ года	Будущая стоимость единицы	Накопление единицы за период	Фактор фонда возмещения	Коэффициент текущей стоимости единицы (DF)	Текущая стоимость единичного аннуитета	Взнос на амортизацию единицы	№ года
27	137,37056	681,85280	0,00147	0,00728	4,96360	0,20147	27
28	164,84467	819,22336	0,00122	0,00607	4,96967	0,20122	28
29	197,81361	984,06803	0,00102	0,00506	4,97472	0,20102	29
30	237,37633	1181,88164	0,00085	0,00421	4,97894	0,20085	30
31	284,85160	1419,25797	0,00070	0,00351	4,98245	0,20070	31
32	341,82192	1704,10957	0,00059	0,00293	4,98537	0,20059	32
33	410,18630	2045,93149	0,00049	0,00244	4,98781	0,20049	33
34	492,22357	2456,11779	0,00041	0,00203	4,98984	0,20041	34
35	590,66828	2948,34136	0,00034	0,00169	4,99153	0,20034	35
36	708,80194	3539,0096	0,00028	0,00141	4,99295	0,20028	36
37	850,56233	4247,81158	0,00024	0,00118	4,99412	0,20024	37
38	1020,67480	5098,37391	0,00020	0,00098	4,99510	0,20020	38
39	1224,80976	6119,04870	0,00016	0,00082	4,99592	0,20016	39
40	1469,77171	7343,8584	0,00014	0,00068	1,99660	0,20014	40

Таблица 10

**Функции сложного процента
(30%, начисление процентов ежегодно)**

№ года	Будущая стоимость единицы	Накопление единицы за период	Фактор фонда возмещения	Коэффициент текущей стоимости единицы (DF)	Текущая стоимость единичного аннуитета	Взнос на амортизацию единицы	№ года
1	1,30000	1,00000	1,00000	0,76923	0,76923	1,30000	1
2	1,69000	2,30000	0,43478	0,59172	1,36095	0,73478	2
3	2,19700	3,99000	0,25063	0,45517	1,81611	0,55063	3
4	2,85610	6,18700	0,16163	0,35013	2,16624	0,46163	4
5	3,71293	9,04310	0,11058	0,26933	2,43557	0,41058	5
6	4,82681	12,75603	0,07839	0,20718	2,64275	0,37839	6
7	6,27485	17,58284	0,05687	0,15937	2,80211	0,35687	7

№ года	Будущая стоимость единицы	Накопление единицы за период	Фактор фонда возмещения	Коэффициент текущей стоимости единицы (DF)	Текущая стоимость единичного аннуитета	Взнос на амортизацию единицы	№ года
8	8,15731	23,85769	0,04192	0,12259	2,92470	0,34192	8
9	10,60450	32,01500	0,03124	0,09430	3,01900	0,33124	9
10	13,78585	42,61950	0,02346	0,07254	3,09154	0,32346	10
11	17,92161	56,40535	0,01773	0,05580	3,14734	0,31773	11
12	23,29809	74,32696	0,01345	0,04292	3,19026	0,31345	12
13	30,28751	97,62504	0,01024	0,03302	3,22328	0,31024	13
14	39,37377	127,91256	0,00782	0,02540	3,24867	0,30782	14
15	51,18590	167,28633	0,00598	0,01954	3,26821	0,30598	15
16	66,54167	218,47223	0,00458	0,01503	3,28324	0,30458	16
17	86,50417	285,01390	0,00351	0,01156	3,29480	0,30351	17
18	112,45543	371,51807	0,00269	0,00889	3,30369	0,30269	18
19	146,19205	483,97350	0,00207	0,00684	3,31053	0,30207	19
20	190,04967	630,16555	0,00159	0,00526	3,31579	0,30159	20
21	247,06458	820,21522	0,00122	0,00405	3,31984	0,30122	21
22	321,18395	1067,27980	0,00094	0,00311	3,32295	0,30094	22
23	417,53914	1388,46375	0,00072	0,00239	3,32535	0,30072	23
24	542,80089	1806,00289	0,00055	0,00184	3,32719	0,30055	24
25	705,64116	2348,8038	0,00043	0,00142	3,32861	0,30043	25
26	917,33352	3054,445	0,00033	0,00109	3,32970	0,30033	26
27	1192,53359	3971,77847	0,00025	0,00084	3,33054	0,30025	27
28	1550,29368	5164,31206	0,00019	0,00065	3,33118	0,30019	28
29	2015,38180	6714,60573	0,00015	0,00050	3,33168	0,30015	29
30	2619,99636	8729,9875	0,00011	0,00038	3,33206	0,30011	30
31	3405,9953	11349,9839	0,00009	0,00029	3,33235	0,30009	31
32	4427,7939	14755,9792	0,00007	0,00023	3,33258	0,30007	32
33	5756,13217	19183,7731	0,00005	0,00017	3,33275	0,30005	33
34	7482,97189	24939,905	0,00004	0,00013	3,33289	0,30004	34
35	9727,8636	32422,877	0,00003	0,00010	3,33299	0,30003	35
36	12646,2227	42150,7408	0,00002	0,00008	3,33307	0,30002	36
37	16440,0897	54796,964	0,00002	0,00006	3,33317	0,30002	37
38	21372,1168	71237,0532	0,00001	0,00005	3,33318	0,30001	38
39	27783,7521	92609,1700	0,00001	0,00004	3,33321	0,30001	39
40	36118,8781	120392,922	0,00001	0,00003	3,33324	0,30001	40

Рассмотрим перечисленные выше функции сложного процента.

Будущая стоимость единицы (S^n) — будущая стоимость одной денежной единицы через n периодов при ставке сложного процента i .

$$S^n = (1 + i)^n \quad (17)$$

где S^n — сумма после n периодов;

i — периодическая фактическая ставка процента;

n — число периодов.

Пример 5.2. Необходимо определить будущую стоимость 1 000 000 сум при ставке сложного процента 30%, если период накопления составит пять лет:

$$1\,000\,000 \times (1 + 0,3)^5 = 3\,712\,930 \text{ (сум)}.$$

Используем для решения этой задачи таблицы сложных процентов. Инвестор, зная стоимость одного сума к концу пятого года накопления, может узнать будущую стоимость одного миллиона сум, умножив будущую стоимость одного сума на вложенную сумму:

$$1\,000\,000 \times 3,71293 = 3\,712\,930 \text{ сум}.$$

Таким образом, при инвестировании 1 млн. сум при ставке 30% к концу пятого года стоимость вложенных средств составит 3,71 млн. сум.

Накопление единицы за период (S_n — остаток денежных средств через n периодов при ставке сложного процента, равной i , в результате периодического пополнения основной суммы депозита за счет новых взносов и перевода накопленных процентов в основную сумму депозита:

$$S_n = \frac{S^n - 1}{i}, \text{ или } S_n = \frac{(1 + i)^n - 1}{i} \quad (18)$$

Таким образом, при вкладе на три года сум, депонированный в конце первого года, будет приносить процент в течение двух лет; сум, депонированный в конце второго года, — в течение одного года; сум, депонированный в конце третьего года, не принесет процента.

Фактор фонда возмещения (SFF) показывает денежную сумму, которую необходимо депонировать в конце каждого периода для того, чтобы через n периодов при ставке сложного процента, равной i , остаток на счете составил один сум:

$$SFF = \frac{1}{S_n}, \text{ или } SFF = \frac{i}{(1+i)^n - 1} \quad (19)$$

Периодический платеж = Желаемая сумма \times SFF.

Пример 5.3. Если остаток на депозите приносит ежегодно 20% дохода, то для того, чтобы за три года накопить 3,64 млн. сум, нужно ежегодно вкладывать по 1 млн. сум:

$$0,27473 \times 3,64 = 1 \text{ (млн. сум)}$$

Коэффициент текущей стоимости единицы (фактор дисконтирования, DF) — это текущая стоимость одной денежной единицы, которая должна быть получена через n периодов при ставке сложного процента, равной i :

Пример 5.4. При ставке дисконтирования 20% текущая стоимость 1 млн. сум, ожидаемого к получению через год, составит 833 тыс. сум:

$$DF_1 = I: (1+0,20)^1 = 0,833;$$

$$0,833 \times 1 \text{ млн. сум} = 833 \text{ тыс. сум.}$$

Текущая стоимость единичного аннуитета (a_n) — текущая стоимость серии ожидаемых равных единичных поступлений в течение n периодов при ставке сложного процента, равной i :

$$a_n = \frac{1 - DF_n}{i}, \text{ или } a_n = \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i} \quad (20)$$

Пример 5.5. Право получения 100 тыс. сум дохода в конце каждого года в течение следующих трех лет можно оценить следующим образом:

$$a_n = 2,106 \text{ тыс. сум}$$

$$100 \times 2,106 = 210,6 \text{ (тыс. сум)}$$

Следовательно, текущая стоимость инвестиций 210,6 тыс. сум является обоснованной платой за право получения 100 тыс. сум в конце каждого следующего года в течение трех лет при ставке 20%.

Внос на амортизацию денежной единицы — коэффициент частичных платежей, который показывает величину обязательного периодического платежа, необходимую для погашения кредита за n периодов при ставке сложного процента, равной i .

$$\frac{1}{a_n} = - \frac{i}{1 - \frac{1}{(1+i)^n}} \quad (21)$$

Амортизация денежной единицы — это процесс погашения долга в течение определенного времени. Взнос на амортизацию кредита математически определяется как отношение одного платежа к первоначальной сумме кредита.

Пример 5.6. Ожидается получить 1 тыс. сум в конце каждого из двух последующих лет при годовой ставке 30%.

Отношение одного платежа к основной сумме кредита показывает размер периодического платежа, необходимого для погашения долга, который для одного сума в данном случае составит:

$$\frac{1}{a_n} = 0.73478$$

Следовательно, для полного погашения первоначальной суммы кредита и процентов, начисленных по годовой ставке 30%, в конце каждого года на протяжении двух лет следует за каждую 1 тыс. сум уплачивать 734,8 сум.

Функции сложного процента взаимосвязаны (табл. 11).

Таблица 11

Взаимосвязь функций сложного процента

Основные функции	Обратные функции
Будущая стоимость единицы: $S^n = (1+i)^n$	Коэффициент текущей стоимости единицы (фактор дисконтирования); $DF_n = \frac{1}{S^n}$, или $DF_n = \frac{1}{(1+i)^n}$
Накопление единицы за период: $S_n = \frac{S^n - 1}{i}$ или $S_n = \frac{(1+i)^n - 1}{i}$	Фактор фонда возмещения: $SFF = \frac{1}{S_n}$
Текущая стоимость единичного аннуитета: $a_n = \frac{1 - DF_n}{i}$, или $a_n = \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i}$	Взнос на амортизацию денежной единицы: $\frac{1}{a_n} = \frac{i}{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}$

Функции сложного процента применяются в оценке имущества с использованием доходного подхода.

5.3. Метод капитализации дохода

Метод применяется для оценки «зрелых» предприятий, которые имеют определенную прибыльную историю хозяйственной деятельности, успели накопить активы, стабильно функционируют.

По сравнению с методом дисконтирования денежных потоков, метод капитализации дохода более прост, так как не требуется составления средне- и долгосрочных прогнозов доходов, однако его применение ограничено кругом предприятий с относительно стабильными доходами, находящихся на стадии зрелости своего жизненного цикла, рынок сбыта которых устоялся и в долгосрочной перспективе не предполагается значительных изменений.

Метод капитализации дохода — оценка имущества на основе капитализации дохода за первый прогнозный год при предположении, что величина дохода будет такой же и в последующие прогнозные годы.

Капитализация дохода — процесс, определяющий взаимосвязь будущего дохода и текущей стоимости оцениваемого объекта.

Метод капитализации дохода реализуется посредством капитализации будущего нормализованного денежного потока или капитализации будущей усредненной прибыли.

Метод используется, если доход предприятия стабилен. Если предполагается, что будущие доходы будут изменяться по годам прогнозного периода, для оценки применяется метод дисконтирования денежных потоков.

Этапы метода капитализации дохода:

- 1) обоснование стабильности получения доходов;
- 2) выбор вида дохода, который будет капитализирован;
- 3) определение величины капитализируемого дохода;
- 4) расчет ставки капитализации;

- 5) капитализация дохода;
- 6) внесение итоговых поправок.

Этап 1. Обоснование стабильности (относительной стабильности) получения доходов проводится на основе анализа нормализованной финансовой отчетности.

Этап 2. Выбор вида дохода, который будет капитализирован.

В качестве капитализируемого дохода в оценке бизнеса могут выступать выручка или показатели, так или иначе учитывающие амортизационные отчисления: чистая прибыль после уплаты налогов, прибыль до уплаты налогов, величина денежного потока. Капитализация прибыли в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины прибыли.

Этап 3. Определение величины капитализируемого дохода.

В качестве величины дохода, подлежащей капитализации, может быть выбрана:

- 1) величина дохода, спрогнозированная на один год после даты оценки;
- 2) средняя величина выбранного вида дохода, рассчитанная на основе ретроспективных и, возможно, прогнозных данных.

Важную роль играет нормализация дохода, т.е. устранение единовременных отклонений в потоках дохода.

Определение размера прогнозируемого нормализованного дохода осуществляется с помощью статистических формул по расчету простой средней, средневзвешенной средней или метода экстраполяции.

Этап 4. Расчет ставки капитализации.

Ставка капитализации — коэффициент, преобразующий доход одного года в стоимость объекта.

Ставка капитализации характеризуется соотношением годового дохода и стоимости имущества:

$$R - I : V \quad (22)$$

где V — стоимость.

R — ставка капитализации;

I — ожидаемый доход за один год после даты оценки;

Ставка капитализации может устанавливаться оценщиком на основе изучения отрасли.

Пример 5.7. Расчет ставки капитализации.

Таблица 12

Показатель	Сведения о продажах аналогичных предприятий		
	предприятие 1	предприятие 2	предприятие 3
Цена продажи, тыс. сум	1 000	800	1 200
Усредненный нормализованный денежный поток за один год, тыс. сум	240	200	360
Решение			
Ставка капитализации для анализируемых продаж, %	24,0	25,0	30,0
Весовой коэффициент (учитывает степень схожести аналога на объект оценки и качество информации)	0,4	0,4	0,2
Взвешенное значение ставки капитализации, %	9,6	10,0	6,0
Общая ставка капитализации, %	25,6		

Часто ставка капитализации выбирается на основе ставки дисконтирования. Для этого из ставки дисконтирования вычитается темп роста капитализируемого дохода (денежного потока или прибыли). Если темп роста дохода предполагается равным нулю, ставка капитализации будет равна ставке дисконтирования.

Этап 5. Капитализация дохода, т.е. определение стоимости бизнеса по формуле:

$$V = I : R,$$

или Стоимость = Доход : Ставка капитализации.

Пример 5.8. Расчет стоимости предприятия методом капитализации дохода.

Показатель	Значение
Ожидаемый годовой доход, сум	100 000
Ставка капитализации, %	25
Стоимость предприятия, сум	400 000(100 000:0,25)

5.4. Метод дисконтирования денежных потоков

Применение данного метода наиболее обосновано для оценки предприятий, денежные потоки которых нестабильны.

Сущность метода дисконтирования денежных потоков

Метод дисконтирования денежных потоков — определение стоимости имущества суммированием текущих стоимостей ожидаемых от него потоков дохода. Расчеты проводятся по формуле:

$$PV = \frac{CF_1}{1+DR} + \frac{CF_2}{(1+DR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+DR)^n} + \frac{FV}{(1+DR)^n} \quad (23)$$

где PV — текущая стоимость;

CF_n — доход n -го периода;

FV— реверсия *;

DR — ставка дисконтирования;

n — последний год прогнозного периода.

В общем виде эта формула может быть представлена таким образом:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+DR)^i} + \frac{FV}{(1+DR)^n} \quad (24)$$

где i — номер года прогнозного периода.

В обеих вышеприведенных формулах денежные потоки дисконтируются, как если бы они были получены в конце года. Иногда оценщик считает целесообразным дисконтировать денежные потоки, как если бы предполагалось

их получение в середине прогнозного года (в частности, при сезонности производства, или с учетом того, что доход поступает частями в течение года, а не единовременно общей суммой в конце года). Тогда формула принимает вид:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+DR)^{(i-0.5)}} + \frac{FV}{(1+DR)^n} \quad (25)$$

Основные задачи оценщика при использовании метода дисконтирования денежных потоков:

— проанализировать прошлые и спрогнозировать будущие денежные потоки с точки зрения их структуры, величины, времени и периодичности получения;

— определить стоимость предприятия на конец прогнозного периода;

— определить ставки, по которым целесообразно дисконтировать денежные потоки;

— изучить и оценить инвестиционные проекты, влияющие на характеристики денежных потоков.

Ситуации, в которых применение метода дисконтирования денежных потоков наиболее целесообразно:

можно обоснованно оценить будущие денежные потоки;

будущие денежные потоки прогнозируются существенно отличающимися от текущих;

предприятие достаточно новое и развивается.

предприятие реализует инвестиционный проект, который способен существенно повлиять на характеристики денежных потоков.

* Реверсия — расчет величины стоимости имущества (предприятия) в постпрогнозный период.

Наиболее точные результаты получают при оценке предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности (желательно прибыльной) и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития. Следует соблюдать осторожность в применении этого метода для оценки новых предприятий, даже многообещающих.

Основные этапы оценки предприятия методом дисконтирования денежных потоков:

- 1) выбор модели денежного потока;
- 2) определение длительности прогнозного периода;
- 3) ретроспективный анализ и прогноз;
- 4) расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода;
- 5) определение ставки дисконтирования;
- 6) расчет величины стоимости в постпрогнозный период (реверсии);
- 7) расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и реверсии;
- 8) внесение заключительных поправок.

5.4.1. Выбор модели денежного потока

Денежный поток — разница между притоками и оттоками средств на предприятии. При оценке бизнеса применяют одну из двух моделей денежного потока:

- 1) денежный поток для собственного капитала;
- 2) денежный поток для всего инвестированного капитала (бездолговой денежный поток).

Денежный поток для собственного капитала используется для расчета рыночной стоимости собственного капитала (табл. 14).

В денежном потоке для всего инвестированного капитала не различается собственный и заемный капитал, а рассчитывается совокупный денежный поток, т.е. стоимость всего инвестированного капитала.

Расчет денежного потока для всего инвестированного капитала производится аналогично определению денежного потока для собственного капитала, за исключением следующих операций:

- 1) не учитывается прирост долгосрочной задолженности;
- 2) не учитывается уменьшение долгосрочной задолженности;

3) не учитываются (не вычитаются из прибыли) денежные выплаты по процентам за обслуживание долгосрочной задолженности.

Таблица 14

Расчет денежного потока для собственного капитала

Знак действия	Показатель
Плюс	Чистая прибыль после уплаты налогов
	Амортизационные отчисления
Плюс (минус)	Уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала
Плюс (минус)	Уменьшение (прирост) инвестиций в основные средства
Плюс (минус)	Прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности
Итого	Денежный поток для собственного капитала

Порядок расчета денежного потока для всего инвестированного капитала представлен в табл. 15.

Таблица 15

Расчет денежного потока для всего инвестированного капитала

Знак действия	Показатель
Плюс	Денежный поток для собственного капитала
	Выплата процентов по задолженности, которые ранее были вычтены при расчете чистой прибыли
Минус	Часть налога на прибыль (так как ранее проценты по задолженности вычитались из прибыли до уплаты налогов, возвращая их назад следует уменьшить сумму на величину налога на прибыль)
Итого	Денежный поток для всего инвестированного

В денежном потоке для всего инвестированного капитала чистая прибыль включает величину процентов по долгосрочным кредитам, так как весь инвестированный капитал работает не только на создание прибыли, но и на выплату процентов по кредитам, и если не учесть выплаченные проценты, произойдет недооценка эффективности использования капитала. Следовательно, в

денежном потоке для собственного капитала приходится учитывать прогнозируемый уровень задолженности с учетом начисляемых процентов, чего не требуется при анализе денежного потока для всего инвестированного капитала. А спрогнозировать уровень задолженности и начисляемые проценты довольно сложно, так как уровень задолженности зависит не только от требуемых капиталовложений, но и от наличия собственных средств, причем процентные ставки за период прогнозирования могут измениться, что требует консультаций с банковскими работниками по поводу тенденций изменения ставок процента по задолженностям.

Основное обстоятельство, учитываемое при выборе того или иного вида денежного потока: если прибыль (или денежный поток) предприятия формируется в основном за счет собственных средств без значительных задолженностей, то для оценки предприятия используется денежный поток для собственного капитала; если прибыль формируется в значительной части за счет привлечения для производства заемных средств, предприятие целесообразнее оценивать с применением модели денежного потока для всего инвестированного капитала, т.е. без учета платы по процентам и изменений по долгосрочным обязательствам.

5.4.2. Определение длительности прогнозного периода

Длительность прогнозного периода определяется с учетом планов руководства по развитию (ликвидации) предприятия в ближайшие годы, динамики стоимостных показателей (выручки, себестоимости, прибыли, цен), тенденций изменения спроса, объемов производства и продаж.

Из-за сложности прогнозирования при оценке узбекских предприятий прогнозный период обычно устанавливается равным трем годам.

Прогноз доходов требует анализа динамики рынка, влияния конкуренции и инфляции, факторов ценообразования, ожидаемого роста объемов производства и реализации, производственных мощностей, отраслевых факторов.

Определение продолжительности прогнозного периода, в пределах которого осуществляются расчеты, проводится с учетом следующих факторов: — планы руководства по развитию (ликвидации) предприятия в ближайшие годы; и — динамика стоимостных показателей (выручки, себестоимости, прибыли, цен); — тенденции изменения спроса, объемов производства и продаж.

В качестве периода прогнозирования может быть выбран:

- период, по достижении которого темпы роста дохода предприятия стабилизируются;
- период существования компании с учетом планов руководства (может быть связан с окончанием договора аренды на имущество компании);
- продолжительность создания, эксплуатации и, если необходимо, ликвидации объекта;
- период достижения заданных характеристик доходности, требований и предпочтений инвестора;
- срок реализации инвестиционного проекта по внедрению новой продукции.

Если нет объективных причин для прекращения существования предприятия, то предполагается, что оно может существовать неопределенно долго. Точнее спрогнозировать доходы на несколько десятков и более лет не представляется возможным, поэтому срок дальнейшего существования предприятия делится на две части:

- 1) прогнозный период, когда оценщик достаточно точно прогнозирует динамику денежных потоков;
- 2) постпрогнозный период, когда учитывается усредненный темп роста денежных потоков предприятия на весь оставшийся срок его жизни.

Если в первые годы прогнозного периода динамика доходов будет сильно отличаться от средней величины, то стоимость предприятия может быть сильно искажена.

5.4.3. Расчет денежных потоков

Для расчета величины денежного потока для каждого года прогнозного периода существуют два основных метода:

- 1) косвенный метод;
- 2) прямой метод.

Косвенный метод допускает анализ движения денежных средств по направлениям деятельности. Он наглядно демонстрирует использование прибыли и инвестирование имеющихся денежных средств.

Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, т.е. по бухгалтерским счетам.

При оценке инфляционные ожидания учитываются в случае, когда темп роста инфляции для издержек значительно отличается от темпа роста цен на производимую продукцию. В случае использования «инфляционного» денежного потока, инфляционная составляющая должна присутствовать и в ставке дисконтирования. Однако инфляционные ожидания довольно сложно прогнозировать.

Более просты и чаще используются в оценке расчеты без учета инфляции.

Для корректного расчета величин денежных потоков необходим анализ расходов, инвестиций и выручки от реализации.

При прогнозе валовой выручки учитываются:

- номенклатура продукции;
- объем производства и цены на продукцию;
- ретроспективные темпы роста выручки;
- спрос на продукцию;
- производственные мощности;
- экономическая ситуация в стране, в отрасли;
- конкуренция, доля предприятия на рынке;
- планы руководства предприятия.

При прогнозировании расходов и инвестиций (потребности в инвестициях, источниках финансирования, инвестиционной политики) оценщик должен сделать следующее:

- учесть ретроспективные взаимозависимости и тенденции (иногда исторические тенденции могут оказаться неточными);
- изучить структуру расходов, в особенности соотношение постоянных и переменных издержек;
- изучить единовременные и чрезвычайные статьи расходов, которые могут фигурировать в финансовой отчетности за прошлые годы, но в будущем не встретятся;
- оценить инфляционные ожидания для каждой категории издержек;
- рассчитать затраты на выплату процентов по кредитам на основе прогнозируемых уровней задолженности;
- сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими показателями для предприятий-конкурентов или с аналогичными среднеотраслевыми показателями;
- спрогнозировать и обосновать необходимость инвестиций, направляемых на замену изношенного оборудования, приобретение нового для расширения объемов производства и т.п.;
- определить амортизационные отчисления исходя из нынешнего наличия активов и из будущего их прироста и выбытия;
- проанализировать источники финансирования инвестиций (получение кредитов, выпуск акций и т.п.).

Планы руководства по развитию предприятия в ближайшие годы и динамику стоимостных (выручка, себестоимость, прибыль, цена продукции) и натуральных (объемы производства, продаж) показателей работы предприятия за два-четыре года, предшествующих дате оценки, оценщик сопоставляет с отраслевыми тенденциями и определяет реалистичность планов руководства, а также стадию жизненного цикла предприятия.

Одним из элементов денежного потока является собственный оборотный капитал (СОК). В процессе оценки требуется установить фактическую величину, избыток или недостаток собственного оборотного капитала для следующих целей:

1) уменьшение или прирост фактической величины собственного капитала учитывается при определении величин денежных потоков;

2) на заключительном этапе доходного подхода при внесении итоговых поправок избыток собственного оборотного капитала прибавляется, а недостаток — вычитается их полученной величины стоимости предприятия.

Собственный оборотный капитал — это разница между текущими активами (за вычетом денежных средств) и текущими пассивами.

Величина текущих активов (запасов, дебиторской задолженности) и текущих пассивов зависит от выручки; чем больше выручка, тем большая величина собственного оборотного капитала требуется для нормального функционирования предприятия. Поэтому динамику собственного оборотного капитала можно прогнозировать в зависимости от выручки, либо на основе отдельного прогнозирования изменений текущих активов и пассивов. В отчете свой выбор можно обосновать, например, так: «Для прогноза потребности в собственном оборотном капитале Оценщик использовал соотношение собственного оборотного капитала и объема продаж. Этот показатель за прошлые периоды составляет в среднем 20%. Оценщик предполагает, что такие условия, требующие значительной величины собственного оборотного капитала, сохранятся на весь прогнозируемый период».

Пример 5.9. Расчет денежного потока для собственного капитала предприятия.

Таблица 16
(тыс. сум)

№ п/п	Показатель	2003 г.	2004 г.	2005 г.
1	Выручка от реализации	52 413	57 351	63 262
2	Себестоимость продукции,	32 022	35 580	39 943
	в том числе амортизация	7 121	6 914	6 731
3	Коммерческие расходы	3 210	3344	3 470
4	Налог на имущество	508	499	489
5	Капитальные вложения	39	46	50
6	Чистая прибыль после налогообложения	12 671	13 625	14 713

продолжение табл. 16

7	Амортизационные отчисления (плюс)	7 121	6 914	6 731
8	Уменьшение/прирост собственного оборотного капитала (минус)	3 961	4 104	4 264
9	Уменьшение/прирост инвестиций в основные средства (минус)	7	7	4
10	Уменьшение/прирост долгосрочной задолженности	0	0	0
11	Итого денежный поток для собственного капитала (CF)	15 825	16 428	17176

Примечания:

1. Налог на имущество — 2% от среднегодовой стоимости недвижимого имущества.

Таблица 17

Расчет налога на имущество

(тыс. сум)

Показатель	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Имущество	25 676	25 173	24 679	24 262
Среднегодовая стоимость	—	25 425	24 926	24 471
Налог на имущество (2%)	—	508	499	489

2. Налог на прибыль в соответствии с законодательством составляет 24%.

Таблица 18

Расчет прироста собственного оборотного капитала и инвестиций

(тыс. сум)

Показатели	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.
Собственный оборотный капитал	109 202	113163	117 267	121 531
Прирост собственного оборотного капитала	—	3 961	4 104	4 264
Капитальные вложения	31	39	46	50
Прирост инвестиций в основные средства	—	7	7	4

5.4.4. Выбор методов расчета ставок дисконтирования

Ставка дисконтирования или стоимость привлечения капитала должна рассчитываться с учетом трех факторов:

- 1) наличие у предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации;
- 2) необходимость учета стоимости денег во времени;
- 3) фактор риска.

В зависимости от выбранной модели денежного потока применяют различные методики определения ставки дисконтирования, наиболее распространенными из которых являются следующие:

— для денежного потока для собственного капитала — модель оценки капитальных активов, модель кумулятивного построения;

— для денежного потока для всего инвестированного капитала — модель средневзвешенной стоимости капитала.

Методы определения ставок дисконтирования представлены в разделе 5.5.

После определения ставок дисконтирования рассчитывают стоимость предприятия в постпрогнозный период, для чего часто используют модель Гордона (см. раздел 5.4.5), затем определяют текущую стоимость ожидаемых денежных потоков и реверсии и вносят заключительные поправки.

5.4.5. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.

Модель Гордона

При эффективном управлении предприятием срок его жизни стремится к бесконечности. Прогнозировать на несколько десятков или сотен лет вперед нецелесообразно, так как чем дольше период прогнозирования, тем ниже точность прогноза. Чтобы учесть доходы, которые может принести бизнес за пределами периода прогнозирования, определяется стоимость реверсии.

Реверсия — это:

— доход от возможной перепродажи имущества (предприятия) в конце периода прогнозирования;

— стоимость имущества (предприятия) на конец прогнозного периода.

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период выбирается один из представленных в табл. 19 способов расчета его стоимости на конец прогнозного периода.

Таблица 19

Методы расчета стоимости предприятия на конец прогнозного периода (реверсии)

Название метода	Условия и особенности применения
Метод расчета по ликвидационной стоимости	Применяется, если в постпрогнозный период ожидается банкротство предприятия с последующей продажей имеющихся активов. Учитываются расходы, связанные с ликвидацией, и скидка на срочность в случае срочной ликвидации. Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль, а тем более находящегося в стадии роста, этот метод неприменим.
Метод расчета по стоимости чистых активов	Метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются значительные материальные активы (фондоемкие производства), или если на конец прогнозного периода ожидается продажа активов предприятия по рыночной стоимости.

5.5. Определение ставок дисконтирования

Ставка дисконтирования в оценке стоимости предприятия определяются по следующим методам:

Метод кумулятивного построения;

Модель оценки капитальных активов (САРМ);

Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Первые две модели используются для денежного потока для собственного капитала, а последняя модель для денежного потока для всего инвестированного капитала. Использование методов, перечисленных выше, позволяют получить годовую ставку дисконтирования.

Для преобразования годовой ставки дисконтирования используют формулы:

$$DR_{\text{кв}} = (1 + DR_{\text{год}})^{1/4} - 1; \quad (26)$$

$$DR_{\text{пол}} = (1 + DR_{\text{год}})^{1/2} - 1; \quad (27)$$

$$DR_{\text{пол}} = (1 + DR_{\text{год}})^{1/2} - 1. \quad (28)$$

Пример 5.10. Требуется определить текущую стоимость денежных потоков разных по продолжительности периодов при годовой ставке дисконтирования 12%.

Рассчитаем ставки дисконтирования для квартала и полугодия:

$$DR_{\text{кв}} = (1 + 0,12)^{1/4} - 1 = 0,0287 \text{ или } 2,87\%$$

$$DR_{\text{пол}} = (1 + 0,12)^{1/2} - 1 = 0,0583 \text{ или } 5,83\%$$

Результаты определения текущей стоимости денежных потоков представлены в таблице 20.

Таблица 20

Определение текущей стоимости денежных потоков, разных по продолжительности периодов

Показатель	1-ый год				2-ой год		3-ий год
	I кв	II кв	III кв	IV кв	1-е полугодие	2-е полугодие	
Денежный поток, ед.	7 500	7 500	7 500	7 500	15 000	15 000	37 500
Ставка дисконтирования, %	2,87	2,87	2,87	2,87	5,83	5,83	12,00
Коэффициент текущей стоимости (DF)	0,9721	0,9449	0,9185	0,8929	0,8437	0,7972	0,7118
Текущая стоимость денежных потоков, ед.	7 291	7 087	6 889	6 697	12 656	11 958	26 693

Методы определения ставок дисконтирования

Метод кумулятивного построения

Метод кумулятивного построения основан на суммировании безрисковой ставки дохода и надбавок за риск инвестирования в оцениваемое предприятие. При использовании этого метода пользуются следующей формулой:

$$DR = DR_f + \sum_{i=1}^n R_i, \quad (29)$$

где: DR – ставка дисконтирования;

DR_f – безрисковая ставка дохода;

R_i – премия за i -й вид риска;

n – количество премий за риск.

Таким образом, ставка дисконтирования определяется суммированием безрисковой ставки и различных (отраслевых, финансовых, товарной и территориальной диверсификации и др.) премий за риск.

Пример 5.11. Расчет ставки дисконтирования для предприятия методом кумулятивного построения (см. табл. 21).

Таблица 21

Вид риска	Вероятный интервал значений, %
Безрисковая ставка дохода (без учета инфляции)	6,3
Руководящий состав: качество управления	2
Размер предприятия	3
Финансовая структура (источники финансирования предприятия)	2
Товарная и территориальная диверсификация	2
Диверсифицированность клиентуры	1
Доходы: рентабельность и прогнозируемость	4
Прочие особые риски	2
Итого ставка дисконтирования	22,3

Ставка дисконтирования для оцениваемого предприятия равна 22,3%.

Модель оценки капитальных активов.

Модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model – CAPM) основана на анализе массивов информации фондового рынка. Модель была разработана Уильямом Шарпом в 60-х годах XX века и до сих пор активно используется для оценки стоимости акций, собственного капитала.

Ставка дисконтирования определяется по формуле:

$$DR = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C, \quad (30)$$

где: DR – требуемая норма дохода на собственный капитал;

R_f – норма дохода по безрисковым вложениям;

β – коэффициент бета;

R_m – среднерыночная норма доходности;

S_1 – дополнительная норма дохода за риск инвестирования в конкретную компанию (несистематические риски);

S_2 – дополнительная норма дохода за риск инвестирования в малую компанию;

C – дополнительная норма дохода за риск, учитывающий страновой риск.

Модель средневзвешенной стоимости капитала.

Для денежного потока для всего инвестированного капитала применяется ставка дисконтирования, определяемая как средневзвешенная стоимость капитала.

Средневзвешенная стоимость капитала – расходы, связанные с привлечением собственного и заемного капитала.

Модель средневзвешенной стоимости капитала (Weighted Average Cost Capital – WACC) предполагает определение ставки дисконтирования суммированием взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства, где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в

структуре капитала. Ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по выданным кредитам и рассчитывается по следующей формуле:

$$WACC = \sum_{i=1}^n K_i W_i, \quad (31)$$

где: WACC – средневзвешенная стоимость капитала (ставка дисконтирования);

K_i – стоимость привлечения капитала из i -го источника;

W_i – доля i -го источника капитала в структуре капитала предприятия;

n – количество источников средств.

После определения ставок дисконтирования рассчитывают стоимость предприятия в постпрогнозный период, для чего часто используют модель Гордона, затем определяют текущую стоимость ожидаемых денежных потоков и реверсии и вносят заключительные поправки.

Реверсия – это:

- доход от возможной перепродажи имущества (предприятия) в конце периода прогнозирования;

- стоимость имущества (предприятия) на конец прогнозируемого периода.

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период выбирается один из представленных способов расчета его стоимости на конец прогнозного периода:

- по ликвидационной стоимости;

- по стоимости чистых активов;

- метод предполагаемой продажи;

- модель Гордона.

Основным способом определения стоимости предприятия на конец прогнозного периода является применение модели Гордона.

Модель Гордона – определение стоимости бизнеса капитализацией дохода первого постпрогнозного года по ставке капитализации, учитывающей долгосрочные темпы роста денежного потока. Модель Гордона служит способом предварительной или приближенной оценки стоимости предприятия.

Расчеты проводятся по формуле:

$$FV = \frac{CF_{(n+1)}}{DR - t}, \quad (32)$$

где: FV – ожидаемая стоимость в постпрогнозный период;

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

DR – ставка дисконтирования;

t – долгосрочные (условно постоянные) темпы роста денежного потока в остаточном периоде.

Пример. Денежный поток предприятия за один год по окончании прогнозного периода равен 12 млн. сум, ставка дисконтирования – 21%. Установлено, что к концу прогнозного периода темп роста дохода стабилизируется и составит 2% в год. Требуется рассчитать величину стоимости предприятия на конец прогнозного периода.

Решение. Используем модель Гордона

$$FV = \frac{12}{0,21 - 0,02} = 63,2 \text{ іїі } \text{ñòì}$$

Стоимость предприятия на конец прогнозного периода составит 63,2 млн. сум.

Расчеты текущей стоимости представляют собой умножение денежного потока (CF) на соответствующий периоду n коэффициент текущей стоимости единицы (DF) с учетом выбранной ставки дисконтирования (DR). При анализе инвестиций этот коэффициент чаще называют фактором дисконтирования. Расчеты проводят по формуле:

$$DF_i = \frac{1}{(1 + DR)^i}, \quad (33)$$

где i – номер года прогнозного периода.

Далее рассмотрим пример определения стоимости предприятия.

Пример 5.12. Период прогнозирования составляет три года, денежный поток за первый прогнозный год 8800 тыс. сум, за второй – 11520 тыс. сум, за третий – 11760 тыс. сум. Денежный поток за один год по окончании прогнозного периода (четвертый год) равен 12000 тыс. сум, ставка дисконтирования – 24%.

Предполагается, что к концу прогнозного периода темп роста дохода стабилизируется и составит 2% в год. Требуется определить стоимость предприятия.

Решение:

Таблица 22

Показатель	1-й год	2-й год	3-й год	Постпрогнозный период
Денежный поток, сум	8 800 000	11 520 000	11 760 000	12 000 000
Стоимость реверсии (по модели Гордона), сум	-	-	-	54 545 455
Коэффициент текущей стоимости	0,80645	0,65036	0,52449	0,52449
Текущая стоимость денежных потоков и реверсии, сум	7 096 760	7 492 147	6 168 002	28 608 545
Стоимость предприятия, сум	49 365 454			

Коэффициенты текущей стоимости для третьего прогнозного года и для стоимости предприятия на конец прогнозного периода совпадают, так как доход четвертого года использовался в модели Гордона для определения стоимости бизнеса на начало четвертого года, что совпадает с концом третьего года и следовательно, доход от возможной продажи бизнеса в размере 54 545 тыс. сум должен дисконтироваться по DF_3 .

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. На каком принципе основан доходный подход при оценке стоимости предприятия?
2. Какую стоимость устанавливают оценщики путем расчета приведенных к дате оценки ожидаемых доходов?
3. Перечислите основные методы доходного подхода при оценке стоимости бизнеса.
4. В каких случаях применяется метод прямой капитализации дохода?

5. Для каких предприятий применяется метод прямой капитализации дохода?
6. Что из себя представляют денежные потоки?
7. В каких случаях применяется метод дисконтирования денежных потоков?
8. Перечислите преимущества доходного подхода.
9. Перечислите основные недостатки доходного подхода.
10. Что из себя представляет функция сложного процента?
11. Что такое капитализация дохода?
12. Перечислите этапы оценки методом капитализации дохода.
13. Как осуществляется расчет ставки (коэффициента) капитализации?
14. Какие методы используются для определения ставки капитализации?
15. В чем заключается сущность метода дисконтирования денежных потоков?
16. Что такое реверсия?
17. Перечислите этапы оценки предприятия методом дисконтирования денежных потоков.
18. Какие и сколько видов моделей денежного потока используется в оценке стоимости бизнеса?
19. Как производится расчет денежного потока для собственного капитала?
20. Как рассчитывается денежный поток для всего инвестированного капитала?
21. Каким образом определяется длительность прогнозного периода?
22. Какими методами осуществляется расчет денежных потоков?
23. Как рассчитывается собственный оборотный капитал?
24. Каким образом осуществляется расчет величины стоимости в постпрогнозный период?
25. Какие методы используются для расчета стоимости предприятия на конец прогнозного периода (реверсия)?

ТЕМА 6. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОНТРОЛЬНОГО И НЕКОНТРОЛЬНОГО ПАКЕТА АКЦИЙ

План:

- 6.1. Учет уровня контроля над предприятием в оценке стоимости пакета акций.
- 6.2. Расчет премии и скидок с учетом степени контроля и ликвидности пакета акций.
- 6.3. Оценка пакета акций с учетом премий и скидок.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА (ТЕРМИНЫ)

Пакет акций, контрольный (мажоритарный) пакет, неконтрольный (миноритарный) пакет, степень контроля, премия за контроль, степень владения, скидка за неконтрольный характер, недостаточная ликвидность.

В процессе оценки бизнеса часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% его акций, а лишь пакета (пая). Важнейший вопрос, который возникает при этом: является ли оцениваемый пакет акций контрольным? Уровень контроля над предприятием, получаемый собственником пакета, влияет на стоимость оцениваемой доли.

Степень влияния собственников на деятельность предприятия различна и тесно связана с объемом прав, соответствующим доле. В некоторых случаях собственник большего пакета акций способен влиять на направления деятельности предприятия, условия совершения сделок, а иногда устанавливать для себя более выгодные условия.

6.1. Учет уровня контроля над предприятием в оценке стоимости пакетов акций

Уровень контроля, который получает новый собственник, может в среднем на 20 - 35 % повлиять на итоговую стоимость пакета акций предприятия. Если

предприятие покупается в индивидуальную частную собственность или если приобретается контрольный пакет акций, то новый собственник получает такие существенные права, как права назначать управляющих, определять величину оплаты их труда, влиять на стратегию развития предприятия, продавать или покупать его активы, реструктурировать и даже ликвидировать данное предприятие, принимать решение о поглощении других предприятий, изменять уставные документы и распределять прибыль по итогам деятельности предприятия, в том числе устанавливать размеры дивидендов.

Под контрольным (мажоритарным) пакетом подразумевается владение более 50% акций предприятия, дающих владельцу право полного контроля над компанией. Но на практике, если акции компании распылены, этот процент может быть значительно меньшим.

Неконтрольный (миноритарный) пакет определяет владение менее 50% акций предприятия.

Большинство методов оценки позволяют учесть степень контроля (см. табл. 23).

Таблица 23

Учет уровня контроля на основе применения различных методов оценки

Учет элементов контроля	Подходы и методы оценки	Обоснование
Оценка стоимости с учетом элементов контроля (контрольного пакета)	Доходный подход: метод дисконтированных денежных потоков; метод капитализации дохода	Методами доходного подхода рассчитывают стоимость контрольного пакета, так как в результате их применения получают цену, которую инвестор заплатил бы за владение предприятием. Расчет денежных потоков базируется на контроле за решениями администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия.
	Затратный подход: метод стоимости чистых активов; метод ликвидационной стоимости	При использовании методов затратного подхода получается стоимость контрольного пакета акций, поскольку только владелец контрольного пакета может определять политику в области активов: приобретать, использовать или продавать (ликвидировать) их.

	Сравнительный подход: метод сделок	При расчетах методом сделок получают величину оценочной стоимости на уровне владения контрольным пакетом, так как этот метод основан на анализе цен акций сходных предприятий или предприятий целиком (100% пакета акций)
Оценка неконтрольного пакета	Сравнительный подход: метод рынка капитала	Определяется стоимость свободно реализуемой меньшей доли, потому что анализируется информация о котировках единичных акций на фондовых рынках

Если оценщику нужно получить стоимость на уровне контрольного пакета, то к стоимости, полученной методом рынка капитала, надо добавить премию за контроль. Для получения стоимости неконтрольного пакета нужно из стоимости контрольного пакета вычесть скидку за неконтрольный характер.

Премия за контроль – стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций. Дающим дополнительные возможности контроля над предприятием по сравнению с владением миноритарным пакетом акций.

Скидка за неконтрольный характер – величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета, рассчитанной из общей стоимости пакета акций предприятия, за счет ее неконтрольного характера.

Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда выше стоимости владения неконтрольным пакетом, так как владение контрольным пакетом обуславливают следующие основные элементы контроля: выборы совета директоров и назначение менеджеров; определение вознаграждений и привилегий менеджеров; определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса; принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия; принятие решений об эмиссии; изменение уставных документов; распределение прибыли по итогам деятельности предприятия, в том числе установление размеров дивидендов и др.

В определении скидки неконтрольный характер или премии за контроль играет роль тип акционерного общества. Традиционно в странах с рыночной экономикой функционируют акционерные общества двух типов: закрытые и

открытые. Эти общества выпускают акции, за счет чего формируют собственный капитал. Закрытые общества имеют право распределять акции только среди учредителей и акционеров, а акции могут продаваться третьим лицам лишь с согласия большинства акционеров, а акции открытых акционерных обществ могут находиться в свободном обращении.

Если определяется стоимость меньшей доли закрытой компании с помощью методов расчета стоимости контрольного пакета, то нужно вычесть скидки:

- за неконтрольный характер;
- за недостаточную ликвидность.

6.2. Расчет премии и скидок с учетом степени контроля и ликвидности пакета акций

Держатели неконтрольных пакетов не могут определять дивидендную политику компании, а на избрание совета директоров влияют лишь в ограниченных принципами голосования рамках. Соответственно, неконтрольные пакеты стоят меньше пропорциональной части стоимости предприятия.

При приобретении контрольного пакета акций инвестор должен заплатить за право решающего голоса в размере премии за владение контрольным пакетом. Однако на практике часто действуют факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и снижающие тем самым стоимость контроля.

Рассмотрим основные факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов; режим голосования контрактные ограничения финансовые условия бизнеса; эффект регулирования; права голоса.

Режим голосования. В мировой практике используются кумулятивные и некумулятивные системы голосования при выборе совета директоров. При некумулятивной системе в выигрыше оказываются держатели контрольных пакетов. При кумулятивной системе мелкие акционеры могут распределять голоса по своему усмотрению в любой пропорции, что выгоднее держателям неконтрольных пакетов, и стоимость контроля, связанная со способностью избирать директоров, переходит неконтрольным акционерам. Например,

акционер имеет 100 голосующих акций, избирается 5 директоров. Он обязан сначала использовать 100 голосов при голосовании за первого директора, потом 100 голосов за второго и т.д. Он не может использовать свои 500 голосов (5x100) в той пропорции, в какой считает нужным.

Контрактные ограничения. Если предприятие имеет существенные долговые обязательства, выплата дивидендов может быть ограничена и т.д. В этом случае часть стоимости премии за контроль теряется.

Финансовые условия бизнеса. Если финансовое положение компании неустойчиво, то многие связанные с контролем права становятся труднореализуемыми.

Эффект распределения собственности. При оценке небольших по размеру пакетов не следует вычитать скидки за неконтрольный характер, если в фирме мажоритарным интересом никто не владеет или скидка на неконтрольный характер будет ниже, чем для пакета, не дающего никакого контроля. Например, все акции распределены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными крупными пакетами по 40% у третьего акционера пакет акций 20%. Один из владельцев пакета 40% может купить пакет акций 20%, чтобы получить больше контроля. Значит, пакет 20% заслуживает премии за контроль.

Эффект регулирования. При оценке должны учитываться ограничения, связанные с государственным регулированием.

Таким образом, в каждом конкретном случае необходимо провести анализ элементов контроля, и если какой-либо из них отсутствует, то стоимость контрольного пакета должна будет уменьшиться.

Рассмотрим основные методы определения премий за контроль.

1. Наиболее распространенным методом расчета премий за контроль является сравнение цены, по которой акции компании аналога продавались на свободном рынке за некоторое время (обычно за два месяца) до совершения сделки слияния или поглощения. Разница в цене, выраженная в процентах к цене неконтрольного пакета акций, представляет величину премии за контроль.

Полученный результат является базой для определения обоснованной премии за контроль, которую оценщик может скорректировать исходя имеющейся информации по оцениваемой компании.

2. «Горизонтальный» подход – сравнение результатов оценки предприятия, полученных методом рынка капитала и методами, учитывающими степень контроля (методом сделок, методами затратного и доходного подходов).

В первом способе расчета премии за контроль сравниваются цены, по которым акции предприятия продавались на фондовом рынке в течение определенного периода. Разность цен, выраженная в процентах от цены неконтрольного пакета, является премией за контроль. При проведении такого анализа обычно исследуются ретроспективные данные по рынку за последние два-три месяца. В ходе анализа информации необходимо учитывать факторы:

- 1) компании должны относиться к одной отраслевой группе;
- 2) для определения степени сопоставимости компаний-аналогов и, объекта оценки необходим анализ основных финансовых показателей этих компаний.

Контрольные пакеты более ликвидные, чем неконтрольные, а пакеты открытых компаний более ликвидны, чем закрытых. Первый постулат понятен: выше возможность контроля – выше ликвидность. Второй требует разъяснения:

- 1) акционер неконтрольного пакета в случае продажи своих акций обязан в первую очередь предложить их компании;
- 2) владельцы неконтрольных пакетов не имеют права требовать раздела собственности (отсутствие права на разделения);
- 3) отсутствие права на участие в продаже.

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

Основные методы определения скидки за недостаточную ликвидность

Метод определения скидки за недостаточную ликвидность	Примечания
Метод сравнения показателей «стоимость предприятия/прибыль».	Сравниваются показатели «стоимость предприятия/прибыль» для аналогичных закрытых и открытых предприятий.
Метод анализа затрат на продвижение акций на фондовый рынок.	Оцениваются затраты на регистрацию акций, комиссионные брокерам за продвижение акций компании на фондовый рынок. Вычисляется процентное отношение этих затрат к стоимости выпускаемых акций. Это процентное отношение рассматривается как величина скидки за недостаточную ликвидность. Для закрытых компаний эти затраты гипотетические, т.е. учитывается, какими бы были затраты в случае эмиссии акций.

6.3. Оценка пакета акций с учетом премий и скидок

Владелец пакета акций является собственником части предприятия, поэтому стандартный подход к оценке пакетов акций заключается в определении, сначала стоимости предприятия в целом, а затем - ее части, соответствующей оцениваемому пакету и связанным с ним характеристикам контрольности и ликвидности.

Стоимость контрольного пакета акций компании закрытого типа обычно предполагается пропорциональной общей стоимости предприятия.

Пример 6.1. Стоимость предприятия в целом составляет 4.284.000 тыс. сум. Тогда стоимость пакета 60% акций составит:

$$4.284.000 \times 60\% = 2.570.000 \text{ (тыс. сум)}$$

Стандартный подход к оценке неконтрольного пакета акций включает этапы:

- 1) Определение стоимости предприятия в целом;

- 2) Деление полученной величины стоимости предприятия в целом на общее число выпущенных и находящихся в обращении акций, в результате чего получается базовая стоимость акции;
- 3) Определение стоимости акции вычитанием из базовой стоимости акции скидки за неконтрольный характер;
- 4) Определение стоимости пакета умножением стоимости акции на количество акций в пакете.

Пример 6.2. Определена стоимость предприятия в целом, ее величина составила 80 млн. сум, общее количество обыкновенных акций, выпущенных предприятием, - 10 тыс. штук.

Требуется определить стоимость пакета 20% акций этого предприятия. По мнению оценщика, скидка за неконтрольный характер пакета составляет 30%.

1. Найдем базовую стоимость одной акции:

$$80 : 10 = 8 \text{ (тыс. сум)}$$

2. Определим стоимость одной акции с учетом скидки за неконтрольный характер, так как единичная акция; как неконтрольный пакет, не дает их собственнику элементов контроля:

$$8000 - 30\% \times 8000 = 5600 \text{ (сум)}$$

Таким образом, единичная акция или одна акция внутри неконтрольного пакета оценивается в 5600 сум за 1 шт.

3. Найдем количество акций, входящих в пакет 20%

$$10 \times 20\% = 2 \text{ (тыс. шт.)}$$

4. Рассчитаем стоимость оцениваемого неконтрольного пакета:

$$2 \times 5600 = 11.200.000 \text{ (сум)}$$

Таким образом, стоимость пакета 20% акций предприятия составляет 11,2 млн. сум.

Однако следует учесть эффект распределения собственности: при оценке небольших по размеру пакетов не следует вычитать скидки за неконтрольный характер, если в фирме мажоритарным интересам никто не владеет, но один из акционеров, стремясь получить контрольный пакет, готов заплатить премию за

возможность приобрести один или несколько мелких пакетов. Тогда неконтрольные пакеты, приобретаемые для получения контрольного пакета, наоборот заслуживают премии.

Возможна следующая модификация стандартного подхода к оценке неконтрольных пакетов: оценивается сначала стоимость всего предприятия, затем рассчитывается пропорциональная неконтрольному пакету часть общей стоимости, после всего вычитается скидка на неконтрольный характер.

Пример 6.3. Стоимость предприятия 80 млн. сум. Предположим, требуется определить стоимость пакета 20% акций этого предприятия, если скидка за неконтрольный характер пакета составляет 30%.

1. Найдем 20% стоимости предприятия (так как владелец оцениваемого пакета обладает пакетом 20% акций):

$$80 \times 20\% = 16 \text{ (млн. сум)}$$

2. Определяем стоимость оцениваемого пакета 20% с учетом скидки на неконтрольный характер:

$$16 - 16 \times 30\% = 11.200.000 \text{ (сум)}$$

Таким образом, стоимость пакета 20% акций предприятия составляет 11,2 млн. сум.

Оценить неконтрольные пакеты можно и другими способами:

1. Информация для оценки неконтрольного пакета берется из данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов открытых компаний, поэтому для определения стоимости неконтрольного пакета закрытых компаний вычитается скидка на недостаточную ликвидность;

2. На основе прогнозируемых по срокам и сумме дивидендов и выручки от продажи в будущем неконтрольного пакета определяется модель денежного потока, которая дисконтируется;

3. На основе прогноза не ограниченного по времени потока дивидендов без учета остаточной стоимости продажи проводится капитализация дохода.

4. В целом, для получения итоговой величины стоимости в процессе оценки предприятия в зависимости от размера приобретаемого пакета акции его

ликвидности учитывается премия за приобретение контрольного пакета, скидка за неконтрольный характер, скидка за недостаточную ликвидность и иные факторы, влияющие на стоимость пакетов в конкретной ситуации.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Что из себя представляет оценка стоимости пакета акций?
2. Что такое уровень контроля?
3. Что понимается под контрольным (мажоритарным) пакетом акций?
4. Дайте характеристику неконтрольному (миноритарному) пакету акций?
5. Каким образом можно установить уровень контроля на основе применения различных методов оценки?
6. Что означает премия за контроль?
7. Что из себя представляет скидка за неконтрольный характер?
8. Какие действия необходимо предпринять при определении стоимости меньшей доли закрытой компании с помощью методов расчета стоимости контрольного пакета?
9. Перечислите основные факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и дайте им характеристику?
10. Перечислите основные методы определения премий за контроль?
11. Охарактеризуйте основные методы определения скидки за недостаточную ликвидность?
12. Какими дополнительными способами можно оценить неконтрольные пакеты акций?

ТЕМА 7. СОГЛАСОВАНИЕ ДАННЫХ В ИТОГОВУЮ ОЦЕНКУ СТОИМОСТИ

План:

- 7.1. Сущность согласования результатов оценки.
- 7.2. Методы определения весовых коэффициентов при согласовании результатов оценки.
- 7.3. Особенности выбора и согласования подходов к оценке при определении стоимости имущества предприятия.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА (ТЕРМИНЫ)

Согласование, весовые коэффициенты, метод логического анализа, метод анализа иерархий, метод согласования по критериям, итоговая стоимость.

Согласно стандартов оценки, оценщик обязан использовать три подхода к оценке, а в случае невозможности применения какого-либо из них — обосновывать отказ от его использования.

Окончательное, итоговое суждение о стоимости имущества выносится оценщиком на основе анализа результатов примененных подходов к определению стоимости объекта оценки.

7.1. Сущность согласования результатов оценки

На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости, но на практике получаемые результаты и их величины могут существенно различаться (от 5 до 50% и даже более, особенно при оценке бизнеса). Например, при анализе финансово неустойчивого предприятия, прибыль которого незначительна (если вообще имеется), величина стоимости, получаемая на основе доходного подхода, очень мала, однако предприятие обладает значительными материальными активами и полученная с применением

затратного подхода величина стоимости может превышать предыдущую величину в десятки и сотни раз.

В соответствии с законодательством, если в договоре об оценке не предусмотрено иное, то итоговое значение стоимости объекта оценки должно быть выражено в суммах в виде единой величины.

Итоговая величина стоимости объекта оценки — величина стоимости объекта оценки, полученная как итог обоснованного оценщиком обобщения результатов расчетов стоимости объекта оценки при использовании различных подходов к оценке и методов оценки.

Для сведения воедино разрозненных значений стоимости, полученных классическими подходами к оценке, проводят согласование результатов.

Согласование результатов оценки — это получение итоговой оценки имущества путем взвешивания и сравнения результатов, полученных с применением различных подходов к оценке.

Как правило, один из подходов считается базовым, два других необходимы для корректировки получаемых результатов. При этом учитывается значимость и применимость каждого подхода в конкретной ситуации. Из-за неразвитости рынка, специфичности объекта или недостаточности доступной информации бывает, что некоторые из подходов в конкретной ситуации невозможно применить.

Для согласования результатов необходимо определить «веса», в соответствии с которыми отдельные ранее полученные величины сформируют итоговую рыночную стоимость имущества с учетом всех значимых параметров на базе экспертного мнения оценщика.

Согласование результатов, полученных различными подходами оценки, проводится по формуле:

$$\tilde{N}_{\hat{e}0} = \tilde{N}_{\hat{e}1} \times \hat{e}_1 + \tilde{N}_{\hat{e}2} \times \hat{e}_2 + \tilde{N}_{\hat{e}3} \times \hat{e}_3, \quad (34)$$

где $S_{\text{ит}}$ — итоговая стоимость объекта оценки;

$C_{зп}$, $C_{дп}$, $C_{сп}$ – стоимости, определенные затратным, доходным и сравнительным подходами;

K_1 , K_2 , K_3 — соответствующие весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке.

В отношении этих коэффициентов выполняется равенство:

$$K_1 + K_2 + K_3 = 1 \quad (35)$$

Весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке, округляются с точностью до 10% (реже до 5%) в целях использования данных весов для согласования. Округление необходимо в связи с тем, что неокругленные веса порождают у читателя отчета ошибочное представление о точности полученного результата. Итоговая величина стоимости — это лишь наиболее вероятная цена.

На основе округленных весов рассчитывается согласованная стоимость оцениваемого имущества путем умножения полученного с помощью каждого подхода результата на округленный вес подхода, рассчитанный в целях согласования стоимостей. Полученное значение округляется.

При согласовании учитываются:

- полнота и достоверность информации;
- соответствие цели;
- преимущества и недостатки подходов в конкретной ситуации.

Например, преимущества метода дисконтирования денежных потоков — учет ожиданий администрации предприятия относительно будущих прибылей, расходов, капитальных вложений. Однако это всего лишь прогнозные оценки, которые могут измениться в реальности. Тем не менее, данный метод показывает сумму, которую готов заплатить инвестор, ориентируясь на ожидания относительно результатов деятельности предприятия с учетом требуемой доходности вложений.

Сравнительный подход является единственным, учитывающим рыночную ситуацию, он представляет оценку, основанную на реальных данных о котировках

акций и продажах аналогичных предприятий. Основным его недостатком является необходимость корректировки на закрытость компании (метод рынка капитала). К тому же все, даже небольшие предприятия, имеют существенные различия, что требует внесения сложных корректировок. Кроме того, данный подход опирается на ретроспективную информацию, не учитывающую перспективы развития предприятия.

7.2. Методы определения весовых коэффициентов при согласовании результатов оценки

Методы выбора весовых коэффициентов:

- метод логического анализа;
- метод анализа иерархий;
- метод расстановки приоритетов;
- метод согласования по критериям и др.

Методы различаются применением в итоговое согласование данных неодинаковых способов выбора весовых коэффициентов, присваиваемых результатам оценки, полученным различными подходами к оценке. Если в первом методе используется только логический анализ, то в остальных — логико-математический, т.е. свои логические рассуждения оценщик накладывает на какую-либо оценочную шкалу, на основе выбранного способа расчета определяется предварительное значение весовых коэффициентов, полученные значения округляются.

Метод логического анализа заключается в выборе весовых коэффициентов при согласовании результатов оценки экспертно на основе логического анализа, проводимого оценщиком, с учетом всех значимых параметров. Этот метод наиболее распространен в оценочной практике.

Метод анализа иерархий. Этот метод разработан в начале 70-х годов XX в американским математиком Томасом Саати как процедура поддержки принятия решений, которую он назвал «Analytic hierarchy process». Авторы русского издания перевели это название как «Метод анализа иерархий»*.

Этот метод относится к классу критериальных и активно применяется по сей день, в том числе и в оценочной деятельности. В основе метода лежит иерархическая процедура оценки альтернатив. Представим ее следующим образом:

Уровень 0: цель — оценить вес подхода к оценке.

Уровень 1: Критерии:

надежность получаемых результатов;

соответствие целям оценки.

Количество уровней не ограничено. Например, критерий 1-го уровня «надежность получаемых результатов» можно раскрыть уровнем 2 как:

надежность, обусловленная достоверностью информации;

надежность, обусловленная обширностью информации. Уровень 2 можно раскрыть уровнем 3 и т.д. На практике можно ограничиться и уровнем 1.

Затем нужно получить оценки каждой альтернативы по каждому критерию. Если существуют объективные оценки, то они просто выписываются и нормируются, чтобы их сумма была равна единице. Например, если бы при оценке здания нас интересовал критерий «эффективный возраст» и имелись бы соответствующие данные по каждому аналогу, то потребовалось бы составить следующую таблицу (табл. 25).

Таблица 25

Нормирование данных аналогов с заданными параметрами

Аналоги объекта оценки (альтернативы)	Эффективный возраст, лет	Нормированное значение
Аналог 1	35	0,33
Аналог 2	40	0,38
Аналог 3	30	0,29
Сумма	105	1,00

7.3. Особенности выбора и согласования подходов к оценке при определении стоимости имущества предприятия

В стоимости активов предприятия основную долю, как правило, составляет стоимость недвижимости, машин и оборудования.

При согласовании результатов оценки машин и оборудования учитывается наличие следующих затрудняющих оценку обстоятельств:

- сложно выделить доход, который приносит отдельно взятая машина или оборудование;
- стоимость приобретения нового объекта, идентичного или аналогичного объекту оценки, является элементом затратного подхода и, следовательно, для применения методов сравнительного подхода необходимы данные о продажах таких же изношенных, как и объект оценки, сопоставимых объектов;
- поиск достоверных обширных сведений о продажах похожего ранее использовавшегося оборудования часто затруднен.

Таким образом, при оценке машин и оборудования в большинстве случаев имеет максимальный вес при согласовании или даже является единственно возможным затратный подход.

При оценке недвижимости подобный вес затратному подходу можно придать лишь в некоторых случаях.

Если для применения сравнительного подхода есть достаточное количество достоверной информации, и рынок купли-продажи развит сильнее, чем рынок аренды (например, рынок квартир), то ему следует отдавать предпочтение перед другими методами.

Для тех типов объектов, где преобладает рынок аренды (например, склады) и имеется соответствующая информация об аренде, а по купле-продаже она ограничена, наибольший вес следует давать доходному подходу (независимо от примененного в подходе метода оценки). В этих двух случаях, при отсутствии развитого рынка земли и типичной для современного Узбекистана несбалансированности спроса и предложения нет. Однако при итоговом согласовании нет готовых численных данных, например, по критерию

«надежность информации» для разных подходов. Тогда используются парные сравнения. Для фиксации результата сравнения пары альтернатив может использоваться, например, шкала, представленная в табл. 26.

Таблица 26

Шкала оценки результатов сравнения альтернатив

Балльная оценка	Характеристика похожести альтернатив
1	Равноценность
3	Умеренное превосходство
5	Сильное превосходство
7	Очень сильное превосходство
9	Высшее (крайнее превосходство)
2, 4, 6, 8	Промежуточные значения

Результаты парных сравнений альтернатив записываются в виде табл. 27.

Таблица 27

Результат парных сравнений альтернатив

Подход к оценке	Доходный	Затратный	Сравнительный
Доходный	1/1	1/3	5/1
Затратный	3/1	1/1	7/1
Сравнительный	1/5	1/7	1/1

На пересечении строки «Затратный» и столбца «Доходный» записана дробь 3/1. Это выражает мнение оценщика о том, что подход «Затратный» в данной ситуации имеет умеренное превосходство над доходным подходом, т.е. значимость затратного подхода в итоговом согласовании в три раза выше, чем доходного подхода.

Далее определяется сумма по строке, полученные значения нормируются и для целей согласования округляются (табл. 28).

Таблица 28

Расчет весовых коэффициентов методом анализа иерархий

Подход к оценке	Доходный	Затратный	Сравнительный	Сумма по строке	Нормированное значение	«Вес», %
Доходный	1/1	1/3	5/1	6,33	0,3390	30
Затратный	3/1	1/1	7/1	11,00	0,5891	60
Сравнительный	1/5	1/7	1/1	1,34	0,0719	10
Сумма				18,67	1,0000	100

Достоинства метода анализа иерархий:

- ◆ использование парных сравнений, что упрощает выбор весовых коэффициентов при анализе трех и более альтернатив;
- ◆ численная оценка превосходства одной альтернативы над другой посредством шкалы;
- ◆ возможность оценивать альтернативы с учетом иерархичности уровней.

Однако выбор численной оценки (от одного до девяти) даже с применением шкалы довольно сложный процесс с весьма условными результатами, зависящими все от того же детального логического анализа, представленного в первом методе (методе логического анализа), не требующего никаких математических расчетов. Иногда девятибалльная шкала с нечеткими характеристиками балльных оценок даже усложняет процесс принятия решений. Например, требуется выбрать: превосходство сильное, очень сильное или промежуточное между сильным и очень сильным, т.е. 5, 6 или 7 баллов.

Учесть указанные недостатки при оценке можно следующим образом: не придавая полученным численным значениям смысл абсолютной точности, еще раз логически оценить результаты расчетов для определения возможности использования весовых коэффициентов в согласовании.

Метод согласования по критериям. Для определения весов различных подходов используется четыре критерия, которыми описываются те или иные преимущества или недостатки примененного метода подсчета с учетом особенностей оценки конкретного объекта.

Расчет «весов» использованных методов проводится в несколько этапов:

- строится матрица факторов, в которой каждому подходу присваивается четыре вида баллов в соответствии с четырьмя критериями;
- определяется сумма баллов каждого подхода, затем — использованных подходов;
- по отношению суммы баллов данного подхода к сумме баллов всех использованных подходов определяется расчетный вес подхода в процентах;
- расчетные веса подходов округляются.

Пример 7.1. Определение итоговой величины стоимости методом согласования по критериям.

Таблица 29

Результаты согласования результатов оценки

Подход	Доходный	Сравнительный	Затратный
Величина ориентира, тыс. сум	3 574 984	Не применялся	4 215 672
Критерий	Баллы		
1. Достоверность и достаточность информации, на основе которой проводились	3	0	3
2. Способность подхода учитывать структуру ценообразующих факторов, специфичных для объекта	3	3	2
3. Способность подхода отразить мотивацию, действительные намерения типичного покупателя/продавца	4	3	2
4. Соответствие подхода виду рассчитываемой стоимости	4	4	2
Итого сумма баллов для данного подхода	14	-	9
Подход применялся	да	нет	да
Сумма баллов	23		
Вес подхода, %	60,87	-	39,13
Вес подхода округленно, %	60	-	40
Согласованная величина стоимости, тыс. сум	3 831 259		
Итого рыночная стоимость объекта оценки округленно	3 830 000		

На основании приведенных данных и сделанных предположений, наиболее вероятное значение рыночной стоимости объекта оценки составляет на дату оценки 3 830 000 тыс. сум.

КОНТРОЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

1. Для чего проводится согласование результатов?
2. Какие методы используются для согласования результатов?
3. В чем заключается метод логического анализа?

4. Что из себя представляет метод анализа иерархий?
5. В чем заключаются достоинства метода анализа иерархий?
6. В чем заключается сущность метода согласования по критериям?
7. Перечислите этапы по расчету «весов» по используемым методам?
8. Какой подход наиболее целесообразен при оценке стоимости объектов офисной, складской и торговой недвижимости и какому удельному весу отдается предпочтение.

9. ТЕРМИНЫ И ОПРЕДЕЛЕНИЯ

В НСОИ № 9 используются следующие термины и определения:

денежный поток – поток денежных средств, создаваемый в течение периода времени активом, группой активов, предприятием;

денежный поток на инвестированный капитал (бездолговой денежный поток) – денежный поток, выплачиваемый акционерам и инвесторам после финансирования деятельности предприятия и осуществления необходимых капиталовложений;

денежный поток на собственный капитал (долговой денежный поток) – денежный поток, направляемый к держателям акций, остающийся после финансирования деятельности предприятия, осуществления капиталовложений и изменения объемов долгового финансирования;

допущения – предположения, считающиеся истинными. Допущения содержат факты, условия или ситуации, влияющие на объект оценки или подходы к оценке, проверка и подтверждение которых невозможны;

закрытое предприятие – предприятие, не имеющее акций или акции которого не продаются на открытом рынке и число участников ограничено законодательством;

контроль – возможность влиять на управление и политику предприятия;

контрольная доля – доля в собственности (уставном фонде предприятия), обеспечивающая ее владельцу контроль за деятельностью предприятия;

мультипликатор – коэффициент, показывающий соотношение между ценой или иной стоимостной основой предприятия и финансовым, производственным или вещественным показателем, характеризующим его деятельность;

ограничительные условия – ограничения, налагаемые на оценку законодательством, заказчиком или оценщиком;

открытое предприятие – предприятие, акции которого продаются на открытом рынке и количество участников не ограничено законодательством;

ставка дисконтирования – ставка отдачи, используемая для преобразования будущих денежных поступлений в текущую стоимость;

ставка капитализации – делитель, как правило, выраженный в процентном отношении, используемый для преобразования величины дохода за определенный период в стоимость;

текущая стоимость – стоимость будущих доходов, приведенная на определенную дату с использованием соответствующей ставки дисконтирования.

10. СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Закон РУз «Об оценочной деятельности» Т., 1999.
2. Каримов И.А. «Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана». – Т.: Узбекистан, 2009.
3. НСОИ №1 «Общие понятия и принципы оценки», 2006.
4. НСОИ №2 «Рыночная стоимость как база оценки», 2006.
5. НСОИ №3 «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости», 2006.
6. НСОИ №8 «Оценка стоимости имущества в целях приватизации», 2009.
7. НСОИ №9 «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)», 2009.
8. НСОИ №10 «Оценка стоимости недвижимости», 2009.
9. Акулич М.В. Оценка стоимости бизнеса. – СПб.: Питер, 2009. – 272 с.
10. Бутиков И. Л. Рынок ценных бумаг. Учебник. Ташкент: - Консаудинформ, 2001. - 472 с.
11. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. М.: Юнити – Дана, 2001 – 720 с.
12. В. Е. Есипов, Маховикова Г. А., Терехова В. В. Оценка бизнеса, 2-е изд. СПб.: Питер, 2008. – 464 с.
13. Ганиев К. Б., Ганиева Г. И. и др. Экономика предприятия: Рыночная стоимость машин и оборудования: Учебное пособие. Т.: Издательство Национального общества философов, Узбекистана, 2006. – 160 с.
14. Ганиев К. Б., Сафин Ф. Г. и др. Методические рекомендации по реструктуризации строительных предприятий. Фан., Ташкент.: 2007. - 96 с.
15. Ганиев К.Б., Ганиева Г.И. Оценка недвижимости. Учебное пособие – Ташкент: изд-во «Konsauditinform – Nashr», 2010 – 232 с.

16. Ганиев К.Б., Ганиева Г.И., Ганиева Ф.К. Оценка недвижимости (примеры и задачи) / Учебное пособие – Ташкент: изд-во “Niso Poligraf” , 2015 – 160 с.
17. Григорьев В. В., И. М. Островкин. Оценка предприятий. Имущественный подход. Учебно-практическое пособие. – М.: Дело, 1998. – 224 с.
18. Джеймс Р Хитчер. Три подхода к оценке стоимости бизнеса / Под научн. ред. В. М. Рутгайзера. – М.: Маросейка, 2008. – 304 с.
19. Методические рекомендации по оценке стоимости автотранспортных средств и строительных машин / Самаркандская Международная Бизнес Школа, Национальный центр подготовки специалистов рынка ценных бумаг; сост.: Ганиев К.Б., Сафин Ф.Г., Зигуля С.В. – Ташкент: Консаудитинформ – Нашр, 2010 – 116 с.
20. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 512 с.: ил.
21. Симонова Н.Е. Методы оценки имущества: бизнес, недвижимость, земля, машины, оборудование и транспортные средства. – Ростов н/д: Феникс, 2010 – 362 с.
22. Ходиев Б.Ю., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н. Бизнес кийматини бахолаш. Укув кулланма/ И.ф.д., проф. Б.Ю. Ходиев тахрири остида. – Тошкент: Фан, 2006 – 225 б.
23. Щербаков В.А., Щербакова Н.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) – М.: Омега – Л, 2007 – 288 с.

Аннотация

Данный конспект лекций по дисциплине «Оценка бизнеса» * автором пишется, начиная с 1995 года после прохождения курсов «Оценка бизнеса», проведенных Институтом Экономического Развития Всемирного банка.

Автор в 2008 - 2009 гг. участвовал в разработке и рецензировании Национальных стандартов оценки имущества Республики Узбекистан (НСОИ №9) – «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)», что нашло свое отражение в данных учебных материалах.

Ежегодно данный конспект лекций дополнялся новым материалом и перерабатывался и доведен до логического завершения в 2015 году.

В данном конспекте освещены затратный, сравнительный и доходный подходы, и соответствующие этим подходам методы. Показаны методы расчета ставок капитализации и дисконтирования в оценке бизнеса. Приведены примеры расчетов.

* Полное название дисциплины «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)»