

Н.Ф. Чеботарев

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

учебник



Н. Ф. Чеботарев

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

Учебник

Рекомендуется ГОУ ВПО

“Государственный университет управления”
в качестве учебника для студентов экономических
вузов, обучающихся по направлению
“Экономика” и экономическим специальностям

УДК 330
ББК 65.6
Ч-34

Рецензенты:

В. Н. Незамайкин — доктор экономических наук, профессор;

Т. Д. Викулина — доктор экономических наук, профессор.

Чеботарев Н. Ф.

Ч-34 **Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебник /**
Н. Ф. Чеботарев. — М.: Издательско-торговая корпорация
«Дашков и К'», 2009. — 256 с.

ISBN 978-5-394-00059-1

В учебнике изложены основные темы учебного курса «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)» по экономическим специальностям в соответствии с требованиями Государственного образовательного стандарта высшего профессионального образования Российской Федерации.

Приведены основные методы оценки стоимости имущества предприятия (бизнеса), его нематериальных активов, человеческого капитала и др.

Для студентов, магистров, аспирантов, преподавателей вузов.

УДК 330
ББК 65.6

ISBN 978-5-394-00059-1

© Чеботарев Н. Ф., 2008

© ООО «ИТК «Дашков и К'», 2008

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	7
Глава 1. Основные понятия, цели и этапы процесса оценки имущества предприятия	8
1.1. Понятие оценки имущества предприятия.....	8
1.2. Цели и этапы процесса оценки имущества.....	12
1.3. Правовое регулирование оценочной деятельности.....	18
1.4. Информационное обеспечение оценочной деятельности.....	19
Глава 2. Содержание принципов, подходов и методов оценки имущества предприятия	22
2.1. Принципы оценки имущества предприятия	22
2.2. Выбор подхода к оценке имущества предприятия и стандарта стоимости.....	26
2.3. Методы оценки имущества предприятия	28
2.4. Методы учета фактора риска в оценке предприятия (бизнеса).....	55
Глава 3. Оценка эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия в целях определения его стоимости	59
3.1. Основные критерии оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия.....	59
3.2. Методы измерения экономического эффекта и экономической эффективности	65

3.3.	Финансовая устойчивость предприятия как показатель его эффективности.....	72
3.4.	Оценка эффективности инвестиционного проекта.....	82
Глава 4.	Критерии оценки несостоятельности (банкротства) предприятия	91
4.1.	Основные понятия, виды и этапы банкротства предприятия.....	91
4.2.	Государственное антикризисное регулирование деятельности хозяйствующих субъектов: формы и методы.....	104
4.3.	Диагностика финансового состояния предприятия в антикризисном управлении.....	105
4.4.	Контроллинг в антикризисном управлении предприятием: цели и функции.....	108
Глава 5.	Оценка объектов недвижимости.....	112
5.1.	Виды стоимости недвижимого имущества	112
5.2.	Доходный подход к оценке недвижимости.....	115
5.3.	Рыночный подход к оценке недвижимости.....	118
5.4.	Определение износа зданий и сооружений.....	121
Глава 6.	Оценка рыночной стоимости машин и оборудования ..	123
6.1.	Доходный подход к оценке рыночной стоимости машин и оборудования	123
6.2.	Рыночный подход к оценке стоимости машин и оборудования	124
6.3.	Затратный подход к оценке рыночной стоимости машин и оборудования.....	125
Глава 7.	Оценка стоимости нематериальных активов.....	131
7.1.	Особенности учета нематериальных активов.....	131
7.2.	Доходный подход к оценке рыночной стоимости нематериальных активов.....	136

7.3.	Рыночный и затратный подходы к оценке нематериальных активов	137
7.4.	Особенности оценки нематериальных активов с использованием имущественного подхода	138
Глава 8.	Оценка стоимости товарно-материальных запасов	142
8.1.	Общая характеристика товарно-материальных запасов	142
8.2.	Классификация товарно-материальных запасов по целевому назначению	145
8.3.	Особенности учета товарно-материальных запасов	149
8.4.	Особенности оценки товарно-материальных запасов	150
Глава 9.	Оценка стоимости имущества предприятия-должника с целью продажи при банкротстве	153
9.1.	Особенности оценки стоимости имущества предприятия в процессе антикризисного управления	153
9.2.	Сравнительный подход к оценке стоимости имущества предприятия-должника	158
9.3.	Имущественный подход к оценке стоимости имущества предприятия-должника	163
9.4.	Доходный подход к оценке стоимости имущества предприятия-должника	163
Глава 10.	Методы и модели оценки человеческого капитала предприятия	166
10.1.	Методы оценки человеческого капитала предприятия	166
10.2.	Модели оценки и учета человеческого капитала	169
10.3.	Использование модели активов в оценке объектов интеллектуальной собственности (ОИС)	174
10.4.	Оценка активов структурного капитала предприятия	181

Глава 11. Оценка человеческого капитала предприятия	187
11.1. Затратный подход к оценке человеческого капитала	187
11.2. Доходный подход к оценке человеческого капитала	189
11.3. Экспертный подход к оценке человеческого капитала	194
11.4. Сравнительный подход к оценке человеческого капитала	195
Глава 12. Оценка долей в предприятии (бизнесе)	198
12.1. Подходы к оценке долей в бизнесе. Виды стоимости эмиссионных ценных бумаг	198
12.2. Подходы к оценке неконтрольных (миноритарных) пакетов	203
12.3. Премии и скидки в определении рыночной стоимости акций	203
12.4. Модели расчета рыночной стоимости акций и облигаций	205
Глава 13. Оценка стоимости предприятия при реструктуризации	215
13.1. Цель реструктуризации	215
13.2. Виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования предприятий	216
13.3. Формы реструктуризации предприятий	218
13.4. Оценка рыночной стоимости предприятия при реструктуризации	221
Глоссарий	225
Литература	251

ВВЕДЕНИЕ

В данном учебнике систематизирован теоретический и методический материал по оценке стоимости активов предприятия (бизнеса).

Структура учебника предусматривает изучение основных понятий, целей и этапов процесса оценки имущества предприятия, содержания, принципов, подходов и методов оценки.

Настоящее издание ставит задачу ознакомления с основами методологии оценки стоимости имущества предприятия с использованием рыночного (сравнительного), затратного (имущественного) и доходного подходов к оценке предприятия (бизнеса).

В рамках изложенного учебного материала раскрыты методы оценки нематериальных активов, человеческого капитала предприятия, эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия в целом и эффективности инноваций в частности, а также аспекты оценки активов предприятия в процессе антикризисного управления.

Оценка стоимости активов предприятия рассматривается в издании в виде системного процесса, отражающего целостность экономики как сложной системы. Особое место уделено методам оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия в целях определения стоимости его активов. Охарактеризована концепция управления, нацеленного на создание стоимости (Value-Based Management, в дальнейшем VBM). Рассмотрены методы оценки стоимости имущества предприятия-должника с целью продажи при банкротстве.

В учебнике отражены также вопросы правового регулирования оценочной деятельности и ее информационного обеспечения. Рассмотрена методика оценки будущей доходности предприятия. Особое внимание уделено экономической и нормативно-правовой терминологии, принятой в оценочной деятельности. Данный подход отражен в глоссарии, который раскрывает основные понятия процесса оценки имущества предприятия.

Глава 1

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ, ЦЕЛИ И ЭТАПЫ ПРОЦЕССА ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

- 1.1. Понятие оценки имущества предприятия
- 1.2. Цели и этапы процесса оценки имущества
- 1.3. Правовое регулирование оценочной деятельности
- 1.4. Информационное обеспечение оценочной деятельности

1.1. ПОНЯТИЕ ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

Под *имуществом предприятия* понимаются материальные и нематериальные активы, являющиеся объектами собственности предприятия.

Активами предприятия считаются хозяйственные средства, контроль над которыми организация получила в результате свершившихся фактов ее хозяйственной деятельности и которые должны принести ей экономические выгоды в будущем. Это экономические ресурсы, сформированные за счет инвестированного в них капитала, характеризующиеся стоимостью, производительностью и способностью генерировать доход. Постоянный оборот активов в процессе их использования связан с факторами времени, риска, ликвидности.

Активы материальные — группа активов предприятия, имеющих вещественную (материальную) форму. В группу материальных активов входят:

- основные средства;

- незавершенное строительство;
- оборудование, предназначенное к монтажу; производственные запасы сырья и материалов;
- запасы товаров;
- объем незавершенного производства;
- запасы готовой продукции, предназначенной к реализации, и прочие необоротные и оборотные активы.

Активы как имущественные объекты предприятия принимаются к бухгалтерскому учету в качестве основных средств, если одновременно выполняются следующие условия:

- объект предназначен для производства продукции, выполнения работ, оказания услуг или для управленческих нужд организации;
- объект предназначен для использования в течение длительного времени, т. е. срока полезного использования продолжительностью свыше 12 месяцев или обычного операционного цикла, если он превышает 12 месяцев;
- не предполагается последующая перепродажа данного объекта;
- объект способен приносить организации экономические выгоды (доход) в будущем.

Единицей бухгалтерского учета основных средств является инвентарный объект.

Данные по основным средствам как действующим, так и находящимся на консервации или в запасе отражаются в балансе предприятия по остаточной стоимости. В размере фактических затрат на приобретение показываются земельные участки, объекты природопользования (вода, недра и другие природные ресурсы).

Расшифровка движения основных средств предприятия в течение отчетного года, а также их состав на конец года приводятся в приложении к бухгалтерскому балансу (форма № 5).

Активы внеоборотные (долгосрочные) — совокупность имущественных ценностей предприятия, многократно участвующих в процессе его хозяйственной деятельности и переносящих на продукцию использованную стоимость частями.

В практике учета к ним относят имущественные ценности (активы) всех видов со сроком использования более одного года.

Активы оборотные (текущие) — совокупность имущественных ценностей предприятия, обслуживающих текущий хозяйственный процесс и полностью потребляемых в течение одного операционного (производственно-коммерческого) цикла. В практике учета к ним относят имущественные ценности (активы) всех видов со сроком использования менее одного года).

Нематериальные активы предприятия — часть его имущества, представляющая собой идентифицируемые неденежные, не имеющие физической формы объекты, которые используются в производстве, при предоставлении товаров или услуг, для сдачи в аренду другим сторонам в административных целях.

К нематериальным активам, используемым при производстве продукции, выполнении работ, оказании услуг в течение периода хозяйственной деятельности (превышающего 12 месяцев) и приносящим экономические выгоды (доход), относятся:

- технические знания;
- разработки новых процессов или систем;
- объекты интеллектуальной собственности;
- компьютерное программное обеспечение;
- патенты;
- авторские права;
- кинофильмы;
- исключительные права на осуществление деятельности или обслуживание;
- товарные знаки;
- фирменные марки;
- деловая репутация (гудвилл) и т. п. Положение по бухгалтерскому учету (ПБУ 14/2007) “Учет нематериальных активов”).

Состав нематериальных активов предприятия в течение отчетного года и на конец года приводится в приложении к бухгалтерскому балансу (форма № 5).

Оценка стоимости активов (имущества) предприятия и операций с ними имеет принципиальное значение для субъектов рынка:

- покупателя и продавца — при установлении обоснованной цены сделки;
- кредитора — при принятии решения о предоставлении кредита;
- страховщика — при возмещении ущерба;
- налоговых органов — при налогообложении сделок с недвижимостью;
- для принятия управленческого решения.

При заключении арендного договора с включением положения о повышении арендной платы последняя может быть установлена в процентах от рыночной стоимости недвижимости.

Когда одна компания стремится приобрести другую, то первой может потребоваться оценка текущей стоимости активов, принадлежащих второй.

Оценка стоимости любого объекта представляет собой целенаправленный процесс определения в денежном выражении его цены с учетом потенциального и реального дохода, приносимого им в данный момент времени.

Объектом оценки является любой объект собственности в совокупности с правами, которыми наделен собственник (движимое и недвижимое имущество, нематериальные активы, ценные бумаги и т. д.). Оценка не ограничивается только учетом одних затрат на создание или приобретение объекта. Обязательно учитывается совокупность рыночных факторов: времени и риска, уровня конкуренции, особенностей оцениваемого объекта и др.

Предприятие в целом или его часть могут быть объектом купли-продажи, залога, аренды и других сделок, связанных с установлением, изменением и прекращением вещных прав. Предприятие как имущественный комплекс включает все виды имущества, предназначенные для его деятельности, — в том числе земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье и материалы, продукцию, права требования, долги и т. д.

Результат оценки стоимости предприятия может быть его вероятной продажной ценой, которая отражает свойства предприятия как товара:

- а) полезность для покупателя;
- б) затраты, сопутствующие этой полезности.

Рыночная цена предприятия — это денежная мера его стоимости, установленная покупателем данного вида собственности в процессе торговой сделки (купли-продажи), компромисса между продавцом и покупателем. Рыночная цена предприятия — это денежная сумма, уплаченная владельцу предприятия за отчуждение его собственности в пользу покупателя, осуществленное на открытом рынке в условиях конкуренции.

Таким образом, рыночная стоимость оцениваемого предприятия (объекта), как правило, является расчетным показателем, а его рыночная цена — результатом договоренности, торга, компромисса между продавцом и покупателем.

1.2. ЦЕЛИ И ЭТАПЫ ПРОЦЕССА ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВА

Цели оценки имущества могут быть следующими:

- 1) улучшение процесса текущего управления предприятием для увеличения его стоимости;
- 2) определение стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи крупных пакетов акций на фондовом рынке;
- 3) установление стоимости предприятия в случае его купли-продажи целиком или частями;
- 4) реструктуризация предприятия — ликвидация, поглощение, слияние, выделение самостоятельных производственных единиц;
- 5) разработка плана развития предприятия (будущие доходы компании, степень ее финансовой устойчивости, имидж и т. д.);
- 6) определение кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании;

7) определение стоимости активов в процессе страхования имущества предприятия при вероятности возникновения потерь;

8) определение стоимости и доходности инвестиционного проекта в процессе обоснования бизнес-плана;

9) установление налогооблагаемой базы для исчисления налога на имущество предприятий (налога на недвижимость);

10) определение стоимости оборудования и иных основных средств, передаваемых в лизинг (на условиях договора финансовой аренды);

11) продажа части недвижимости, чтобы избавиться от неиспользуемых зданий и сооружений, земельных участков и др.;

12) страхование недвижимости и определения стоимости страхуемого имущества;

13) получение банковского кредита под залог недвижимости (ипотечного кредита);

14) сдача недвижимости в аренду;

15) оформление части недвижимости в качестве вклада в уставный капитал вновь создаваемого предприятия;

16) продажа отдельных видов физически и морально устаревших машин и оборудования для их замены на более эффективные;

17) передача машин и оборудования в аренду и т. д.

Если в соответствии с законодательством предприятие должно осуществлять оценку активов в обязательном порядке, тогда необходимо пользоваться услугами профессиональных оценщиков. Во всех остальных случаях предприятие может выбирать: провести оценку собственными силами или обратиться к соответствующим специалистам.

Отношения с оценщиками строятся на взаимных договоренностях, которые закрепляются в специальном договоре. Договор заключается в письменной форме, служит основанием для проведения оценки и при этом не подлежит обязательному нотариальному удостоверению.

Процесс оценки состоит из следующих основных этапов:

- подготовительный;
- оценочный;
- заключительный.

На подготовительном этапе в зависимости от целей оценки и возможностей определяется стандарт стоимости и методы оценки, готовится необходимая для проведения оценки информация, анализируется финансовое состояние и риски оцениваемого предприятия.

На оценочном этапе непосредственно оценивается предприятие (бизнес) в соответствии с выбранным стандартом стоимости и методами оценки.

На заключительном этапе оценки осуществляются необходимые корректировки стоимости (в частности, на финансовое положение предприятия, на степень контроля, на ликвидность, качество менеджмента и степень диверсификации производства) и составляется отчет об оценке предприятия (бизнеса).

В зависимости от цели оценки применяются следующие стандарты (виды) стоимости:

- рыночная;
- инвестиционная;
- залоговая;
- ликвидационная;
- налоговая;
- страховая;
- фундаментальная.

Рыночная стоимость — цена, по которой может быть заключена сделка между продавцом и покупателем при условии, что оба действуют без принуждения, компетентно и к обоюдной выгоде. Чаще всего необходимость рассчитать рыночную стоимость возникает при заключении сделки по переходу прав собственности на предприятие и когда необходимо определить цену его покупки-продажи. Объектом оценки является собственный капитал предприятия. На рыночную стоимость оказывает существенное влияние соотношение спроса и предложения.

Рыночная стоимость предприятия — это результат регламентированной процедуры количественного определения его

ценности, осуществляемой владельцем или уполномоченными лицами.

Рыночную стоимость предприятия определяют капитализацией его ценности (прибыльности, рентабельности), социально-экономической значимости, уникальности, инновационности и интеллектуализации выпускаемой продукции, работ, услуг.

Итоговая величина рыночной стоимости предприятия зависит от доходности и степени риска хозяйственной деятельности предприятия, платежеспособности потенциального покупателя, наличия альтернативных объектов вложения средств и т. д.

Инвестиционная стоимость — учитывает требования конкретного инвестора (по уровню риска, доходности и др.). Рассчитывается в случае необходимости принять инвестиционное решение.

Залоговая стоимость — цена, которую кредитор надеется получить от продажи на рынке актива в случае неплатежеспособности заемщика. Оценивается, когда предприятие является предметом залога при привлечении кредитных ресурсов или в случае обеспечения других обязательств.

Ликвидационная стоимость — цена раздельной продажи активов за вычетом всех обязательств предприятия и затрат на продажу. Оценивается в случае ликвидации предприятия.

Налоговая стоимость — рассчитывается для целей налогообложения в соответствии с требованиями представителей налоговых органов.

Страховая стоимость — определяется в целях страхования имущества и представляет собой затраты на воспроизводство точной копии объекта (восстановительная стоимость) или на создание другого объекта, аналогичного по функциям (стоимость замещения). Объектом оценки в данном случае является имущество (активы) предприятия.

Фундаментальная стоимость — это рыночная стоимость, которой обладал бы актив, если бы рынок имел о нем полную информацию. Определяется для целей финансового анализа и управления.

Балансовая стоимость предприятия не рассматривается в качестве стандарта стоимости и, как правило, не используется в целях оценки бизнеса, так как включает только стоимость активов баланса и потому не дает полного представления о стоимости предприятия.

После определения стандарта стоимости для оценки выбирают подход и методы оценки стоимости.

Выделяют следующие подходы к оценке стоимости имущества предприятия: рыночный (сравнительный), затратный (имущественный), доходный.

Рыночный (сравнительный) подход означает, что наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи идентичной компании, сложившаяся на рынке.

Затратный подход (имущественный подход, подход на основе активов) заключается в оценке текущей стоимости тех или иных элементов имущественного комплекса предприятия и его нематериальных активов. При этом стоимость активов предприятия рассматривается с точки зрения понесенных издержек, т. е. определяется суммой затрат на его воспроизводство или замещение с учетом физического и морального износа.

При затратном подходе предприятие рассматривается как комплекс имущества и имущественных прав (нематериальных активов). В этой связи применять его целесообразно в случаях продажи активов при ликвидации предприятия, при страховании имущества, т. е. если возникает необходимость оценки имущественного комплекса предприятия.

Затратный подход может быть единственным в оценке имущественного комплекса предприятия, поскольку:

1) для неэффективных, неприбыльных, предприятий затратный подход позволяет получить приемлемую для продавца цену, так как учитывает именно стоимость активов и не принимает во внимание потенциальную прибыльность;

2) для оценки бизнеса затратным подходом существует необходимая статистика (в отличие от сравнительного подхода).

Доходный подход рассматривает предприятие как актив, приносящий доход в будущем, что и является основным преимуществом данного подхода. Одним из главных недостатков подхода является прогнозный характер информации, на основе которой осуществляется оценка.

Перечисленные подходы к оценке имущества предприятия (бизнеса) дополняют друг друга. Как правило, в зависимости от целей оценки, условий, состояния объекта оценки, внешней среды стоимость предприятия оценивают сразу несколькими методами (двумя-тремя), наиболее подходящими для конкретной ситуации в рамках указанных выше подходов, а потом рассчитывают итоговую величину как средневзвешенную (методом математического или экспертного взвешивания). При выборе удельного веса каждого отдельного метода принимают во внимание такие факторы, как: характер деятельности предприятия, цель оценки и используемые методы определения стоимости, количество и качество данных, используемых каждым методом, и др.

По результатам проведения оценки составляется *отчет*. Отчет содержит следующие разделы:

- наименование и реквизиты заказчика;
- информацию о предприятии;
- имущественные права в отношении оцениваемых объектов;
- цель оценки и стандарт стоимости;
- дату оценки и дату составления отчета;
- принятые допущения и ограничения при оценке стоимости;
- использованную информацию;
- обоснование выбранного метода (методов);
- итоговое заключение о стоимости предприятия (объекта);
- заявление об отсутствии личной заинтересованности, непредвзятости оценщика и его квалификационные данные.

Результаты оценки являются основой для принятия как текущих, так и инвестиционных решений. В первом случае собственники, руководители предприятия получают инстру-

мент управления стоимостью предприятия, в другом случае появляется возможность показать потенциальному инвестору или кредитору процесс создания стоимости предприятия.

1.3. ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Правовые нормы оценочной деятельности закреплены в Федеральном законе от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ "Об оценочной деятельности в Российской Федерации", где введены понятия оценочной деятельности, объекта и субъекта оценки, обязательность проведения оценки отдельных объектов, права и обязанности оценщика и др.

Правовые взаимоотношения оценщика и заказчика регулируются договором, заключаемым в письменной форме и не требующим нотариального удостоверения.

Договор должен содержать следующие существенные условия:

- основания для его заключения;
- вид объекта оценки и его определяемой стоимости;
- денежное вознаграждение за проведение оценочных работ;
- сведения о страховании гражданской ответственности оценщика и др.

Подтверждением надлежащего исполнения оценщиком своих обязанностей по договору является письменный отчет, представляемый заказчику. Отчет подписывается оценщиком и заверяется его печатью.

Стандарты оценки, обязательны к применению субъектами оценочной деятельности. Система нормативных документов (стандарты, методики, кодекс этики) саморегулируемых организаций оценщиков направлена на защиту прав, охраняемых законодательством интересов потребителей и специалистов-оценщиков.

1.4. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Информация, используемая в процессе оценки, должна быть достоверной, точной и представительной. Информацию в процессе оценки стоимости предприятия (объекта) подразделяют на внешнюю и внутреннюю. Внешняя информация характеризует условия деятельности предприятия в регионе, отрасли и экономике, внутренняя — дает представление о деятельности предприятия.

Объем и характер внешней информации различаются исходя из целей оценки. Информацию целесообразно предоставлять в достаточном объеме и ориентированной на оцениваемый объект. Макроэкономические параметры включают информацию о том, как влияют на деятельность предприятия основные факторы макроэкономического характера:

- 1) темпы роста валового внутреннего продукта (ВВП);
- 2) уровень инфляции;
- 3) изменение обменного курса валют;
- 4) изменение учетной ставки банковского процента;
- 5) новации в налоговом законодательстве;
- 6) уровень политической стабильности в стране и др.

Блок внешней информации кроме макроэкономических показателей включает отраслевые показатели: условия конкуренции, рынки сбыта товаров и услуг, доступность используемых в производстве сырья и материалов и др. Условия функционирования предприятия в отрасли могут оказать существенное влияние на стоимость оцениваемого объекта.

Внутренняя информация характеризует текущую деятельность предприятия и включает:

- 1) исторический аспект деятельности предприятия;
- 2) характеристики поставщиков;
- 3) производственные мощности;
- 4) менеджмент;

5) внутреннюю финансовую информацию (бухгалтерский баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств и др.);

6) другую информацию, имеющую непосредственное отношение к оценке стоимости предприятия.

Анализ маркетинговой стратегии предполагает изучение следующей информации:

1) объем продаж за прошлый и текущий периоды и прогноз на будущее;

2) себестоимость продаж;

3) прогнозируемое изменение объема спроса на продукцию предприятия;

4) производственные мощности предприятия;

5) периоды жизненных циклов товаров.

Цель анализа текущей бухгалтерской отчетности — определение финансового состояния предприятия: его финансовой устойчивости, платежеспособности, деловой и рыночной активности на дату оценки, действительной величины чистой прибыли, рентабельности активов и собственного капитала, а также рыночной стоимости необоротных и оборотных активов.

В зависимости от целей оценки изменяются направления финансового анализа. Например, если оценивается рыночная стоимость неконтрольного пакета акций акционерного общества, то потенциального инвестора в большей степени интересуют прогнозная оценка рентабельности общества и его способность выплачивать приемлемые дивиденды.

В отчете по результатам проведения оценки указывается, что объем собранной и использованной в процессе оценки информации является необходимым и достаточным для итогового заключения о стоимости предприятия (объекта).

Контрольные вопросы

1. Что понимается под процессом оценки какого-либо объекта?

2. Что входит в состав нематериальных активов предприятия?

3. В чем заключаются отличия рыночной цены предприятия от его рыночной стоимости?

4. В каких целях необходима оценка имущества предприятия?

5. Какие стандарты (виды) стоимости применяются в зависимости от цели оценки?

6. Какие выделяют подходы к оценке стоимости имущества предприятия?

7. Какие существенные условия должен содержать договор об оценке?

8. Какие разделы содержит отчет об оценке?

9. Какие требования предъявляются к информации, используемой в процессе оценки?

10. Какие показатели включает блок внешней информации кроме макроэкономических показателей?

Глава 2

СОДЕРЖАНИЕ ПРИНЦИПОВ, ПОДХОДОВ И МЕТОДОВ ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

- 2.1. Принципы оценки имущества предприятия**
- 2.2. Выбор подхода к оценке имущества предприятия и стандарта стоимости**
- 2.3. Методы оценки имущества предприятия**
- 2.4. Методы учета фактора риска в оценке предприятия (бизнеса)**

2.1. ПРИНЦИПЫ ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

Принцип замещения состоит в том, что максимальную стоимость определяют минимальной ценой, по которой может быть приобретен другой объект собственности с аналогичной полезностью. Данный принцип положен в основу трех традиционных подходов к оценке стоимости: *доходного, рыночного (сравнительного) и затратного*. Замещающий объект не всегда может быть точным аналогом, но необходимо, чтобы он был похож на оцениваемый объект. Оценочная стоимость не должна превышать минимальной цены на аналогичные предприятия (объекты) с такой же полезностью. Следует иметь в виду, что за объект нецелесообразно платить больше, чем может стоить создание нового объекта с такой же полезностью в разумные сроки.

Принцип ожидания заключается в определении текущей стоимости дохода, который может быть получен в будущем от

владения предприятием. При этом целесообразно учитывать объем и продолжительность получения ожидаемого будущего дохода, т. е. изменение стоимости денег во времени. Процесс приведения будущих доходов к их текущей стоимости называют дисконтированием.

Принцип вклада означает, что доходность любой экономической деятельности определяется влиянием четырех факторов производства: землей, рабочей силой, капиталом и управлением. Для оценки предприятия следует знать вклад каждого фактора в формирование дохода. Данный принцип означает, что включение дополнительного актива в имущество предприятия экономически выгодно для него, если *прирост стоимости выше затрат на приобретение этого актива*. Стоимость каждого фактора должна возмещаться из доходов, создаваемых предпринимательской деятельностью. Вначале должны быть произведены выплаты за факторы рабочей силы, капитала и управления, а оставшаяся сумма денежных средств идет на возмещение пользования земельным участником.

Принцип остаточной продуктивности земельного участка означает, что владельцу дается возможность извлекать максимальный доход или до предела минимизировать затраты на пользование им. Остаточную продуктивность земельного участка устанавливают как чистый доход после того, как оплачены расходы на рабочую силу, эксплуатацию капитала и менеджмент. Производственные факторы учитывают только исходя из их роли в воспроизводстве. С данной точки зрения устаревшее технологическое оборудование потребует полной замены, демонтажа и монтажа нового оборудования, что должно учитываться при оценке стоимости предприятия.

Принцип увеличивающихся или уменьшающихся доходов гласит, что по мере добавления ресурсов к основным факторам производства прибыль (чистый доход) будет возрастать ускоренными темпами, а затем темп роста чистого дохода замедлится.

Принцип сбалансированности (пропорциональности) заключается в том, что если земля мало застроена, ее отдача не-

высока. Если слишком много застройки — отдача земли также невысока. В обоих случаях земля используется неэффективно. Все факторы производства должны находиться в определенном соотношении друг с другом, чтобы общие доходы от земли достигали своего максимального значения. При соблюдении принципа сбалансированности можно утверждать, что любому типу землепользования соответствуют оптимальные величины различных факторов производства, при сочетании которых достигается максимизация стоимости земельного участка.

Принцип экономической величины (размера) проявляется в том, что участок земли с удачным месторасположением, который слишком мал или очень велик для возможных пользователей, может потерять в цене на рынке. Экономический размер — это площадь земельного участка, необходимая для достижения оптимального масштаба землепользования исходя из рыночных условий в данном местоположении.

Принцип экономической величины аналогичен принципу сбалансированности, хотя и рассматривается в иной ситуации (применительно к местоположению данного земельного участка).

Принцип экономического разделения означает, что имущественные права можно разделять и соединять таким образом, чтобы увеличить общую стоимость объекта собственности для его владельца. Экономическое разделение имеет место, если права на недвижимость могут быть подразделены на два или более имущественных интереса, в результате чего возрастает общая стоимость объекта.

Принцип зависимости основан на том, что местоположение объекта является одним из наиболее важных факторов, влияющих на стоимость недвижимости. Качество местоположения зависит от того, насколько физические характеристики объекта соответствуют принятому в данном регионе типу землепользования, а также его близости к экономической инфраструктуре. Если в окружающей системе землепользования или в экономической среде объекта недвижимости происходят изменения, то это может повлиять на его стоимость. Потоки до-

ходов от объекта недвижимости зависят от того, как местоположение объекта связано с рынком пользователя.

Стоимость конкретного объекта подвержена влиянию внешних факторов и сама воздействует на величину стоимости других объектов в районе его расположения.

Принцип соответствия заключается в том, что проект, не отвечающий рыночным стандартам, вероятно, проиграет в финансовом отношении. Предприятие, не соответствующее требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, уровню доходности, менеджменту, скорее всего будет оценено ниже среднего уровня. Соответствие выражает, в какой степени предлагаемые архитектурный стиль и уровень удобств отвечают потребностям и ожиданиям пользователей. Полезность не является единственным фактором, влияющим на стоимость объекта недвижимости, так как на нее воздействуют также предложение и спрос.

Когда предложение и спрос сбалансированы, рыночная цена обычно отражает стоимость производства (издержки, себестоимость). Если рыночные цены выше стоимости производства, то в строй будут вводиться все новые капитальные объекты до тех пор, пока не наступит равновесие. Если рыночные цены ниже, то новое строительство замедлится до момента повышения спроса в связи с увеличением рыночных цен.

Принцип конкуренции — усиление конкурентной борьбы можно учесть либо за счет снижения потока доходов, либо путем увеличения фактора риска, что может уменьшить текущую стоимость будущих денежных потоков.

Принцип изменения выражается в том, что стоимость объекта собственности не остается стабильной, а изменяется с течением времени вследствие влияния в основном физического износа.

Принцип эффективного использования имущества — это оптимальный вариант, выбранный среди разумных, возможных и законных альтернативных вариантов, который является физически возможным, достаточно обоснованным, финансово осуществимым и приводит к наивысшей стоимости имущества предприятия.

2.2. ВЫБОР ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ И СТАНДАРТА СТОИМОСТИ

Цель оценки и выбор стандарта стоимости при оценке имущества предприятия осуществляют на основе трех подходов: *доходного, рыночного (сравнительного) и затратного.*

При оценке с позиции *доходного подхода* определяющим фактором является доход, влияющий на величину стоимости объекта.

Потенциальный валовой доход — валовой доход при условии полной загрузки объекта доходной недвижимости и своевременной выплаты арендной платы.

Действительный доход от объекта недвижимости — денежные поступления за вычетом потерь от недоиспользования, а также невнесения арендной платы.

Доходный подход является наиболее предпочтительным с точки зрения достижения главной цели предпринимательской деятельности. Это определение текущей стоимости будущих доходов, которые возникают в результате использования имущества и возможной дальнейшей его продажи. В данном случае применяют оценочный принцип ожидания. Рыночный и затратный подходы часто бывают более точными и эффективными. В ряде случаев каждый из подходов может быть использован для проверки стоимости имущества, полученной с помощью других подходов.

Рыночный (сравнительный) подход предпочтителен в условиях существования рынка сопоставимых объектов. Точность оценки зависит от качества собранных данных о недавних продажах аналогичных объектов.

Эти данные включают:

- 1) физические характеристики;
- 2) время и условия продажи;
- 3) месторасположение;
- 4) условия финансирования.

При незначительном количестве сделок, когда моменты их совершения и период оценки разделяет продолжительное вре-

мя, а также при нестабильном состоянии рынка использование данного подхода может не дать необходимой точности процесса оценивания. Рыночный подход основан на применении принципа замещения. Для сравнения выбирают объекты-аналоги. Между оцениваемым объектом и аналогом существуют различия. Поэтому следует провести соответствующую корректировку данных. В основу внесения поправок положен принцип вклада.

Затратный подход основывается на восстановительной стоимости или стоимости замещения объекта той же полезности за вычетом всех видов износа. Данный подход наиболее применим для оценки объектов специального назначения, нового строительства, для определения наилучшего варианта использования земли, а также в целях страхования. Необходимая информация включает данные о ценах на землю, строительные спецификации, данные об уровне оплаты труда строителей, о стоимости материальных ресурсов и оборудования, о прибыли и накладных расходах подрядчиков на региональном рынке и др. Необходимая информация зависит от специфики оцениваемого объекта. Затратный подход сложно применить при оценке уникальных объектов, обладающих исторической ценностью, и устаревших объектов с высоким процентом физического износа.

Затратный подход базируется на следующих принципах:

- 1) замещения;
- 2) наиболее эффективного использования имущества;
- 3) сбалансированности;
- 4) экономической величины;
- 5) экономического разделения.

Подходы к оценке имущества взаимосвязаны. Применение каждого из них требует различного объема необходимой и достаточной информации. Например, доходный подход предполагает использование коэффициентов капитализации, дисконтирования, рассчитываемых по данным рынка. На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости объектов имущества предприятия. Однако предложение и спрос не часто находятся в равновесии. Подхо-

ды к оценке имущества могут давать различные показатели его стоимости. В зависимости от цели оценки применения оценочных подходов могут использоваться: рыночная, инвестиционная, залоговая, ликвидационная, налоговая, страховая, фундаментальная стоимости (стандарты).

2.3. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

Каждый из трех рассмотренных подходов предполагает использование при оценке имущества присущие ему методы (табл. 1).

Таблица 1

Методы оценки стоимости имущества предприятия

Подходы	Методы оценки
Доходный	1. Капитализации (капитальных активов) 2. Дисконтирования денежных потоков
Рыночный (сравнитель- ный)	1. Рынка капитала (валового рентного мультипликатора) 2. Сделок 3. Отраслевых коэффициентов
Затратный (имуществен- ный)	1. Накопления активов 2. Чистых активов 3. Стоимости замещения 4. Восстановительной стоимости 5. Расчета ликвидационной стоимости предприятия 6. Расчета стоимости компании с ликвидируемым бизнесом 7. Отраслевых коэффициентов 8. Чистых активов

Доходный подход базируется на принципе ожидания. Стоимость объекта может быть установлена как его способность приносить доход в будущем. Этот подход основан на применении двух методов оценки: капитализации прибыли и дисконтирования денежных потоков.

Первый из них предполагает, что стоимость доли собственности на действующем предприятии равна текущей стоимости будущих доходов. При использовании *метода капитализации (капитальных активов)* предполагают, что доходы от владения недвижимостью предприятия представляют собой текущие и будущие поступления от сдачи ее в аренду, доходы от возможного прироста стоимости недвижимости при ее реализации в будущем.

Метод капитализации (капитальных активов) в оценке имущества предприятия применяется в основном для оценки малых предприятий, а также для упрощенного расчета стоимости предприятия, когда нужно сделать экспресс-оценку.

Метод капитализации прибыли в наибольшей степени отвечает ситуации, когда ожидают, что предприятие в течение длительного периода времени будет получать примерно одинаковую прибыль или темпы ее роста стабильны.

Применение метода капитализации прибыли включает следующие этапы:

- 1) анализ финансовой отчетности;
- 2) выбор капитализируемого объекта прибыли;
- 3) расчет обоснованной ставки капитализации;
- 4) вычисление предварительной стоимости предприятия;
- 5) внесение поправок на наличие неработающих активов;
- 6) проведение поправок на контрольный или неконтрольный характер оцениваемой доли, а также на недостаток ликвидности.

Основными документами для анализа бухгалтерской отчетности предприятия в целях оценки являются: баланс активов и пассивов и отчет о прибылях и убытках за последние три года. В отчете указывают, подвергались ли эти бухгалтерские документы аудиторской проверке.

Придерживаются принципа оценки по минимальной стоимости (исходя из первоначальной стоимости приобретения) или рыночной.

Важное значение для оценки объекта недвижимости имеет выбор величины прибыли, подлежащей капитализации. Это

означает выбор периода текущей коммерческой деятельности, результаты которой будут капитализированы для расчета дохода от объекта с целью определения его стоимости.

Выбор делают между несколькими вариантами:

- 1) прибыль последнего отчетного года;
- 2) прибыль первого прогнозного года;
- 3) средняя величина прибыли за ряд последних лет (3–5).

Для расчета ставки капитализации используют следующие модели:

- 1) оценки стоимости финансовых активов (capital asset pricing model, CAPM);
- 2) средневзвешенной стоимости капитала (weighed average cost of capital, WACC);
- 3) кумулятивного построения.

В модели CAPM доходность от инвестиций (D_k) выражается через ожидаемую доходность (D_o) портфельных инвестиций и коэффициента β :

$$D_k = D_o + \beta (D_{\text{общ}} - D_o),$$

где D_o — ожидаемая доходность;

D_k — доходность от инвестиций;

$D_{\text{общ}}$ — общая доходность рынка в целом, т. е. среднерыночного портфеля ценных бумаг;

β — коэффициент, выражающий величину “систематического риска”;

D_o — доходность безрисковых ценных бумаг (в России — доходность облигаций федеральных займов).

Систематический риск определяется макроэкономическими факторами, в частности изменением курса ценных бумаг предприятия в сравнении с динамикой всего фондового рынка. Чем больше значение β , тем менее устойчива ценная бумага на рынке. Коэффициент β для рынка в целом равен 1. Данные о коэффициентах β открытых компаний публикуются в справочных и периодических специальных изданиях.

Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC) основана на определении средневзвешенной величины из ин-

дивидуальных стоимостей (цен), в которые обходится предприятию привлечение различных видов источников средств (акционерного капитала, облигационных займов, банковского кредита и др.). Модель имеет следующий вид:

$$\Pi_{\text{ср}} = \frac{\Pi_{\text{зк}}}{1 - H_{\text{н.пр}}} \cdot d_{\text{зк}} + \Pi_{\text{пр.А}} \cdot d_{\text{пр.А}} + \Pi_{\text{об.А}} \cdot d_{\text{об.А}},$$

где $\Pi_{\text{ср}}$ — средневзвешенная цена капитала;

$\Pi_{\text{зк}}$ — цена привлечения заемного капитала;

$H_{\text{н.пр}}$ — ставка налога на прибыль предприятия;

$d_{\text{зк}}$ — доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;

$\Pi_{\text{пр.А}}$ — цена привилегированных акций;

$d_{\text{пр.А}}$ — доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;

$\Pi_{\text{об.А}}$ — цена обыкновенных акций;

$d_{\text{об.А}}$ — доля обыкновенных акций.

Данная модель применяется при покупке предприятия с целью его рефинансирования (финансового инжиниринга).

Метод кумулятивного построения имеет определенное сходство с моделью CAPM (моделью оценки стоимости финансовых активов). В обоих случаях за базу расчета принимают доходность (ставку дохода) по безрисковым финансовым активам, к которой добавляют дополнительную норму доходности, связанную с риском инвестирования в данный финансовый актив. После этого вносят поправки (в сторону увеличения или снижения) на действие количественных и качественных факторов, связанных со спецификой коммерческой деятельности данного предприятия.

Расчет стоимости собственного капитала согласно кумулятивному методу осуществляют в два этапа:

1) определение безрисковой ставки дохода;

2) оценка величины премии за риск вложений в данное предприятие.

Модель имеет следующий вид:

$$D_{\text{и}} = D_{\text{б}} + \Pi_{\text{р.р}} + \Pi_{\text{р.р.мп}} + \Pi_{\text{пр}},$$

где $D_{и}$ — доходность от инвестиций;

$D_{б}$ — доходность безрисковых ценных бумаг;

$\Pi_{р.л.р}$ — общая "рыночная" премия за риск для акций;

$\Pi_{р.л.р.м.п}$ — общая "рыночная" премия за риск для малых предприятий;

$\Pi_{пр}$ — премия за "несистематический" риск (для конкретного предприятия).

Предварительная цена предприятия ($\Pi_{пр}$) определяется по формуле

$$\Pi_{пр} = \frac{D_{и}}{K},$$

где K — ставка капитализации;

$D_{и}$ — доходность инвестиций.

Ставкой капитализации (K) является норма ожидаемого дохода. Ставка капитализации выводится из ставки дисконта путем вычета ожидаемых среднегодовых темпов роста прибыли или денежного потока.

При известной ставке дисконта ставка капитализации определяется по формуле

$$K = r - \alpha,$$

где K — ставка капитализации;

r — ставка дисконта;

α — долгосрочные темпы роста прибыли или денежного потока.

Общие формулы определения стоимости имущества предприятия и ставки капитализации справедливы при следующих допущениях:

- ожидаемые доходы предприятия постоянны;
- практически их берут на уровне средних в год (квартал, месяц) величин;
- срок получения таких доходов — неограниченно длинный (т. е. стремится к бесконечности).

В практике оценки может использоваться частный случай метода капитализации — модель Гордона, применяемая при соблюдении допущения в отношении равномерности и длительности получения предприятием доходов.

$$\Pi_{\text{пр}} = \frac{D_{t+1}}{r - \alpha},$$

где D_{t+1} — доходность предприятия за первый год постпрогнозного периода.

Пример. Прогнозный период составляет 5 лет; денежный поток шестого года равен 60 млн руб.; ставка дисконта равна 22%, а долгосрочные темпы роста составляют 2% в год. Тогда величина стоимости в постпрогнозный период составляет

$$\Pi_{\text{пр}} = 60 : (0,22 - 0,02) = 30 \text{ млн руб.}$$

Полученную таким образом стоимость предприятия в постпрогножном периоде приводят к настоящей стоимости по той же процентной ставке, что применялась для дисконтирования денежных потоков прогнозного периода.

Следовательно, предварительная величина стоимости предприятия состоит из двух элементов:

- 1) текущей стоимости денежных потоков в течение прогнозного периода;
- 2) текущего значения стоимости в постпрогнозный период.

После вычисления предварительной стоимости предприятия (объекта) для получения окончательной величины рыночной стоимости необходимо ввести следующие итоговые корректировки:

- 1) на величину стоимости неработающих активов;
- 2) на сумму собственного оборотного капитала.

Первая поправка основывается на том, что при расчете стоимости (ценности) предприятия учитывают активы, которые непосредственно участвуют в процессе производства и в получении прибыли. Однако в распоряжении предприятия могут находиться нефункционирующие активы, имеющие стоимость. Поэтому целесообразно оценить такие активы по рыночной стоимости и прибавить к стоимости, полученной при дисконтировании денежного потока. Вторая поправка связана с необходимостью учесть фактическую величину собственного оборотного капитала.

Расчет стоимости предприятия методом дисконтирования денежных потоков (*discounted cash flow, DCF*) базируется на том, что потенциальный инвестор не заплатит за предприятие сумму выше, чем текущая стоимость будущих доходов. Собственник не продает свое предприятие по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых денежных потоков. В результате переговоров стороны неизбежно придут к соглашению о рыночной цене предмета купли-продажи, равной текущей стоимости будущих доходов.

Данный метод оценки считают наиболее предпочтительным с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий денежные средства в действующее предприятие, в итоге получает не набор активов, а поток будущих доходов, который дает возможность окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние.

Использование метода DCF обоснованно для оценки стоимости предприятий, имеющих длительную и безубыточную историю хозяйственной деятельности.

При анализе с помощью метода DCF свободные денежные потоки подробно рассчитываются для первых нескольких лет:

$$\Pi_{\text{пр}} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{ДП}_i}{r_i} + \frac{\Pi_{\text{кп}}}{r_n},$$

где $\Pi_{\text{пр}}$ — обоснованная рыночная стоимость (цена) действующего предприятия (бизнеса);

ДП_i — денежный поток в период i (изменяется от 1 до n);

r_i, r_n — ставки дисконтирования в периоды i и n ;

$\Pi_{\text{кп}}$ — стоимость предприятия на конец периода n ;

n — число периодов, для которых рассчитываются денежные потоки.

Этапы оценки стоимости действующего предприятия методом DCF состоят в следующем:

- 1) выбор модели денежного потока (прямой или косвенный);
- 2) определение длительности прогнозного периода;

- 3) прогноз выручки от реализации продукции;
- 4) анализ и прогноз инвестиций;
- 5) анализ и прогноз затрат;
- 6) расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода;
- 7) вычисление ставки дисконта;
- 8) определение величины стоимости в постпрогнозный период;
- 9) расчет текущей стоимости будущих денежных потоков;
- 10) внесение итоговых поправок.

Денежный поток для собственного капитала рассчитывают по формуле

$$D_k = \text{ЧП} + \text{АО} \pm \Delta\text{ОК} \pm \Delta\text{ВА} \pm \Delta\text{ДО},$$

где ЧП — чистая прибыль (после уплаты налогов);

АО — амортизационные отчисления;

$\Delta\text{ОК}$ — изменение собственного оборотного капитала;

$\Delta\text{ВА}$ — изменение внеоборотных активов;

$\Delta\text{ДО}$ — изменение долгосрочных обязательств.

Денежный поток для всего инвестированного капитала не разделяют условно по источникам образования (на собственный и заемный), а принимают как совокупный поток денежных средств предприятия. Исходя из данного условия, к денежному потоку прибавляют выплаты процентов по задолженности, которые ранее были исключены из чистой прибыли. Поскольку проценты за кредит вычитались из прибыли до уплаты налогов, возвращая их назад, целесообразно понизить их сумму на величину налога на прибыль. Результатом расчета по данной модели является рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия.

В этих моделях денежный поток может быть определен как в текущих, так и в реальных ценах (с учетом фактора инфляции). Применительно к условиям России такие прогнозы можно составлять на период до трех лет. В качестве прогнозного берут период, который продолжается до тех пор, пока темпы роста объема продаж предприятия не стабилизируются.

Анализ выручки от продаж товаров и ее прогноз требуют учета ряда факторов:

- 1) номенклатуры выпускаемой продукции;
- 2) объема производства и цен на продукцию;
- 3) спроса на продукцию;
- 4) темпов инфляции;
- 5) общей ситуации в экономике и в конкретной отрасли;
- 6) доли оцениваемого предприятия на рынке;
- 7) долгосрочных темпов роста в постпрогнозный период

и т. д.

Следует придерживаться общего правила, состоящего в том, что прогноз выручки от продажи товаров должен быть логически совместим с историческими показателями деятельности предприятия и отрасли в целом. Оценки, основанные на прогнозах, заметно отличающихся от исторических тенденций, нельзя признать достоверными. Прогноз затрат оцениваемого предприятия необходим для определения прибыли от продажи товаров ($\Pi_{\text{пр}}$):

$$\Pi_{\text{пр}} = \text{Объем продаж} - \text{Себестоимость проданных товаров.}$$

Прогноз себестоимости продаж предполагает классификацию издержек предприятия на условно-переменные и условно-постоянные. Последние не зависят от объема производства (например, административные и управленческие расходы, амортизационные отчисления, арендная плата, страховые платежи и пр.). Классификация издержек на постоянные и переменные необходима для анализа структуры выпускаемой продукции и определения маржинального дохода на единицу изделия.

При анализе и прогнозе инвестиций определяют потребности в капиталовложениях, в собственном оборотном капитале и источниках их финансирования. При определении величины денежного потока для каждого прогнозного периода используют прямой и косвенный методы. Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхо-

да, т. е. по бухгалтерским счетам. С помощью косвенного метода исследуют движение денежных средств по видам деятельности (текущей, инвестиционной и финансовой). Он наглядно отражает использование чистой прибыли и вложение имеющихся денежных средств в активы баланса предприятия.

В расчетах, связанных с определением стоимости (ценности) предприятия, наиболее сложно выбрать ставку дисконта (r), используемую для приведения ожидаемых будущих доходов к настоящей (текущей) стоимости. Последняя является базой для вычисления рыночной стоимости оцениваемого объекта. В экономическом аспекте в роли дисконтной (процентной) ставки выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал. Дисконтная (процентная) ставка — это требуемая норма дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Для юридически обособленного хозяйствующего субъекта ставка дисконта должна устанавливаться с учетом трех факторов:

- 1) наличия у предприятия различных источников привлечения капитала;
- 2) необходимости учета для инвесторов стоимости денег во времени;
- 3) влияния фактора риска.

Расчет дисконтной ставки зависит от типа денежного потока, используемого для оценки в качестве исходной базы. Для денежного потока, образуемого за счет собственного капитала, применяют дисконтную ставку, равную требуемой инвестором ставке отдачи на вложенный капитал. Для денежного потока, формируемого за счет различных источников, выбирают ставку дисконта, которая равна сумме взвешенных ставок отдачи на собственный и заемный капитал. Ставка отдачи на заемные средства выражается процентной ставкой банка по кредитам.

Большинство специалистов (75%) обосновывают используемые ими ставки дисконтирования исходя из опыта в диапазоне от 14 до 20% годовых в валюте.

Рыночный (сравнительный) подход предполагает, что для оценки предприятия (ЗАО) на фондовом рынке отыскивается открытая компания-аналог, сопоставимый с предметом оценки по отраслевой принадлежности и по ряду дополнительных признаков. Затем рассчитанный по показателям открытой компании-аналога коэффициент (мультипликатор) переносится на рассматриваемое предприятие (ЗАО). На него умножается показатель предприятия, соотнесенный в переносимом коэффициенте с ценой открытой компании-аналога. Тем самым устанавливают, сколько примерно (с учетом необходимых корректировок) стоила бы оцениваемая закрытая компания, если бы она стала открытой, т. е. разместила бы свои акции на рынке.

Теоретической базой рыночного подхода являются следующие принципиальные положения.

1. Использование в качестве ориентира сложившиеся на рынке цены на аналогичные объекты (ценные бумаги). На развитом финансовом рынке действительная цена купли-продажи объекта или ценной бумаги наиболее полно учитывает многие факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия. Например, соотношение спроса и предложения на товары, перспективы развития отрасли, уровень риска и т. д.

2. Рыночный подход базируется на принципе альтернативных вложений капитала. Инвестор, вкладывая денежные средства в акции, приобретает право на получение будущего дохода. Производственные, технологические и иные особенности отрасли или предприятия интересуют инвестора только с позиции перспектив получения максимального дохода.

3. Цена предприятия выражает его производственные и коммерческие возможности, положение на рынке товаров и услуг и перспективы развития. Поэтому на идентичных предприятиях могут совпадать соотношения между ценой и ключевыми финансовыми параметрами, такими как выручка от продажи товаров, прибыль, дивидендные выплаты, величина собственного капитала. Отличительной чертой данных параметров яв-

ляется их лидирующая роль в образовании дохода, получаемого инвестором.

Таким образом, подход, основанный на сравнении оцениваемой компании с аналогом, строится на утверждении, что оцениваемое предприятие стоит столько же, сколько стоит и предприятие с аналогичными характеристиками, функционирующее в аналогичных условиях, оцененное примерно в одно время. В процессе сравнительного подхода рассчитывается рыночная стоимость действующего предприятия (бизнеса).

Для реализации методов данного подхода требуется владение, во-первых, информацией о состоянии предприятия и состоянии аналогичных предприятий отрасли, во-вторых, информацией о среде, в которой функционирует оцениваемое предприятие.

При использовании сравнительного подхода оценке имущества предприятия применяются традиционные приемы и методы финансового анализа.

Особенности финансового анализа при сравнительном подходе проявляются в следующем:

- с помощью финансового анализа можно определить рейтинг оцениваемой компании в списке аналогов;
- он позволяет обосновать степень доверия конкретному виду мультипликатора в общем их числе, что в конечном счете определяет вес каждого варианта стоимости при приведении ее итоговой величины;
- он является основой для внесения необходимых корректировок, обеспечивающих увеличение точности сопоставимости и обоснованности окончательной стоимости имущества предприятия.

Возможность практического применения рыночного (сравнительного подхода) обусловлена:

- наличием активного финансового рынка;
- открытостью этого рынка и доступностью финансовой информации;
- наличием специализированных фирм (служб), накапливающих ценовую и финансовую информацию.

В результате вышеизложенного в отечественной практике рыночный подход пока не нашел широкого применения. Больше всего в самой простой своей форме, так называемой экстраполяционной, методы рыночного подхода стали применимы при оценке недвижимости и земли.

Главным преимуществом рыночного подхода является ориентация на фактические цены купли-продажи аналогичных объектов. В любом случае цена фиксируется рынком, в результате используются корректировки, обеспечивающие сопоставимость аналога с анализируемым объектом. При других подходах устанавливается стоимость предприятия на основе специальных расчетов. Достоинством рыночного подхода является также реальное отражение спроса и предложения на конкретный объект инвестирования, так как цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке. Вместе с тем данный подход имеет ряд недостатков, отличающих его применение на практике.

Во-первых, базой для расчета являются отчетные показатели, которые не всегда учитывают настоящие аспекты деятельности и перспективы развития предприятия в будущем.

Во-вторых, рыночный подход возможен лишь при наличии реальной экономической информации не только по оцениваемому предприятию, но и по другим аналогичным компаниям. Сбор дополнительной информации по предприятиям-аналогам, как правило, затрудняется.

В-третьих, необходимо делать корректировки путем внесения поправок в промежуточные расчеты и итоговую величину стоимости объекта.

Исходя из целей, объекта и конкретных условий оценки рыночный подход предполагает использование трех методов:

- 1) фирмы-аналога;
- 2) сделок;
- 3) отраслевых коэффициентов.

Метод фирмы-аналога (рынка капитала) базируется на применении цен, сложившихся на фондовом рынке. Следовательно, базой для сравнения является индивидуальная цена

акции открытого акционерного общества. Инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), вправе вложить свои денежные средства в аналогичные компании либо в оцениваемое предприятие. Поэтому данные об акционерном обществе, акции которого находятся в свободной продаже на первичном или вторичном фондовом рынке, могут служить ориентиром для определения стоимости оцениваемой компании.

Метод сделок (продаж) ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо контрольного пакета акций. Это определяет сферу применения данного метода: оценка стоимости предприятия или контрольного пакета акций.

Метод сделок (сравнения продаж) включает два основных этапа:

- 1) выбор объектов недвижимости — аналогов (не менее 3–5 сопоставимых продаж);
- 2) оценку поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости.

Оценка поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости осуществляются по двум компонентам:

- единицам сравнения;
- элементам сравнения.

Если метод компании-аналога подразумевает использование мультипликаторов, которые рассчитаны по ценам акций в составе фактически продававшихся контрольных пакетов сходных фирм, то подобная разновидность указанного метода называется методом сделок.

Таким образом, метод сделок — это частный случай методики рынка капиталов, который основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сопоставимых предприятий или на анализе цен приобретения компании в целом.

Пример. Требуется оценить предприятие, получившее в последнем финансовом году чистую прибыль в размере 60 млн руб. Недавно было продано аналогичное предприятие за 427 млн руб., чистая прибыль которого за данный период составляла 70 млн руб.

1. Вычисляется мультипликатор аналогичного предприятия:

$$427 : 70 = 6,1 \text{ (млн руб.)}$$

2. Определяется стоимость оцениваемого предприятия:

$$60 \cdot 6,1 = 366 \text{ (млн руб.)}$$

Несмотря на внешнюю простоту, данный метод предполагает осуществление многих корректировок для достижения максимальной сопоставимости оцениваемого предприятия (объекта) с аналогами.

Метод отраслевых коэффициентов базируется на использовании установленных соотношений между ценой объекта и специально выбранными финансовыми показателями. Отраслевые коэффициенты обычно определяют на основе длительных статистических наблюдений за ценами продаж предприятий. В результате разрабатываются простые формулы вычисления стоимости оцениваемых типовых предприятий (объектов). Например, цена кафе колеблется в пределах выручки за 5–6 месяцев. Цена оптового торгового предприятия формируется в диапазоне 1,5–2 лет величины чистого годового дохода плюс стоимость оборудования и имеющихся товарных запасов.

Метод отраслевых коэффициентов редко применяют в российской практике в связи с отсутствием необходимой информации, которая требует длительного периода наблюдения. Наиболее приемлемыми на отечественном рынке являются методы компании-аналога и сделок (продаж).

По экономическому содержанию эти два метода достаточно близки. Различие между ними состоит только в характере исходной ценовой информации: либо цена одной акции, не дающая инвестору права контроля, либо цена контрольного пакета акций, включающая премию за обладание данным контрольным пакетом.

Экономическая природа рыночного подхода при расчете стоимости предприятия состоит в следующем. Выбирают

предприятие, идентичное ожидаемому, которое было недавно продано. После этого вычисляют соотношение между ценой продажи и финансовым показателем по предприятию-аналогу. Подобное соотношение называют мультипликатором. Умножив его величину на тот же базовый финансовый показатель оцениваемого предприятия, получим его стоимость. Иными словами, мультипликатор — коэффициент, выражающий соотношение между ценой фирмы и ее финансовыми параметрами.

В оценочной практике используется следующая система мультипликаторов.

1. Интегральные мультипликаторы: цена/прибыль (цена/балансовая прибыль, цена/чистая прибыль); цена/дивидендные выплаты; цена/денежный поток (цена/текущий денежный поток, цена/чистый денежный поток); цена/выручка от реализации (цена/валовая выручка, цена/действительная выручка, цена/физический объем продаж).

2. Моментные мультипликаторы: цена/балансовая стоимость активов; цена/чистая стоимость активов.

Основным ценовым соотношением, которое применяется во всем рыночном подходе, является соотношение цена/прибыль. Для мультипликатора цена/прибыль в качестве финансовой базы используется любой показатель прибыли, который может быть рассчитан в процессе ее распределения (чистая прибыль, прибыль до налогообложения, прибыль до уплаты процентов и налогов и др.). Основное требование — идентичность финансовой базы (знаменателя) для аналога и оцениваемого предприятия. В то же время надо помнить, что мультипликатор цена/прибыль существенно зависит от методов бухгалтерского учета. Если в качестве аналога выступает зарубежное предприятие, то следует приводить порядок формирования и распределения прибыли к единым стандартам.

Хрестоматийным примером может служить компания Даймлер-Бенц, которая в 1993 г. стала первой немецкой фирмой, получившей листинг своих акций на Нью-Йоркской фондовой бирже. По правилам немецкого учета в ее отчетности была зафиксирована прибыль в 327 млн долл., а по американ-

ским учетным стандартам у нее должен был быть убыток в 1,1 млрд долл.

Мультипликатор "цена/дивидендные выплаты" в определенной степени является производным от соотношения "цена/прибыль".

Считается, что показатели, учитывающие денежный поток ("цена/денежный поток"), приводят к значениям более высокого порядка, чем показатели, использующие учетную прибыль, а мультипликатор "цена/прибыль" более прост и доступен.

Особенность применения мультипликатора цена/выручка заключается в том, что необходимо учитывать структуру капитала оцениваемого предприятия и аналога. Если она существенно отличается, то мультипликатор лучше определяется при расчете не на собственный, а на весь инвестированный капитал. Разновидностью мультипликатора "цена/выручка" может выступать мультипликатор "цена/физический объем продаж".

Определение итоговой величины стоимости производится методом взвешивания мультипликаторов. В зависимости от конкретных условий, целей и объекта оценки, степени доверия к той или иной информации каждому мультипликатору придается свой вес. На основе взвешивания получается итоговая величина стоимости, которая может быть взята за основу для проведения последующих ее корректировок. Если не удастся подобрать наилучший аналог оцениваемой закрытой компании, то в целях повышения точности итоговой оценки рекомендуется брать показатель "цена/прибыль" нескольких компаний-аналогов.

Это потребует расчета средних мультипликаторов по компаниям-аналогам. По открытым компаниям публикуются сокращенные справочные данные, состоящие не из их финансовых отчетов, а из рассчитанных по ним ключевых финансовых коэффициентов.

Рыночный подход к оценке предприятия во многом сходен с методом капитализации доходов. В обоих случаях устанавливается стоимость объекта, базируясь на величине дохода от него. Основное отличие состоит в методике трансформации дохода в стоимость объекта. Метод капитализации предполагает

деление дохода на ставку капитализации. Рыночный подход основывается на ценовой информации, полученной на рынке недвижимости в сопоставлении с полученным доходом. Данный доход умножают на соответствующий мультипликатор.

Процесс оценки стоимости предприятия методами фирмы-аналога и сделок включает следующие этапы:

- 1) сбор необходимой информации;
- 2) составление списка (перечня) аналогов;
- 3) финансовый анализ;
- 4) расчет оценочных мультипликаторов;
- 5) выбор величины мультипликатора;
- 6) вычисление конечной величины стоимости;
- 7) внесение итоговых корректировок.

Рыночная информация представлена сведениями о фактических ценах купли-продажи акций объекта, идентичных с акциями объекта-аналога. Качество и доступность информации зависят от степени развития фондового рынка.

Финансовая информация содержится в бухгалтерской отчетности, позволяющей установить аналогию объектов и осуществить необходимые корректировки, обеспечивающие сопоставимость исходных параметров. Финансовая информация должна содержать показатели за последний отчетный год и предшествующие 3–5 лет.

Особенности финансового анализа при рыночном подходе следующие:

- 1) определяется рейтинг оцениваемого предприятия в списке аналогов;
- 2) обосновывается степень доверия оценщика к конкретному виду мультипликатора в общем их числе, что определяет значение каждого варианта стоимости при расчете ее итоговой величины;
- 3) вносятся необходимые корректировки, обеспечивающие достоверность окончательной величины стоимости предприятия (объекта).

Оценку фактора финансового риска осуществляют следующими способами:

- а) путем анализа структуры капитала, т. е. соотношения между собственными и заемными средствами;
- б) посредством оценки ликвидности, т. е. возможности оплатить краткосрочные обязательства текущими активами;
- в) путем изучения кредитоспособности предприятия, т. е. возможности привлекать кредитные ресурсы на выгодных условиях.

Определение рыночной стоимости предприятия с помощью *сравнительного подхода* базируется на использовании ценовых мультипликаторов. Последние выражают соотношение между рыночной ценой предприятия или его акций и финансовой базой. В качестве финансовой базы используют выручку от продажи товаров, прибыль, денежный поток, дивидендные выплаты и др.

Для определения мультипликатора необходимо:

- а) установить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога;
- б) вычислить финансовую базу за последний отчетный год либо за ряд лет (выручку от реализации, прибыль, стоимость чистых активов и т. д.).

Цену акции принимают в расчет на последнюю отчетную дату, предшествующую дате оценки, либо по среднему значению между максимальной и минимальной величиной цены за последний месяц. Такие мультипликаторы, как “цена/прибыль” и “цена/денежный поток”, являются наиболее распространенным способом определения цены, так как информация о прибыли оцениваемого объекта и предприятий-аналогов наиболее доступна. В качестве базы для расчета берут любой показатель прибыли — прибыль до налогообложения или чистую прибыль. Основное требование: полная идентичность финансовой базы оцениваемой компании и предприятия-аналога. Базой для расчета мультипликатора “цена/денежный поток” служит сумма чистой прибыли, увеличенная на величину амортизационных отчислений (т. е. чистые денежные поступления за период оценки). Основным период увеличивают или понижают исходя из

имеющейся информации и наличия неординарных ситуаций, искажающих основную тенденцию в динамике прибыли или денежного потока.

Процесс формирования итоговой стоимости включает три основных этапа:

- 1) выбор величины мультипликатора;
- 2) взвешивание промежуточных результатов;
- 3) внесение итоговых корректировок.

Значение мультипликатора определяется по группе аналогов. После этого осуществляют финансовый анализ с целью выбора конкретного мультипликатора и связанных с ним финансовых коэффициентов. По величине финансового коэффициента устанавливают ранг оцениваемого объекта в общем списке аналогов.

На базе взвешивания получают итоговую величину стоимости, которую можно взять за основу для проведения последующих корректировок (табл. 2).

Таблица 2

Определение итоговой величины стоимости

Мультипликатор	Цена одной акции (ед.)	Удельный вес мультипликатора, доли единицы	Итого
Цена/чистая прибыль	46	0,5	23,0
Цена/денежный поток	67	0,4	26,8
Цена /балансовая стоимость	58	0,2	11,6
Итоговая величина стоимости	—	0,1	101,4

Итоговая величина стоимости одной акции, полученная в результате использования мультипликаторов, подлежит корректировке исходя из реальных условий деятельности предприятия.

Типичными являются следующие корректировки:

1) портфельная скидка, предоставляемая при наличии непривлекательного для инвестора характера диверсификации фондового портфеля;

2) дефицит собственного оборотного капитала или экстренная потребность в капитальных вложениях вычитается из итоговой стоимости компании;

3) скидка за низкую ликвидность активов компании;

4) премия, предоставляемая инвестору за дополнительные права контроля над компанией.

Рыночный подход, несмотря на определенную трудоемкость расчетов и анализа, является представительным способом установления реальной рыночной стоимости предприятия (объекта).

При *затратном (имущественном) подходе* стоимость предприятия рассматривается с точки зрения понесенных ранее издержек. Указанный подход строится на утверждении, что предприятие стоит столько, сколько стоят в существующих сегодня ценах принадлежащие ему активы за вычетом обязательств. Следовательно, для реализации методов данной группы требуется оценка затрат воспроизводства всех активов предприятия, измеренных в рыночных ценах.

В ходе данного подхода определяются рыночная стоимость предприятия (т. е. имущественного комплекса фирмы, капитала бизнеса) или ликвидационная стоимость предприятия как имущественного комплекса. Для этих целей используются следующие методы:

1) накопления активов предприятия;

2) чистых активов;

3) стоимости замещения;

4) восстановительной стоимости;

5) расчета ликвидационной стоимости предприятия;

6) расчета стоимости компании с ликвидируемым бизнесом;

7) отраслевых коэффициентов;

8) чистых активов.

Метод накопления активов предполагает оценку рыночной стоимости предприятия по рыночной стоимости его имущества, очищенной от стоимости задолженности предприятия (т. е. по стоимости капитала бизнеса в экономической интерпретации). При этом в расчете участвуют не только активы, от-

раженные на балансе предприятия, но и прочие виды имеющих стоимостную оценку активов, находящиеся в ее собственности либо распоряжении. Этим метод *накопления активов* отличается от метода *чистых активов*, учитывающего только балансовые активы.

Данный метод применяется для расчета рыночной стоимости действующих предприятий (стоимости бизнеса), когда:

- отсутствуют ретроспективные данные о производственно-хозяйственной деятельности (например, недавно созданное предприятие);
- благополучие предприятия в значительной степени зависит от заключаемых им контрактов (или у фирмы отсутствуют постоянные заказчики-клиенты);
- значительную часть активов предприятия составляют финансовые активы (деньги, ценные бумаги и др.);
- имеется возможность и необходимость в оценке холдинговых или инвестиционных компаний (которые сами не создают массу чистого дохода).

Метод чистых активов может быть разновидностью метода *накопления активов* (если за исходную информационную базу оценки принимаются активы, отраженные на балансе предприятия). Рыночная стоимость предприятия (имущественного комплекта бизнеса) методом чистых активов определяется как разность между суммами рыночных стоимостей всех активов предприятия и его обязательств. Предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, их разностью определяется оценочная стоимость собственного капитала предприятия (чистых активов).

Этот метод используется чаще всего в процессе приватизации, а также в сфере налогообложения предприятий.

Метод стоимости замещения ориентирован только на оценку материальных активов и приемлем для капиталоемких предприятий. Стоимость предприятия оценивают исходя из затрат на полное замещение его активов, сохраняя при

этом хозяйственный профиль предприятия. Расчет стоимости замещения заключается в определении текущей удельной или полной стоимости предприятия-аналога, базирующейся на определении текущих затрат на строительство современного предприятия, аналогичного оцениваемому.

Под *стоимостью замещения* подразумевают стоимость строительства в текущих ценах на последнюю дату оценки объекта с полезностью, равной ценности рассматриваемого объекта, однако с применением новых материалов в соответствии с действующими стандартами, дизайном и планировкой.

Метод восстановительной стоимости используется для расчета всех затрат, необходимых для создания точной копии оцениваемого предприятия. Он учитывает также стоимость нематериальных активов.

Под *восстановительной стоимостью* понимают стоимость строительства в текущих ценах на конечную дату оценки точного аналога оцениваемого объекта. Если расчет данной стоимости невозможен или нецелесообразен, то осуществляют расчет стоимости замещения.

Метод ликвидационной стоимости основан на рыночных ценах, но не с точки зрения покупки активов, а с точки зрения их быстрой реализации. Позволяет оценить нижний уровень стоимости предприятия. Для расчета ликвидационной стоимости предприятия необходимо определить и суммировать ликвидационную стоимость его накопленных активов (срочная продажа), вычитая из полученной суммы балансовую стоимость подлежащих срочному погашению обязательств и затраты на его ликвидацию.

Ликвидационная стоимость определяется как разница между доходами от ликвидации предприятия, полученными в результате раздельной распродажи его активов, и расходами на ликвидацию.

Метод расчета стоимости предприятия с ликвидируемыми активами является модификацией метода накопления активов. Устанавливая стоимость предприятия с ликвидируемыми активами, нужно оценивать и суммировать рыночную

стоимость накопленных активов (дебиторская задолженность дисконтируется в пределах срока свертывания бизнеса) за вычетом дисконтированной в пределах данного срока свертывания бизнеса задолженности.

Метод отраслевых коэффициентов базируется на использовании установленных соотношений между ценой объекта и специально выбранными финансовыми показателями. Отраслевые коэффициенты обычно определяют на основе длительных статистических наблюдений за ценами продаж предприятий.

Данный метод является такой модификацией метода рынка капитала (предусматривая и его алгоритм), в которой ценовым мультипликатором выступает соотношение цена/валовой доход (цена/выручка, цена/объем реализации). Применимость метода отраслевых коэффициентов ограничена специфическими отраслями — теми, в которых наблюдается надежная корреляция между рыночной стоимостью компании и объемом реализации (отрасли с явно выраженным стандартизированным продуктом, где динамика прибылей определяется в первую очередь не обновлением продукта, а успехом в поддержании и расширении доли на рынке, количеством продаж стандартизированного продукта).

Метод отраслевых коэффициентов основан на том, что существует целый ряд эмпирически установленных мультипликаторов для компаний разных отраслей, которые позволяют определить их стоимость. Например, для оценки российских нефтяных компаний принято рассматривать в качестве знаменателя их валовой доход, а также величину добычи и запасов. В случае розничного бизнеса рассматривается его чистый доход, а также торговая площадь. Для промышленного предприятия берутся его чистый доход и производственные мощности, значения которых умножаются на соответствующий отрасли мультипликатор.

Этот метод позволяет рассчитывать ориентировочную стоимость бизнеса по формулам, выведенным на основе отраслевой статистики. Отраслевые коэффициенты рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений специальными иссле-

довательскими институтами за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. Также в оценочной практике для некоторых отраслей промышленности (например, для машиностроения) широко известно правило "золотого сечения", или "золотое правило", которое гласит: "Потенциальный покупатель никогда не заплатит за предприятие больше, чем четырехкратная величина его среднегодовой прибыли до налогообложения".

Метод чистых активов включает несколько этапов:

- 1) оценивают недвижимое имущество предприятия по обоснованной рыночной стоимости;
- 2) устанавливают достоверную рыночную стоимость машин и оборудования;
- 3) выделяют и оценивают нематериальные активы;
- 4) вычисляют рыночную стоимость финансовых активов: долгосрочных и краткосрочных;
- 5) материально-производственные запасы оценивают по текущей стоимости;
- 6) оценивают дебиторскую задолженность с позиции реальности ее погашения;
- 7) оценивают расходы будущих периодов;
- 8) обязательства предприятия пересчитывают в текущую стоимость;
- 9) устанавливают стоимость собственного капитала посредством вычитания из обоснованной рыночной стоимости активов текущей стоимости обязательств.

К достоинствам имущественного подхода обычно относят то, что его методы дают возможность учесть как реальную стоимость участвующих в производственном процессе активов предприятия, так и стоимость различных его обязательств и обременений.

Считается, что основное преимущество методов имущественного подхода состоит в том, что они базируются на реально существующих активах и затратах. Однако часто баланс организации не содержит в себе информации о большей части интеллектуального капитала предприятия. В результате чего ис-

пользование имущественного подхода для оценки предприятия (бизнеса), основу которого составляет капитал интеллектуальный, приведет к существенному занижению стоимости фирмы. Часто традиционные методы не подходят к оценке бизнеса, основу которого составляет интеллектуальный капитал.

С помощью *затратного подхода* определяют стоимость предприятия на основе понесенных издержек. Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений рыночной конъюнктуры, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате встает задача осуществления корректировки статей баланса.

Процесс оценки проводят в следующей последовательности. Оценивают стоимость каждого актива баланса. После этого определяют текущую стоимость обязательств. Наконец, из уточненной стоимости активов вычитают текущую стоимость обязательств. Результат отражает оценочную стоимость собственного капитала предприятия:

Собственный капитал = Активы – Обязательства.

Вычисление полной стоимости строительства объекта включает расчет:

- 1) прямых затрат (стоимости материалов, амортизационных отчислений, стоимости временных зданий и сооружений, инженерных сетей, коммуникаций, оплаты труда строительных рабочих, стоимости мероприятий по технике безопасности и т. д.);
- 2) косвенных затрат на оплату услуг проектировщиков, бухгалтеров и юристов за консультирование, накладных расходов застройщиков, оплату лицензий, процентов по банковским кредитам, услуг маркетологов и т. д.;
- 3) предпринимательского дохода.

Предпринимательский доход выражает сумму, которую инвестор прогнозирует получить сверх затрат на реализацию проекта с учетом доходности и риска по сопоставимым объектам. В мировой практике данный доход составляет не более 15–20% всех затрат на строительство предприятия (объекта).

$$\text{ПСС} = \text{ОЗ} + \text{ПД},$$

где ПСС — полная стоимость строительства;
 ОЗ — общие затраты на сооружение объекта;
 ПД — предпринимательский доход.

Важное значение для определения стоимости зданий и сооружений имеет расчет физического, функционального, технологического и экономического износа.

Физический износ выражает потерю стоимости объекта, связанную с использованием, изнашиванием, увеличением расходов по обслуживанию и другими физическими факторами, приводящими к снижению срока жизни и полезности объекта.

Функциональный износ — утрата стоимости недвижимого имущества, связанная с невозможностью выполнять те функции, для которых оно предназначалось. Функциональное устаревание связано с внутренними свойствами объекта, такими как конструктивные недостатки, избыточные издержки по его поддержанию в рабочем состоянии и т. д. Другими словами, объект перестает соответствовать современным стандартам с позиции его функциональной полезности (удобства планировки, инженерного обеспечения и пр.).

Технологический износ является разновидностью функционального устаревания. Он выражается в потере стоимости объекта в связи с изменением технологии, поэтому объект становится менее продуктивным и более дорогим в эксплуатации.

Экономическое устаревание объекта связано с потерей стоимости, вызванной внешними рыночными факторами (падение спроса на данный вид актива, увеличение предложения аналогичных активов на рынке).

Остаточная стоимость объектов недвижимости определяется как разность между стоимостью воспроизводства (стоимостью восстановления или стоимостью замещения) и общим износом. Полную стоимость объекта недвижимости устанавливают путем добавления к остаточной стоимости зданий и сооружений стоимости земельного участка.

Таким образом:

1. Затратный подход чаще всего используют для обоснования нового строительства, оценки эффективности земельного участка, страхования рисков и для других целей.

2. При данном подходе вначале оценивают стоимость воспроизводства (стоимость замещения), после этого из полученной суммы исключают износ. Последний может быть физическим, функциональным или экономическим.

Только после этого стоимость земли добавляют к стоимости зданий и сооружений за вычетом износа.

3. Недостатками затратного подхода при оценке действующих зданий и сооружений являются:

а) маловероятность воспроизводства устаревшего объекта недвижимости;

б) невозможность отделения зданий и сооружений от земли.

2.4. МЕТОДЫ УЧЕТА ФАКТОРА РИСКА В ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

Риск бизнеса отражает нестабильность ожидаемых от него доходов.

Все риски бизнеса могут быть подразделены на две группы: систематические и несистематические риски. Систематические риски — это внешние риски бизнеса (риски системы, где работает бизнес): риски конкуренции, нестабильного платежеспособного спроса и др. Эти риски присущи профильному продукту оцениваемого предприятия, который, в свою очередь, определяет его отраслевую принадлежность.

Несистематические риски — это внутренние риски бизнеса, определяемые характером управления предприятием.

Выделяют следующие альтернативные методы учета рисков бизнеса:

- метод сценариев;
- специальные корректировки ставки дисконтирования;

- для денежного потока собственного капитала: модель оценки капитальных активов (CAPM) и метод кумулятивного построения;
- для денежного потока всего инвестированного капитала: модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC).

Метод сценариев предполагает учет рисков бизнеса посредством корректировки прогнозируемых денежных потоков. Все ожидаемые показатели, составляющие в формуле денежного потока суммарную прогнозируемую величину в каждом будущем периоде (t), согласно этому методу, должны корректироваться на вероятность появления в будущем именно данного значения соответствующего показателя. Эта вероятность оценивается субъективно, экспертно, но на основе документированных маркетинговых или иных исследований. При использовании метода сценариев в качестве ставки дисконта для любого бизнеса берется номинальная безрисковая ставка доходности. Риски же конкретного бизнеса (проекта) сказываются только на изменении величины закладываемых в расчет ожидаемых по проекту денежных потоков и не отражаются на используемой ставке дисконта.

Метод сценариев предписан в качестве обязательного при составлении технико-экономического обоснования проектов, по которым предполагается прямое государственное финансирование. Упрощенная модификация метода сценариев предусматривает выделение трех сценариев: пессимистического (максимальные риски; минимальные суммы), оптимистического (минимальные риски; максимальные суммы) и наиболее вероятного.

Метод специальных корректировок ставки дисконта используется в случае, если риски бизнеса вызываются прежде всего внутренними факторами. Признаком этого является то, что доходы предприятия сильно колеблются, т. е. величина их колебаний превышает 20–30%, а коэффициент (β), характерный для отрасли, в которой специализируется предприятие, больше единицы.

При использовании данного метода необходимо предварительно определить, что несистематические риски действи-

тельно являются в оцениваемом бизнесе главными и что именно они определяют наблюдаемые либо ожидаемые колебания доходов.

В качестве реальной безрисковой ставки ссудного процента в условиях России применяются:

- рыночная ставка доходности по наиболее краткосрочным государственным облигациям;
- ставка рефинансирования ЦБ РФ;
- ставка по валютным депозитам в Сбербанке РФ;
- норма дохода по валютным депозитам коммерческих банков.

Обычно в числе факторов несистематического риска бизнеса определяют следующие показатели:

- повышенная доля постоянных расходов в операционных издержках фирмы (операционный леверидж);
- повышенная доля долгосрочной задолженности в структуре капитала (финансовый леверидж);
- качество менеджмента;
- недостаточная финансовая устойчивость бизнеса;
- недостаточная диверсификация продукции (хозяйственной деятельности) предприятия;
- недостаточная диверсификация рынков сбыта;
- недостаточная диверсификация источников приобретения покупных ресурсов (включая труд).

Все перечисленные риски, будучи несистематическими, характеризуют неопределенность в деятельности предприятия и возможность неблагоприятных для него событий. Премии за отдельные несистематические риски находятся в интервале до 5/6 от номинальной безрисковой ставки, которая присуща стране инвестирования, т. е. до 5% при среднемировой безрисковой ставке дохода в 6%.

Контрольные вопросы

1. Какие принципы используются в процессе оценки имущества предприятия?

2. Какие подходы к оценке используются при выборе цели оценки и стандарта стоимости?
3. Какие методы используются при оценке имущества предприятия?
4. Какие частные случаи метода капитализации используются в практике оценки предприятия?
5. Какие методы характерны для имущественного подхода к оценке стоимости предприятия?
6. Какие основные этапы включает процесс формирования итоговой стоимости предприятия?
7. Какие виды износа имеют важное значение для определения стоимости зданий и сооружений?
8. Какие методы учета фактора риска используются в оценке предприятия (бизнеса)?
9. Какие виды сценариев учитываются при составлении технико-экономического обоснования проектов, по которым предполагается прямое государственное финансирование?
10. Какие показатели выделяют в числе факторов несистематического риска бизнеса?

Глава 3

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВО-ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ В ЦЕЛЯХ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЕГО СТОИМОСТИ

- 3.1. Основные критерии оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия**
- 3.2. Методы измерения экономического эффекта и экономической эффективности**
- 3.3. Финансовая устойчивость предприятия как показатель его эффективности**
- 3.4. Оценка эффективности инвестиционного проекта.**

3.1. ОСНОВНЫЕ КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВО-ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

В современных условиях для многих предприятий характерна оперативная форма управления финансами как реакция на текущие проблемы.

Такая форма управления несовершенна, и для выполнения поставленных руководством предприятия целей и задач разрабатывают конкретный вариант их достижения, который детализирует ключевые показатели эффективности — KPI (от англ. Key Performance Indicators).

В российской практике в качестве основных критериев оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятий используют следующие параметры:

- выручку от реализации продукции, работ, услуг (объем продаж) без косвенных налогов;
- бухгалтерскую и чистую прибыль, остающуюся после налогообложения; чистую прибыль направляют на потребление (на выплату дивидендов акционерам) и накопление (финансирование капиталовложений, пополнение оборотного капитала, образование резервного капитала и др.);
- рентабельность издержек, активов (имущества), инвестиций, объема продаж и т. д.;
- финансовую стабильность (выручку от реализации, деленную на порог безубыточности; соотношение между собственным и заемным капиталом; неотрицательное сальдо денежного потока на конец отчетного периода и др.);
- финансовый результат собственников предприятия (текущий доход за период, изымаемый из бизнеса; прирост стоимости компании).

Набор таких показателей на разных предприятиях может быть неодинаков и определяться исходя из целей хозяйственной деятельности и удобства их использования для целей финансового контроллинга.

Для оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятия может быть использован метод оценки достигнутого уровня показателей предприятия путем сравнения с параметрами других предприятий, особенно конкурентов.

С целью оценки эффективности работы предприятий-конкурентов обычно используют показатели финансовой устойчивости, доходности, платежеспособности и деловой активности (табл. 3).

Метод оценки достигнутого уровня показателей предприятия по сравнению с параметрами других предприятий (аналогов, конкурентов) классифицируют на общий и функциональный подходы.

**Финансовые коэффициенты, используемые
в системе анализа и оценки эффективности
финансово-хозяйственной деятельности предприятия**

Коэффициент	Что характеризует	Расчетная формула	Рекомендуемое значение коэффициента
<i>1. Параметры финансовой устойчивости</i>			
1.1. Коэффициент финансовой независимости ($K_{\text{фин}}$)	Долю собственного капитала в валюте баланса	$K_{\text{фин}} = \text{СК} / \text{ВБ}$, где СК — собственный капитал; ВБ — валюта баланса	Выше 0,5 (50%). Превышение указывает на укрепление финансовой независимости предприятия от внешних источников
1.2. Коэффициент задолженности (K_z)	Соотношение между заемными и собственными средствами	$K_z = \text{ЗК} / \text{СК}$, где ЗК — заемный капитал; СК — собственный капитал	0,67 (40%/60%)
1.3. Коэффициент финансирования ($K_{\text{фин}}$)	Соотношение между собственными и заемными средствами	$K_{\text{фин}} = \text{СК} / \text{ЗК}$	1,5 (60%/40%)
1.4. Коэффициент маневренности (K_m)	Долю собственных оборотных средств в собственном капитале	$K_m = \text{СОС} / \text{СК}$, где СОС — собственные оборотные средства	0,2–0,3. Чем ближе значение показателя к верхней границе, тем больше возможностей для маневра при совершении финансовых операций

Коэффициент	Что характеризует	Расчетная формула	Рекомендуемое значение коэффициента
1.5. Коэффициент финансовой напряженности ($K_{ф.напр}$)	Долю заемных средств в валюте баланса заемщика	$K_{ф.напр} = ЗК/ВБ$	Не более 0,5. Превышение верхней границы свидетельствует о высокой зависимости предприятия от заемных источников финансирования
1.6. Коэффициент имущества производственного назначения ($K_{имп}$)	Долю имущества производственного назначения в активах предприятия	$K_{имп} = (ВОА + З) / А$, где ВОА — внеоборотные активы; З — запасы; А — общий объем активов (имущества)	$K_{имп} \geq 0,5$. При снижении показателя ниже 0,5 необходимо привлечение внешних источников
2. Параметры доходности (рентабельности)			
2.1. Коэффициент рентабельности активов ($K_{ра}$)	Сколько прибыли приходится на каждый рубль активов в расчетном периоде	$K_{ра} = БП/А$, где БП — бухгалтерская прибыль; А — средняя стоимость активов за расчетный период	Показатель индивидуален для каждого предприятия
2.2. Коэффициент рентабельности продаж ($K_{рп}$)	Сколько прибыли приходится на каждый рубль объема продаж	$K_{рп} = БП/ОП$, где ОП — объем продаж товаров (в рыночных ценах без НДС)	Показатель индивидуален для каждого предприятия
2.3. Коэффициент чистой рентабельности собственного капитала ($K_{рек}$)	Сколько чистой прибыли приходится на каждый рубль собственного капитала	$K_{рек} = ЧП/СК$, где ЧП — чистая прибыль; СК — средняя стоимость собственного капитала за расчетный период	Показатель индивидуален для каждого предприятия

Коэффициент	Что характеризует	Расчетная формула	Рекомендуемое значение коэффициента
2.4. Коэффициент рентабельности чистых активов ($K_{\text{рч}}$)	Сколько чистой прибыли приходится на каждый рубль чистых активов	$K_{\text{рч}} = \text{ЧП} / \text{ЧА}$, где ЧА — средняя стоимость чистых активов за расчетный период	Показатель индивидуален для каждого предприятия
3. Параметры платежеспособности (ликвидности)			
3.1. Коэффициент абсолютной (быстрой) ликвидности ($K_{\text{аб}}$)	Какую часть краткосрочной задолженности предприятия может погасить в ближайшее время (на дату составления баланса)	$K_{\text{аб}} = (\text{ДС} + \text{КФВ}) / \text{КО}$, где ДС — денежные средства, КФВ — краткосрочные финансовые вложения, КО — краткосрочные обязательства	Рекомендуемое значение 0,15–0,2. Низкое значение указывает на снижение платежеспособности
3.2. Коэффициент текущей (уточненной) ликвидности ($K_{\text{т}}$)	Прогнозируемые платежные возможности предприятия в условиях своевременного проведения расчетов с дебиторами	$K_{\text{т}} = (\text{ДС} + \text{КФВ} + \text{ДЗ}) / \text{КО}$, где ДЗ — дебиторская задолженность на последнюю отчетную дату	Рекомендуемое значение 0,5–0,8. Высокое значение указывает на необходимость работы с дебиторами, чтобы обеспечить покрытие задолженности
3.3. Коэффициент общей ликвидности (платежеспособности) ($K_{\text{о}}$)	Достаточность оборотных активов для покрытия краткосрочных обязательств. Характеризует также запас финансовой устойчивости предприятия	$K_{\text{о}} = (\text{ДС} + \text{КФВ} + \text{ДЗ} + \text{З}) / \text{КО}$, где З — запасы товарно-материальных ценностей на последнюю отчетную дату	Рекомендуемое значение показателя 1–2. Низкая граница (1,0) указывает на то, что оборотных активов должно быть достаточно для покрытия краткосрочных обязательств

Коэффициент	Что характеризует	Расчетная формула	Рекомендуемое значение коэффициента
4. Параметры деловой активности			
4.1. Коэффициент оборачиваемости активов (K_{oa})	Скорость оборота всего авансированного капитала (активов), т. е. количество совершенных им оборотов за период	$K_{oa} = ВП / A$, где ВП — выручка (нетто) от продаж; A — средняя за расчетный период стоимость активов	Показатель индивидуален для каждого предприятия
4.2. Коэффициент оборачиваемости собственного капитала ($KO_{ск}$)	Скорость оборота собственного капитала за период	$KO_{ск} = ВП / СК$, где СК — средняя за расчетный период стоимость собственного капитала	Показатель индивидуален для каждого предприятия
4.3. Коэффициент оборачиваемости чистых активов ($KO_{чп}$)	Скорость оборота чистых активов за период	$KO_{чп} = ВП / ЧА$, где ЧА — средняя за период стоимость чистых активов	Показатель индивидуален для каждого предприятия

Общий подход означает сравнение показателей своего предприятия с параметрами аналогичных предприятий, работающих в идентичных условиях.

Функциональный подход означает сравнение характеристик работы отдельных функций (или отдельных филиалов) предприятия с аналогичными показателями приоритетных предприятий, осуществляющих коммерческую деятельность в похожих условиях.

3.2. МЕТОДЫ ИЗМЕРЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА И ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ

Результативность деятельности предприятий измеряют с помощью абсолютных и относительных показателей, находящихся между собой в определенной зависимости, что позволяет строить двухфакторные и многофакторные аналитические модели.

Различают показатели экономического эффекта и экономической эффективности.

Первый из них — результат деятельности предприятия в абсолютном выражении (например, объем продаж, выручка от реализации, прибыль и др.).

Основным параметром безубыточности является прибыль. Однако по данному показателю, взятому изолированно, невозможно сделать обоснованные выводы об уровне доходности предприятия. Поэтому в финансовом анализе используют показатели рентабельности, рассчитанные как отношение полученной прибыли (дохода) к средней величине использованных за период ресурсов.

Экономическая эффективность — относительный параметр, соизмеряющий полученный эффект с затратами или ресурсами.

Таким образом, существуют два подхода к оценке экономической эффективности — ресурсный и затратный. Ресурсный подход ориентирован на экономию ресурсов (капитала); затратный — на минимизацию текущих (операционных) издержек.

В общем виде показатель экономической эффективности (Ξ) выражают формулой

$$\Xi = \frac{\Pi}{З},$$

где $З$ — величина использованных ресурсов или затрат;

Π — результат экономической деятельности (прибыль).

Показатель рентабельности вычисляют в виде коэффициента или процента. Выбор коэффициента зависит от того, какие показатели используют в расчетах. В числителе дроби берут обычно один из трех показателей — бухгалтерскую прибыль, прибыль от реализации продукции (работ, услуг), чистую прибыль. Наибольшее распространение получил последний из них. Для характеристики ресурсов предприятия используют все его активы (имущество), а также собственный капитал. Помимо приведенных показателей рассчитывают также коэффициенты рентабельности по всей продукции и отдельным ее видам.

Система показателей рентабельности включает:

- 1) рентабельность реализованной продукции;
- 2) рентабельность активов (имущества);
- 3) рентабельность собственного капитала;
- 4) рентабельность инвестиций;
- 5) рентабельность продаж.

К первой группе относят:

$$R_{\text{рп}} = \frac{\Pi_{\text{р}}}{C_{\text{рп}}} \cdot 100; \quad R_{\text{изд}} = \frac{\Pi_{\text{р}}}{C_{\text{изд}}} \cdot 100,$$

где $R_{\text{рп}}$ — рентабельность реализованной продукции;

$R_{\text{изд}}$ — рентабельность изделия (единицы продукции);

$\Pi_{\text{р}}$ — прибыль от реализации продукции;

$C_{\text{рп}}$ — себестоимость реализованной продукции;

$C_{\text{изд}}$ — себестоимость изделия (единицы продукции).

Во вторую группу включают:

$$R_{\text{акт}} = \frac{\text{БП(ЧП)}}{А} \cdot 100; \quad R_{\text{воз}} = \frac{\text{БП(ЧП)}}{\text{ВА}} \cdot 100;$$

$$P_{oa} = \frac{БП(ЧП)}{ОА} \cdot 100; P_{чок} = \frac{БП(ЧП)}{ЧОК} \cdot 100,$$

где $P_{акт}$ — рентабельность активов, %;

$P_{вoa}$ — рентабельность внеоборотных активов, %;

P_{oa} — рентабельность оборотных активов, %;

$P_{чок}$ — рентабельность чистого оборотного капитала, %;

ЧОК — средняя величина чистого оборотного капитала за расчетный период;

БП(ЧП) — бухгалтерская или чистая прибыль;

А — средняя стоимость активов за расчетный период;

ВА — средняя стоимость внеоборотных активов за расчетный период;

ОА — средняя стоимость оборотных активов за расчетный период.

К третьей группе относят:

$$P_{ск} = \frac{ЧП}{СК} \cdot 100; P_{ак} = \frac{ЧП}{АК} \cdot 100; P_{ча} = \frac{ЧП}{ЧА} \cdot 100,$$

где $P_{ск}$ — рентабельность собственного капитала, %;

СК — средняя стоимость собственного капитала за расчетный период;

$P_{ак}$ — рентабельность акционерного капитала, %. В состав акционерного капитала (АК) ОАО или ЗАО включают уставный и резервный капиталы;

$P_{ча}$ — рентабельность чистых активов, %;

ЧА — средняя стоимость чистых активов за расчетный период.

В четвертую группу показателей входят:

$$P_{и} = \frac{ЧП}{СК} \cdot 100; T_{ок} = \frac{И}{ЧП},$$

где $P_{и}$ — рентабельность инвестиций по бухгалтерскому балансу, %;

И — инвестиции (собственный капитал + долгосрочные обязательства);

$T_{ок}$ — период окупаемости инвестиций за счет чистой прибыли (лет).

В пятую группу включают рентабельность объема продаж (P_n):

$$P_n = \frac{БП(ЧП)}{ОП} \cdot 100,$$

где ОП — объем продаж.

Многообразие показателей рентабельности определяет поиск альтернативных путей ее повышения. В этих целях каждый из исходных параметров закладывают в факторную модель с различной степенью детализации, что создает условия для выявления и оценки производственных резервов.

Примером двухфакторной модели является оценка доходности объема продаж и расчет факторов, влияющих на нее (влияние цены за единицу продукции и ее себестоимости).

Другим важным аспектом анализа является изучение взаимосвязи показателей рентабельности продаж и оборачиваемости активов.

$$P_a = \frac{БП}{A} = \frac{ВР}{A} \cdot \frac{БП}{ВР},$$

где P_a — рентабельность, %;

БП — бухгалтерская прибыль;

A — средняя стоимость активов за расчетный период;

ВР — выручка от реализации продукции.

Рентабельность активов выражает уровень прибыли на единицу активов, которая обусловлена ценовой политикой предприятия, а также величиной затрат на производство продукции.

Через рентабельность активов можно оценить деловую активность предприятия (с помощью показателя оборачиваемости активов).

1. Расчет изменения рентабельности активов за счет ускорения их оборачиваемости производят по формуле

$$\Delta P_a (\Delta O_a) = (O_{аб} - O_{ао}) \cdot P_n,$$

где $\Delta P_a(\Delta O_a)$ — изменение рентабельности активов за счет ускорения их оборачиваемости;

O_{a0} и O_{a1} — оборачиваемость активов в базисном и отчетном периодах;

P_a — рентабельность продаж в отчетном периоде, %.

2. Расчет изменения рентабельности активов за счет колебания доходности продаж производят по формуле:

$$\Delta P_a(\Delta P_n) = (P_{a1} - P_{a0}) \cdot O_{a0},$$

где $\Delta P_a(\Delta P_n)$ — изменение рентабельности активов за счет колебания доходности продаж;

P_{a0} и P_{a1} — рентабельность активов в базисном и отчетном периодах, %.

3. На базе расчетов устанавливают влияние отдельных факторов на изменение рентабельности производства и инвестиций.

Рентабельность определяют также на базе чистого денежного потока (ЧДП):

$$\text{ЧДП} = \text{ПДС} - \text{ОДС},$$

где ПДС — приток денежных средств за расчетный период;

ОДС — отток денежных средств за расчетный период.

Тогда

$$P_{\text{чдп}} = \frac{\text{ЧДП}}{\text{ОП}} \cdot 100\%,$$

где $P_{\text{чдп}}$ — рентабельность чистого денежного потока;

ЧДП — чистый денежный поток за расчетный период;

ОП — объем продаж за расчетный период (квартал, год).

Данный показатель характеризует возможность предприятия своевременно расплатиться с кредиторами, акционерами и иными партнерами.

Наряду с двухфакторными используют и многофакторные модели оценки доходности деятельности предприятия.

Общая трехфакторная модель (формула Дюпона), позволяющая изучить причины, влияющие на изменение чистой прибыли, приходящейся на собственный капитал, имеет вид

$$P_{\text{ск}} = \frac{\text{ЧП}}{\text{СК}} = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВР}} \cdot \frac{\text{ВР}}{\text{А}} \cdot \frac{\text{А}}{\text{СК}},$$

где $P_{\text{ск}}$ — рентабельность собственного капитала, %;

ЧП — чистая прибыль предприятия за расчетный период;

СК — собственный капитал на последнюю отчетную дату;

А — активы предприятия на последнюю отчетную дату;

ВР — выручка (нетто) от реализации продукции (работ, услуг) за расчетный период.

Если в результате анализа бухгалтерской отчетности установлено, что чистая прибыль, приходящаяся на собственный капитал, уменьшилась, то выясняют, за счет какого фактора это произошло:

- снижения чистой прибыли на каждый рубль выручки от реализации;
- менее эффективного управления активами (замедления их оборачиваемости), что приводит к уменьшению выручки от реализации;
- изменения структуры авансированного капитала.

Анализ показателя чистой прибыли, приходящейся на собственный капитал, используют при решении вопроса, насколько предприятие может повысить свои активы в будущем без притока привлеченного капитала (кредитов и займов), т. е.:

- при выборе рациональной структуры капитала;
- при решении вопроса об инвестициях во внеоборотные и оборотные активы.

Перечисленным в формуле Дюпона факторам как по уровню значений, так и по тенденции изменения присуща отраслевая специфика. Так, показатель ресурсоотдачи ($\text{ВР}/\text{А}$) может иметь невысокое значение в высокотехнологичных отраслях, отличающихся повышенной капиталоемкостью (тяжелое машиностроение, электроэнергетика, нефтедобыча, железнодорожный транспорт и пр.), а показатель рентабельности продукции ($\text{ЧП}/\text{ВР}$), наоборот, в них будет относительно высоким.

При анализе рентабельности во временном разрезе учитывают три главные особенности данного показателя, важные

для обоснованных выводов. Первая особенность связана с временным аспектом деятельности предприятия.

Коэффициент рентабельности продукции определяется итогами работы предприятия за отчетный период. Вероятный эффект долгосрочных инвестиций он не отражает. Когда предприятие переходит на новые перспективные технологии или виды продукции, требующие больших инвестиций, рентабельность капитала может временно снижаться. Если инвестиционная стратегия выбрана правильно, то понесенные затраты в будущем окупятся. Поэтому уменьшение рентабельности в отчетном периоде нельзя рассматривать как негативный фактор в деятельности предприятия.

Вторая особенность определяется фактором риска. Многие управленческие решения связаны с выбором (дилеммой): высокая прибыль или минимальный риск. При первом варианте решения ориентированы на максимизацию прибыли, что сопряжено с высоким риском. При втором варианте — прибыль и риск минимальны.

Третья особенность связана с оценкой составляющих элементов рентабельности собственного капитала. Числитель дроби (ЧП/СК), т. е. чистая прибыль, динамична и отражает результаты деятельности и сложившийся уровень цен в основном за истекший период. Знаменатель показателя, т. е. собственный капитал, складывался в течение ряда лет. Он выражен в книжной (учетной) оценке, которая может существенно отличаться от текущей (рыночной) оценки.

Более того, книжная оценка собственного капитала не имеет отношения к будущим доходам предприятия, поскольку не все параметры могут быть отражены в балансе предприятия. Например, престиж компании, торговая марка, современные технологии, квалифицированный управленческий персонал и другие параметры не имеют стоимостной оценки в отчетности. Поэтому рыночная цена акций акционерного общества может значительно превышать учетную цену.

Таким образом, высокое значение коэффициента рентабельности неэквивалентно высокой отдаче на инвестиру-

емый капитал в данную компанию. Необходимо не только ориентироваться на рентабельность собственного капитала, но и принимать во внимание рыночную цену компании. Цену компании при ее продаже отражают в составе нематериальных активов (на счете 04), что и характеризует ее деловую репутацию.

Данный вид нематериального актива возникает только при покупке предприятия. Величина показателя — “цена предприятия” — разница между фактически уплаченной за него стоимостью и балансовой (рыночной) стоимостью его активов. Существуют и другие модели определения показателя “цена предприятия” (экономической стоимости предприятия).

3.3. ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ КАК ПОКАЗАТЕЛЬ ЕГО ЭФФЕКТИВНОСТИ

С точки зрения краткосрочной перспективы устойчивость финансового состояния обеспечивается постоянной платежеспособностью предприятия за счет поддержания достаточного уровня ликвидности активов (готовой продукции, дебиторской задолженности, краткосрочных финансовых вложений и др).

Финансовое равновесие — характеристика состояния финансовой деятельности предприятия, при котором потребность в приросте основного объема активов балансируется с возможностями формирования им финансовых ресурсов за счет собственных источников.

Под ликвидностью какого-либо актива понимают способность превращения его в денежные средства без значительных потерь в цене, а степень ликвидности определяется продолжительностью временного периода, в течение которого это превращение может быть осуществлено. Чем короче период, тем должна быть выше ликвидность данного вида актива.

Под ликвидностью предприятия имеют в виду его способность погашать свои долговые обязательства хотя бы и с нарушением сроков погашения, предусмотренных контрактами.

Платежеспособность означает наличие у предприятия денежных средств и их эквивалентов, достаточных для расчетов по кредиторской задолженности, требующей немедленного погашения. Таким образом, основными признаками платежеспособности являются:

- а) наличие в достаточном объеме средств на расчетном счете;
- б) отсутствие просроченной кредиторской задолженности.

Однако следует учитывать, что управление остатками денежных средств должно быть оптимизировано, так как излишне сформированные денежные активы, обеспечивая высокий уровень платежеспособности предприятия, теряют свою стоимость под влиянием факторов времени и инфляции.

В ходе анализа платежеспособности для выявления финансовой устойчивости предприятия используют ряд финансовых коэффициентов ликвидности:

- абсолютной;
- критической (срочной, промежуточной);
- текущей.

Показатель абсолютной ликвидности исчисляется как отношение денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к краткосрочным обязательствам. Данный коэффициент показывает, какую часть обязательств предприятие может погасить своими денежными средствами на дату составления баланса или другую конкретную дату.

Рекомендуемые значения показателя абсолютной ликвидности находятся в диапазоне 0,2–0,5 (т. е. удельный вес денежных средств в расчетах должен составлять от 20–50% в зависимости от отраслевой принадлежности предприятия).

Показатель критической ликвидности определяется как отношение денежных средств, высоколиквидных ценных бумаг и дебиторской задолженности к краткосрочным обязательствам.

Этот показатель характеризует ту часть текущих обязательств, которая может быть погашена не только за счет наличности, но и за счет ожидаемых поступлений за отгруженную продукцию, выполненные работы или оказанные услуги. Рекомендуемое значение данного показателя — 0,7–1.

Показатель текущей ликвидности (коэффициент покрытия) позволяет определить в целом способность предприятия расплатиться по своим текущим обязательствам, которые состоят из кредиторской задолженности, краткосрочных кредитов и заемных средств и прочих краткосрочных пассивов, своими оборотными средствами, которые состоят из запасов, дебиторской задолженности, денежных средств и краткосрочных вложений. Нормативное значение данного показателя равно 2.

Коэффициент текущей ликвидности должен быть ниже нормативного, так как считается, что если отношение текущих активов и краткосрочных обязательств организации ниже, чем 2:1, то оно не в состоянии полностью и в срок погасить свои обязательства. Однако под влиянием форм расчетов, оборачиваемости оборотных средств, отраслевых и иных особенностей финансовое состояние предприятия может быть устойчивым и при значительно меньшем (но превышающем единицу) значении коэффициента покрытия.

Каждый из трех различных показателей ликвидности, применяемый в конкретном случае, дает картину устойчивости финансового положения, которая интересует конкретного потребителя информации. Например, для поставщика сырья, материалов и услуг бóльший интерес представляет первый показатель; для банка, кредитующего данное предприятие, — второй, а для держателя акций и облигаций — третий.

Проблема, возникающая при использовании данных показателей, состоит в том, что коэффициент покрытия отражает статическое положение и оценивает предприятие так, как будто оно на грани закрытия. Коэффициент не отражает состояния компании в его развитии, хотя именно оно должно быть приоритетом номер один для менеджера.

С позиции долгосрочной перспективы одной из важнейших задач анализа финансового состояния является исследование показателей финансовой устойчивости, которые в большей степени важны для внешних пользователей. Однако и менеджер предприятия должен знать, насколько организация привлекательна для инвестиций, финансово устойчива к внешним

факторам и как избежать возможного банкротства в случае непредвиденных финансовых требований.

Устойчивость финансового состояния предприятия оценивается по соотношению собственных и заемных средств, по темпам накопления собственных средств в результате текущей и финансовой деятельности, соотношению мобильных и иммобилизованных средств предприятия, достаточным обеспечением материальных оборотных средств собственными источниками.

В качестве базисных величин могут быть использованы значения показателей предприятия за прошлый год, среднеотраслевые значения показателей, значения показателей наиболее перспективных предприятий. Кроме того, в качестве базы сравнения могут служить теоретически обоснованные или полученные в результате экспертных оценок величины, характеризующие оптимальные или критические (пороговые) с точки зрения устойчивости финансового состояния значения показателей.

Одним из важнейших показателей, характеризующих финансовую устойчивость предприятия, его независимость от заемных средств, является коэффициент автономии, равный отношению доли собственного капитала к активам организации. Нормальное ограничение (оптимальная величина) этого коэффициента оценивается на уровне 0,5. Коэффициент показывает долю собственных средств в общем объеме ресурсов предприятия. Чем выше эта доля, тем выше финансовая независимость (автономия) предприятия, т. е. тем больше шансов у предприятия справиться с непредвиденными обстоятельствами, возникающими в рыночной экономике. Наивысшей финансовой устойчивостью обладает организация при коэффициенте автономии, равном 1.

Необходимость в собственном капитале обусловлена требованиями самофинансирования организации. Она является основой самостоятельности и независимости организации. Однако нужно учитывать, что финансирование деятельности организации только за счет собственных средств не всегда выгодно для него, например, в тех случаях, если производство носит сезонный характер. В этом случае в отдельные периоды будут

накапливаться большие средства на счетах в банке, а в другие периоды их будет не хватать.

Показатель, определяющий, какая часть деятельности предприятия финансируется за счет заемных источников средств, называется коэффициентом соотношения заемных и собственных средств (финансовый леверидж). Для данного показателя нормальным считается соотношение 1:2.

Этот коэффициент наиболее нестабильный из всех показателей финансовой устойчивости. Поэтому дополнительно к нему надо определить скорость оборота средств и дебиторской задолженности за анализируемый период. При высокой оборачиваемости материально-оборотных средств и еще более высокой оборачиваемости дебиторской задолженности коэффициент соотношения заемных и собственных средств может значительно превышать 1. Нормальное ограничение для этого показателя не должно превышать 1.

Для выбора оптимального соотношения заемного и собственного капиталов необходимо учитывать ряд факторов, таких как отраслевые особенности предприятий, их размер, уровень налогообложения прибыли, уровень кредитной ставки и др.

Характер отраслевых особенностей определяет структуру и ликвидность активов организации. Предприятия, у которых значительный удельный вес приходится на внеоборотные активы, должны иметь большую долю собственных источников (чтобы объем долгосрочного финансирования перекрывал величину долгосрочных активов). Кроме того, характер отраслевых особенностей определяет различную продолжительность операционного цикла.

Операционный цикл (ОЦ) — период полного оборота оборотных активов):

$$\text{ОЦ (в днях)} = \text{ОЗ} + \text{ОДЗ},$$

где ОЗ — производственно-коммерческий процесс (оборачиваемость производственных запасов);

ОДЗ — оборачиваемость дебиторской задолженности (период погашения дебиторской задолженности).

Чем выше данный период, тем в меньшей степени для формирования активов может быть использован заемный капитал.

Общее правило обеспечения финансовой устойчивости: долгосрочные активы должны быть сформированы за счет долгосрочных источников, собственных и заемных. Если предприятие не располагает заемными средствами, привлекаемыми на длительной основе, основные средства и прочие внеоборотные активы должны формироваться за счет собственного капитала.

Размер организации также влияет на величину финансового левериджа. Чем организация крупнее, тем ей сложнее удовлетворить свои потребности в формировании активов за счет собственных источников финансирования.

Высокая ставка налога на прибыль снижает стоимость заемного капитала в сравнении с собственным капиталом за счет обеспечения эффекта "налогового щита", так как при уплате налога на прибыль из налогооблагаемой базы изымаются затраты по обслуживанию кредита, и наоборот.

Кроме того, следует иметь в виду, что если ставки за пользование заемными средствами невысокие, а организация может обеспечить более высокий прирост прибыли на вложенный капитал, чем плата за кредитные ресурсы, то, привлекая заемные средства, она может повысить рентабельность собственного (акционерного) капитала. В то же время, если средства организации созданы в основном за счет краткосрочных обязательств, то ее финансовое положение может оказаться неустойчивым, так как с капиталами краткосрочного использования необходима постоянная оперативная работа, направленная на контроль за своевременным возвратом их и на привлечение в оборот на непродолжительное время других капиталов. В данном случае необходимо соблюдение следующего условия: краткосрочный банковский кредит привлекается только для осуществления хозяйственной операции, причем ее рентабельность должна быть выше кредитной ставки.

Следовательно, от того, насколько оптимально соотношение собственного и заемного капитала, во многом зависит финансовое положение организации. Выработка правильной фи-

аналитической стратегии поможет многим организациям повысить эффективность своей деятельности.

Важной характеристикой устойчивости финансового состояния является также коэффициент маневренности, равный отношению собственных оборотных средств к величине источника собственных средств. Коэффициент показывает, какая доля собственных средств предприятия находится в мобильной форме, т. е. позволяющей более или менее свободно маневрировать этими средствами. Низкое значение означает, что значительная часть собственных средств предприятия находится в менее ликвидных средствах и не может быть быстро преобразована в денежную наличность.

Высокий уровень этого коэффициента с финансовой точки зрения положительно характеризует предприятие. Поэтому если коэффициент увеличивается не за счет уменьшения стоимости основных средств, а благодаря опережающему росту собственных источников по сравнению с ростом основных средств, это свидетельствует о повышении финансовой устойчивости предприятия. Оптимальная величина коэффициента маневренности больше или равна 0,5.

Важным показателем для проведения анализа финансового состояния предприятий на предмет выявления признаков их банкротства является коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами, который характеризует долю собственных оборотных средств в оборотных активах, принадлежащих организации. Нормальное ограничение показателя должно быть больше или равно 0,1.

Данный коэффициент показывает наличие собственных оборотных средств, необходимых для финансовой устойчивости. Собственными средствами предприятия являются все фонды, которые формируются из чистой прибыли, нераспределенной прибыли и уставного капитала. Теоретически к собственным средствам предприятия относят и добавочный капитал, который оказывает значительное влияние на стоимость собственного капитала, но реально не подтвержден денежными средствами и поэтому придает иллюзорный характер зна-

чительной части собственных средств. Это ведет к тому, что для пополнения собственных оборотных средств предприятие использует средства, которые ему не принадлежат (например, кредиторскую задолженность или кредиты).

Именно в ситуации отсутствия собственных оборотных средств появляется отрицательное значение коэффициента обеспеченности собственными средствами, свидетельствующее не только об отсутствии источников собственных средств для финансирования текущих активов, но и об иммобилизации во внеоборотные активы заемных источников финансирования оборотных активов. Большинство российских предприятий имеет отрицательное значение коэффициента собственных оборотных средств (дефицит), что характеризует управление собственными средствами как неэффективное.

Таким образом, оценивая финансовую устойчивость предприятия с помощью финансового анализа, необходимо определять наиболее эффективные схемы финансирования хозяйственной деятельности, обеспечивая максимальное развитие на принципах самофинансирования; контролировать степень влияния заемных средств на состояние собственных оборотных средств.

Стабильность предприятия в рыночных условиях хозяйствования в немалой степени зависит от его деловой активности. Показатели деловой активности характеризуют результаты и эффективность текущей основной хозяйственной деятельности, которую, в свою очередь, определяют такие показатели, как объем реализации продукции (работ, услуг), прибыль и величина активов предприятия.

Оценка деловой активности на качественном уровне может быть получена в результате сравнения деятельности данного предприятия и родственных по сфере приложения капитала предприятий по таким критериям, как широта рынков сбыта продукции, наличие продукции, поставляемой на экспорт, деловая репутация организации и др.

Анализ деловой активности позволяет оценить качество управления активами предприятия, дебиторской и кредитор-

ской задолженностью, запасами (производственным циклом). При этом главное внимание уделяется расчету и анализу изменений таких показателей, как скорость оборотов оборотных активов (т. е. количество оборотов активов за анализируемый период времени) и период оборота (т. е. срока возвращения предприятия вложенных в хозяйственную деятельность средств).

Оценивая оборачиваемость и период погашения дебиторской и кредиторской задолженности в динамике, можно определить, насколько совершенна система управления дебиторской и кредиторской задолженностью. В сочетании с показателями ликвидности значения оборачиваемости позволяют определить позицию руководителя предприятия в части управления расчетами: на предприятии осуществляется политика кредитования своих покупателей или предприятие кредитруется за счет своих поставщиков. И та и другая политики влияют на продолжительность финансового цикла и, как следствие, на финансовое состояние предприятия, что требует дальнейшего анализа и контроля.

Одна из важнейших составных частей анализа финансового состояния — анализ формирования прибыли и рентабельности.

Анализ динамики различных показателей прибыли (прибыль от реализации, прибыль от финансово-хозяйственной деятельности, прибыль отчетного периода, чистая прибыль, нераспределенная прибыль) необходимо проводить за ряд лет по каждому показателю в отдельности.

Под рентабельностью понимается отношение прибыли, полученной за определенный период, к объему капитала, инвестированного в предприятие.

Показатели рентабельности характеризуют эффективность работы организации в целом, доходность различных направлений деятельности (производственной, предпринимательской, инвестиционной), окупаемость затрат, вложенных в производство и реализацию продукции (работ, услуг), и имеют значение как для акционеров, так и для внешних и внутренних пользователей.

Финансово устойчивым является предприятие, которое формирует активы в основном за счет собственных и долго-

срочных заемных средств, не допускает неоправданной дебиторской и кредиторской задолженности и расплачивается в срок по своим обязательствам. Одной из финансовых стратегий, направленных на повышение финансовой устойчивости организации, является следующее: долгосрочные и среднесрочные кредиты и заемные средства направляются преимущественно на приобретение основных средств и капитальные вложения, поэтому важно ограничить производственные запасы и затраты величиной собственных оборотных средств.

Если учесть, что каждая хозяйственная операция, каждое управленческое решение на предприятии имеет положительный или отрицательный результат, то выявление причин и регулярности их возникновения позволит определить способы управления этими причинами и избежать принятия неправильных и необоснованных управленческих решений. Подготовка каждого управленческого решения в хозяйственной деятельности организации должна учитывать альтернативные возможности действий, направленных на высокие темпы развития для достижения конечных результатов ее хозяйственной деятельности.

Рассмотренные методы оценки финансового состояния предприятия, а также рентабельности его капитала применяются для анализа деятельности в прошлом (например, за предыдущий год). В рыночных условиях более важной задачей является предвидение финансовой ситуации в будущем.

Необходимость расчетов "степени отдаленности от банкротства" обусловлена тем, что в условиях свободного предпринимательства постоянно возникают вопросы, связанные с прогнозом финансовой устойчивости на длительную перспективу и оценкой вероятности банкротства предприятия в реальных экономических условиях. Для их решения используют экономико-статистические методы, основанные на разработке моделей, которые учитывают различные факторы, влияющие на платежеспособность и финансовую устойчивость предприятия.

Наиболее распространена модель американского экономиста Э. Альтмана, дающая возможность прогнозирования

банкротства предприятия при помощи пяти показателей, рассчитываемых на основе его баланса и отчета о финансовых результатах деятельности.

Структура баланса признается неудовлетворительной, а предприятие неплатежеспособным, если коэффициент текущей ликвидности на конец отчетного периода имеет значение ниже 2, а коэффициент обеспеченности собственными средствами ниже 0,1. Данные критерии для признания организации банкротом являются необходимыми, но недостаточными. Поэтому при проведении анализа финансового состояния на основании действующих форм отчетности необходимо провести анализ в комплексе всех вышеуказанных коэффициентов и дать объективное заключение о возможности дальнейшей работы предприятия или признания его банкротом и проведения процедуры банкротства.

В этой связи следует руководствоваться нормативно-правовыми (постановление Правительства РФ от 25 июня 2003 г. № 367 "Об утверждении правил проведения арбитражным управлением финансового анализа") и методическими документами профессионального саморегулируемого объединения.

3.4. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Оценку эффективности инвестиционного проекта осуществляют путем сравнения затрат и доходов, полученных от его реализации.

Для оценки эффективности инновационного проекта рассчитываются показатели ожидаемого интегрального эффекта (экономического — на уровне народного хозяйства, коммерческого — на уровне инновационного предприятия).

В общем случае (в соответствии с методическими рекомендациями Минфина РФ по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования) расчет рекомендуется производить по формуле

$$\mathcal{E}_{\text{ож}} = H \cdot \mathcal{E}_{\text{max}} + (1 - H) \cdot \mathcal{E}_{\text{min}},$$

где $\mathcal{E}_{\text{ож}}$ — ожидаемый интегральный эффект проекта;
 $\mathcal{E}_{\text{max}}$ и $\mathcal{E}_{\text{min}}$ — наибольшее и наименьшее из математических ожиданий интегрального эффекта по допустимым вероятностным распределениям, характеризующим вероятность реализации проекта;

H — специальный норматив для учета неопределенности эффекта (рекомендуется принимать 0,3).

Показателями экономической эффективности инновационного проекта являются: чистый дисконтированный доход или ожидаемый интегральный эффект; индекс доходности; внутренняя норма доходности; срок окупаемости и др.

К показателям социальной эффективности инновационного проекта, имеющим стоимостную оценку и отражаемым в расчетах его экономической эффективности, относят:

- изменение количества рабочих мест;
- улучшение жилищных и культурно-бытовых условий работников;
- изменение условий труда работников;
- изменение штатной структуры работников;
- экономию свободного времени населения и др.

Основным методом оценки социальной эффективности инновационного проекта остается экспертный метод, используемый в различных формах.

Денежные потоки от финансовой деятельности учитывают, как правило, на этапе оценки эффективности участия в проекте. Необходимую информацию приводят в проектных материалах в увязке с разработкой схемы финансирования проекта в прогнозных ценах.

Цель ее подбора — обеспечение реализуемости проекта, т. е. такой структуры денежных потоков, при которой на каждом шаге расчета имеется достаточный объем средств для его продолжения.

При использовании проектной схемы финансирования целесообразно:

- принимать безрисковую норму дисконта и реальный депозитный процент на уровне ставки LIBOR;
- все требующиеся для реализации проекта денежные ресурсы считать состоящими только из собственных и заемных средств;
- все заемные средства учитывать в одной и той же валюте и под одинаковый процент;
- объем заемных средств принимать минимальным для реализации проекта;
- выплаты по займам на каждом шаге принимать максимально возможными исходя из условий реализуемости проекта.

Рекомендуют любой из двух способов использования проектной схемы финансирования. При первом способе задают структуру капитала (соотношение собственных и заемных средств) и величину процента за кредит. После этого устанавливают срок погашения долга и эффективность участия в проекте сторонних заимодавцев. Например, 20–50% собственный капитал и реальная процентная ставка, равная 10–15% годовых.

При втором способе эти условия не соблюдают. Инициатор проекта самостоятельно рассчитывает максимально возможную процентную ставку и срок возврата и обслуживания долга с учетом структуры капитала при условии реализуемости проекта и положительности чистого дисконтированного дохода в целом.

Эффективность денежных потоков проекта определяют с помощью соответствующего коэффициента (K_0):

$$K_0 = \frac{\text{ЧДП}}{\text{ОДС}},$$

где K_0 — коэффициент эффективности денежного потока проекта в рассматриваемом периоде, доли единицы;

ЧДП — величина чистого денежного потока по проекту в рассматриваемом периоде;

ОДС — величина оттока денежных средств по проекту в рассматриваемом периоде.

Данный параметр анализируют в динамике за ряд периодов (шагов) реализации проекта и делают вывод о его финансовой устойчивости. Результаты анализа используют для выявления резервов оптимизации денежных потоков проекта и их прогнозирования на предстоящий период. При разработке схемы финансирования проекта определяют потребность не только в привлеченных средствах, но и в дополнительных фондах.

Расчет показателей эффективности инвестиционных проектов базируется на следующих принципах:

- используют предусмотренные проектом текущие (рыночные) или прогнозные цены на продукцию, материальные ресурсы и услуги;
- денежные потоки определяют в той же валюте, в которой проектом предусмотрены приобретение ресурсов и оплата продукции;
- расходы на оплату труда (включая взносы в государственные внебюджетные фонды) включают в состав текущих издержек в размере, предусмотренном в проектных расчетах;
- если проектом определено полное или частичное связывание денежных средств (депонирование, приобретение ценных бумаг сторонних эмитентов и др.), то вложение соответствующих сумм учитывают (в виде оттока) в денежных потоках от инвестиционной деятельности, а получение (в виде притоков) — в денежных потоках от текущей деятельности;
- если в проекте предусматривают осуществление нескольких видов текущей деятельности, то в расчете приводят затраты по каждому из них.

В качестве выходных форм для расчета коммерческой эффективности проекта используют прогнозные данные:

- отчета о прибылях и убытках (бюджета доходов и расходов);
- денежных потоков с расчетом показателей эффективности (бюджета движения денежных средств).

Для построения прогнозного отчета о прибылях и убытках используют информацию о выплатах в бюджет по каждому виду налогов.

Основными притоками денежных средств от текущей деятельности являются выручка от реализации продукции и вне-реализационные доходы. К оттокам денежных средств относят текущие (операционные) затраты и налоги.

В денежные потоки от инвестиционной деятельности включают:

1) притоки — доходы (за вычетом налогов) от продажи основных средств и нематериальных активов (в случае прекращения проекта), а также снижение потребности в оборотном капитале на всех шагах расчетного периода;

2) оттоки — капиталовложения на всех шагах расчетного периода.

Существуют некоторые особенности в прогнозе денежных потоков коммерческих проектов с участием предприятий-акционеров:

1) при расчете показателей эффективности участия предприятия в проекте учитывают денежные потоки от всех видов деятельности: инвестиционной, текущей и финансовой. Заемные средства считают денежными притоками, а платежи по займам — оттоками денежных средств. Выплату дивидендов акционерам не учитывают в качестве оттока реальных денег;

2) перед проведением расчета показателей эффективности участия в проекте проверяют его финансовую реализуемость по величине совокупного собственного капитала всех участников (за исключением кредиторов). При этом учитывают вложения собственных денежных средств и выплаты по дивидендам;

3) оценку показателей эффективности проекта для акционеров производят за планируемый период существования проекта на базе индивидуальных денежных потоков для каждого типа акций (обыкновенных и привилегированных).

Расчеты этих потоков носят ориентировочный характер, так как на стадии разработки проекта дивидендная политика неизвестна. Однако подобные расчеты полезны для оценки возможности привлечения потенциальных акционеров к участию в проекте.

При определении доходности проекта для акционеров учитывают:

1) притоки — выплачиваемые по акциям дивиденды, а в конце расчетного периода — остающуюся неиспользованной амортизацию и чистую прибыль;

2) оттоки — расходы на приобретение акций (в начале реализации проекта) и налог на доход от реализации имущества ликвидируемого предприятия;

3) норма дисконта для владельцев акций принимается равной ставке дисконтирования для акционерного общества.

При наличии других требований со стороны акционеров в расчеты денежных потоков проекта вносят соответствующие изменения. При оценке денежных потоков проекта учитывают влияние инфляционного фактора. Инфляция во многих случаях оказывает существенное влияние на показатели эффективности инвестиционного проекта, условия его финансовой реализуемости, потребность в финансировании и результативность участия в проекте собственного капитала. Такое влияние особенно заметно для проектов с растянутым во времени инвестиционным циклом или реализуемых с одновременным использованием нескольких валют.

Учет фактора инфляции осуществляют с использованием:

- общего индекса внутренней рублевой инфляции;
- прогнозов валютного курса рубля;
- прогнозов внешней инфляции (при оценке проекта в иностранной валюте);
- прогнозов изменения во времени цен на продукцию и ресурсы (в том числе на энергоносители, оборудование, строительно-монтажные работы и др.);
- прогнозов ставок налогов, пошлин, учетной ставки Центрального банка России и других нормативов государственного регулирования.

Для оценки эффективности и устойчивости проекта целесообразно следующим образом классифицировать влияние инфляции:

- на ценовые показатели;

- на потребность в финансировании;
- на потребность в оборотном капитале.

Указанные виды инфляции можно учесть в инвестиционных расчетах путем корректировки на индекс инфляции будущих денежных поступлений либо ставки дисконтирования. Наиболее правильной, но и трудоемкой в расчетах является методика корректировки всех факторов, влияющих на денежные потоки сравниваемых проектов. Среди основных факторов отметим объем доходов и переменные издержки, которые непосредственно связаны с масштабом производства.

Более простой является корректировка коэффициента дисконтирования на индекс инфляции.

Пример. Инвестор готов вложить свой капитал исходя из 12% годовых. Это означает, что 10 млн руб. в начале года и 11,2 млн руб. в конце года имеют для инвестора одинаковую ценность.

Если предположить, что среднегодовой темп инфляции 10%, то для сохранения полученного в конце года денежного поступления (11,2 млн руб.) необходимо откорректировать эту величину на индекс инфляции:

$$11,2 \cdot 1,1 = 12,32 \text{ млн руб.}$$

Таким образом, чтобы получить желаемый доход, инвестор обязан был использовать в расчетах рост капитала не 10%, а иной показатель, отличный от исходного на величину индекса инфляции:

$$1,12 \cdot 1,1 = 1,232.$$

Тогда денежные поступления в конце года составят:

$$10 \cdot 1,232 = 12,32 \text{ млн руб.}$$

Вместо традиционных методов финансового анализа возможно осуществление непрерывного мониторинга стоимости предприятия. В основе данной методики лежит практика определения стоимости действующего предприятия.

Экономическая теория и практика свидетельствуют о том, что функциональное управление не соответствует потребностям сегодняшнего дня. Разные функциональные структуры

(подразделения) часто имеют очень узкий взгляд и не заинтересованы в том, что прямо их не касается.

Как альтернатива традиционному (функциональному) управлению существует так называемая концепция управления, нацеленного на создание стоимости (value-based management, в дальнейшем VBM).

Управление, нацеленное на создание стоимости (VBM), — это интегрирующий процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации общих усилий на ключевых факторах стоимости. Такое управление, по сути, представляет собой непрерывную реорганизацию с целью достижения максимальной стоимости предприятия.

Одним из основных этапов построения системы VBM является определение цепочки ключевых факторов стоимости, т. е. параметров деятельности, выраженных в виде каких-либо показателей, влияющих на стоимость бизнеса. Выделение данных факторов и показателей критично, так как менеджмент компании не может влиять непосредственно на стоимость бизнеса, а должен сосредоточиться на оперативных параметрах деятельности, которые, в свою очередь, будут ее увеличивать.

Ключевым понятием модели факторов создания стоимости является стратегическая хозяйственная единица (СХЕ). Ее можно определить как бизнес, производящий продукт или услугу, которые отвечают определенному потребительскому спросу и требуют столь же определенной компетентности для его удовлетворения.

Модель рынка отображает семь первичных факторов, которые определяют тип и уровень конкуренции на рынке: стадия жизненного цикла продукта или услуги; угроза появления на рынке новых конкурентов и смены собственников; интенсивность нововведений; влияние покупателя; влияние поставщика; промышленная политика государства; макроэкономическая среда.

Все предприятия, равно как все СХЕ, имеют цепочки создания стоимости, включающие в себя комплекс задач, которые

необходимо выполнить, чтобы поставить продукт или услугу на рынок. Ключевыми компонентами стоимостной цепочки являются следующие группы факторов: стратегия основной деятельности; стратегия управления человеческими ресурсами; информационная стратегия; стратегия нововведений; стратегия маркетинга, продаж и обслуживания; лоббирование интересов; финансовая стратегия.

Под фактором создания стоимости понимается любая переменная, влияющая на финансовые результаты.

Контрольные вопросы

1. Какие параметры используют в российской практике в качестве основных критериев оценки эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятий?
2. Какие два подхода к оценке экономической эффективности финансово-хозяйственной деятельности предприятий существуют?
3. Что включает в себя система показателей рентабельности финансово-хозяйственной деятельности предприятий?
4. Какой показатель характеризуется разницей между фактической стоимостью предприятия и балансовой (рыночной) стоимостью его активов?
5. Какие финансовые коэффициенты ликвидности используют в ходе анализа платежеспособности для выявления финансовой устойчивости предприятия?
6. При каком значении коэффициента автономии предприятие обладает наивысшей финансовой устойчивостью?
7. На каких принципах базируется расчет показателей эффективности инвестиционных проектов?
8. С использованием каких показателей осуществляют учет фактора инфляции при оценке денежных потоков проекта?
9. В чем заключается концепция управления, нацеленного на создание и повышение стоимости предприятия?
10. Какие факторы включает цепочка создания стоимости предприятия?

КРИТЕРИИ ОЦЕНКИ НЕСОСТОЯТЕЛЬНОСТИ (БАНКРОТСТВА) ПРЕДПРИЯТИЯ

- 4.1. Основные понятия, виды и этапы банкротства предприятия
- 4.2. Государственное антикризисное регулирование деятельности хозяйствующих субъектов: формы и методы
- 4.3. Диагностика финансового состояния предприятия в антикризисном управлении
- 4.4. Контроллинг в антикризисном управлении предприятием: цели и функции

4.1. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ, ВИДЫ И ЭТАПЫ БАНКРОТСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

Финансовое равновесие предприятия — характеристика состояния финансовой деятельности предприятия, при котором потребность в приросте основного объема активов балансируется с возможностями формирования им финансовых ресурсов за счет собственных источников.

Финансовый кризис предприятия — нарушение финансового равновесия предприятия в результате противоречия между необходимым объемом финансовых потребностей и финансовым состоянием (потенциалом) предприятия.

Антикризисное управление предприятием — это совокупность действий, направленных на достижение экономической состоятельности предприятия, под которой понимается совокупность трех составляющих:

- способности выполнять свои обязательства;
- способности осуществлять производственную деятельность, без нарушений имущественных интересов контрагентов и платежной дисциплины;
- способности обеспечивать расширенное воспроизводство вложенных ресурсов.

Антикризисное управление предприятием в условиях осуществления процедур банкротства заключается в обеспечении этих принципов на заданном временном интервале.

Процедуры антикризисного управления и банкротства регламентированы и определены соответствующими законодательными актами.

Правовой основой оценки стоимости предприятий в процессе антикризисного управления являются правовые положения, сформулированные в различных законодательных и нормативных документах. Основными из них являются федеральные законы от 29 июля 1998 г. № 315-ФЗ “Об оценочной деятельности в Российской Федерации”, от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ “О несостоятельности (банкротстве)”.

Должник — гражданин, в том числе индивидуальный предприниматель, или юридическое лицо, оказавшееся неспособным удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей в течение установленного срока.

Денежное обязательство — обязанность должника уплатить кредитору определенную денежную сумму по гражданско-правовой сделке (или) по иному основанию, предусмотренному Гражданским кодексом Российской Федерации.

Обязательные платежи — налоги, сборы и иные обязательные взносы в бюджет соответствующего уровня и государственные внебюджетные фонды в порядке и на условиях, которые определяются законодательством Российской Федерации.

Кредиторы — лица, имеющие по отношению к должнику права требования по денежным и иным обязательствам об уп-

лате обязательных платежей, о выплате выходных пособий и об оплате труда лиц, работающих по трудовому договору.

Мораторий — приостановление исполнения должником денежных обязательств и уплаты обязательных платежей.

Несостоятельность (банкротство) — признанная арбитражным судом неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей.

Внесудебной мерой, направленной на восстановление платежеспособности должника, является досудебная санация.

При рассмотрении дела о банкротстве должника — юридического лица применяются следующие процедуры банкротства:

- наблюдение;
- финансовое оздоровление;
- внешнее управление;
- конкурсное производство;
- мировое соглашение.

Досудебная санация. В случае возникновения признаков банкротства, определенных Законом о банкротстве, руководитель должника обязан направить учредителям (участникам) должника, собственнику имущества должника — унитарного предприятия сведения о наличии признаков банкротства.

Наблюдение — процедура банкротства, применяемая к должнику в целях обеспечения сохранности его имущества, проведения анализа финансового состояния должника, составления реестра требований кредиторов и проведения первого собрания кредиторов.

Финансовое оздоровление — процедура банкротства, применяемая к должнику в целях восстановления его платежеспособности и погашения задолженности в соответствии с графиком погашения задолженности.

Процедура финансового оздоровления предусматривает способы получения должником средств, необходимых для удовлетворения требований кредиторов в соответствии с графиком погашения задолженности.

Внешнее управление — процедура банкротства, применяемая к должнику в целях восстановления его платежеспособности.

Конкурсное производство — процедура банкротства, применяемая к должнику, признанному банкротом, в целях соразмерного удовлетворения требований кредиторов.

Мировое соглашение. На любой стадии рассмотрения арбитражным судом дела о банкротстве должник, его конкурсные кредиторы и уполномоченные органы вправе заключить мировое соглашение, т. е. соглашение сторон о прекращении судебного спора и взаимных уступках.

Банкротство предприятия является результатом одновременного совместного негативного действия внешних и внутренних факторов. По имеющимся оценкам, в развитых странах с устойчивой политической и экономической системой к банкротству на 1/3 причастны внешние факторы и на 2/3 — внутренние.

Внешние факторы платежеспособности могут быть международными, национальными и рыночными.

Международные факторы складываются под влиянием общеэкономических факторов:

- экономической цикличности развития ведущих стран;
- состояния мировой финансовой системы, характеризующегося политикой международных банков;
- стабильности международной торговли — зависит от заключенных межправительственных договоров и соглашений (о создании зон свободного предпринимательства, приграничной торговли, таможенных тарифах и пошлинах);
- международной конкуренции (увеличение доли рынка фирм-конкурентов).

Национальные факторы оказывают достаточно ощутимое влияние на финансовую состоятельность каждого хозяйствующего субъекта и складываются под влиянием:

- политической стабильности и направленности внутренней политики государства;
- экономико-демографических факторов, которые характеризуются цикличностью экономического развития; уровнем доходов, накоплений населения, т. е. покупательной способнос-

тью (уровень цен, возможность получения кредита); предпринимательской активностью.

Рыночные факторы складываются под влиянием: психологических факторов, проявляющихся в привычках, традициях и нормах потребления, предпочтении одних товаров и отрицании других (потребительский выбор);

– научно-технических факторов, определяющих все составляющие процесса производства товара и его конкурентоспособность. Изменения в технологии производства, производимые предприятием для обеспечения конкурентных преимуществ, требуют, как правило, значительных капитальных вложений и могут в течение какого-то достаточно продолжительного периода отрицательно отражаться на прибыльности предприятия, в том числе и вследствие неудач при внедрении новой технологии. Может негативно сказаться на прибыльности и уменьшение объема продаж продукции предприятия вследствие появления на рынке по более низким ценам товаров конкурентов, в производстве которых используется более прогрессивная технология, обеспечивающая меньшие производственные затраты;

– форм конкуренции, на которые влияют уровень издержек производства, уровень технологий, качество продукции и уровень маркетинга.

Не менее многочисленны и внутренние (эндогенные) факторы платежеспособности, определяющие развитие предприятия и являющиеся результатом его деятельности.

В самом общем виде их можно сгруппировать по пяти основным группам:

– конкурентная позиция фирмы — цель, отрасль деятельности, традиции, репутация и имидж, квалификационный состав руководства и персонала, доля рынка и стадия жизненного цикла;

– принципы деятельности — форма собственности, организационная структура управления, организация системы управления, инновационная деятельность, организация производства, адаптивность, форма специализации, концентрация производства, диверсификация производства;

– ресурсы и их использование — прогрессивность средств и методов производства, длительность производственного цикла, уровень производственных запасов, диверсификация производства;

– маркетинговые стратегии и политика — прогрессивность средств и методов производства, длительность производственного цикла, уровень производственных запасов, оборачиваемость средств;

– финансовый менеджмент — структура баланса, платежеспособность, ликвидность, соотношение собственных и заемных средств, стоимость капитала, структура имущества, инвестиционная привлекательность, доход на акцию, уровень прибыли и рентабельность.

Для возбуждения дела о несостоятельности (банкротстве) принимаются во внимание требования к должнику, если такие требования признаны должником не ранее чем за один месяц до даты подачи заявления о банкротстве или подтверждены вступившим в законную силу решением суда или иным исполнительным документом, а также задолженность по обязательным платежам.

Для определения наличия признаков банкротства должника принимаются во внимание:

– размер денежных обязательств, в том числе размер задолженности за переданные товары, выполненные работы и оказанные услуги;

– суммы займа с учетом процентов, подлежащих уплате должником, за исключением обязательств перед гражданами, перед которыми должник несет ответственность за причинение вреда жизни и здоровью;

– обязательства по выплате авторского вознаграждения;

– обязательства должника — юридического лица перед учредителями (участниками), вытекающие из такого участия.

Выделяют следующие виды банкротства предприятий.

Реальное (юридическое) банкротство — характеризует полную неспособность предприятия восстановить в предстоящем периоде свою платежеспособность.

Техническое банкротство — состояние неплатежеспособности предприятия, вызванное просрочкой его дебиторской задолженности. Техническое банкротство при эффективном антикризисном управлении предприятием, включая его санирование, может не привести к юридическому его банкротству.

Умышленное банкротство — характеризует преднамеренное создание (или увеличение) руководителем или собственником предприятия его неплатежеспособности; нанесение ими экономического ущерба предприятию в личных интересах или в интересах иных лиц; заведомо некомпетентное финансовое управление. Выявленные факты умышленного банкротства преследуются в уголовном порядке.

Фиктивное банкротство — характеризует заведомо ложное объявление предприятием о своей несостоятельности с целью введения в заблуждение кредиторов для получения от них отсрочки (рассрочки) выполнения своих кредитных обязательств или скидки с суммы кредитной задолженности. Такие действия также преследуются в уголовном порядке.

В целом процесс вывода предприятия из кризисного состояния (с использованием банкротства как антикризисного инструмента) выглядит следующим образом (рис. 1).

Этап 1. Мониторинг экономического состояния предприятия предполагает анализ его финансовой отчетности и аудит предприятия.

Этап 2. Экспресс-анализ (диагностика) эффективности возможных реорганизационных и антикризисных мероприятий. В результате осуществляется выбор наиболее эффективного комплекса мероприятий.

Этап 3. Проведение процедур финансового оздоровления, в том числе реструктуризации долгов, реорганизации бизнеса.

Этап 4. Использование процедур, предусмотренных банкротством. В том числе — возбуждение дела в арбитражном суде, введение наблюдения и назначение временного управляющего. Установление требований кредиторов и выбор дальнейших процедур (внешнее управление, конкурсное производство, мировое соглашение).

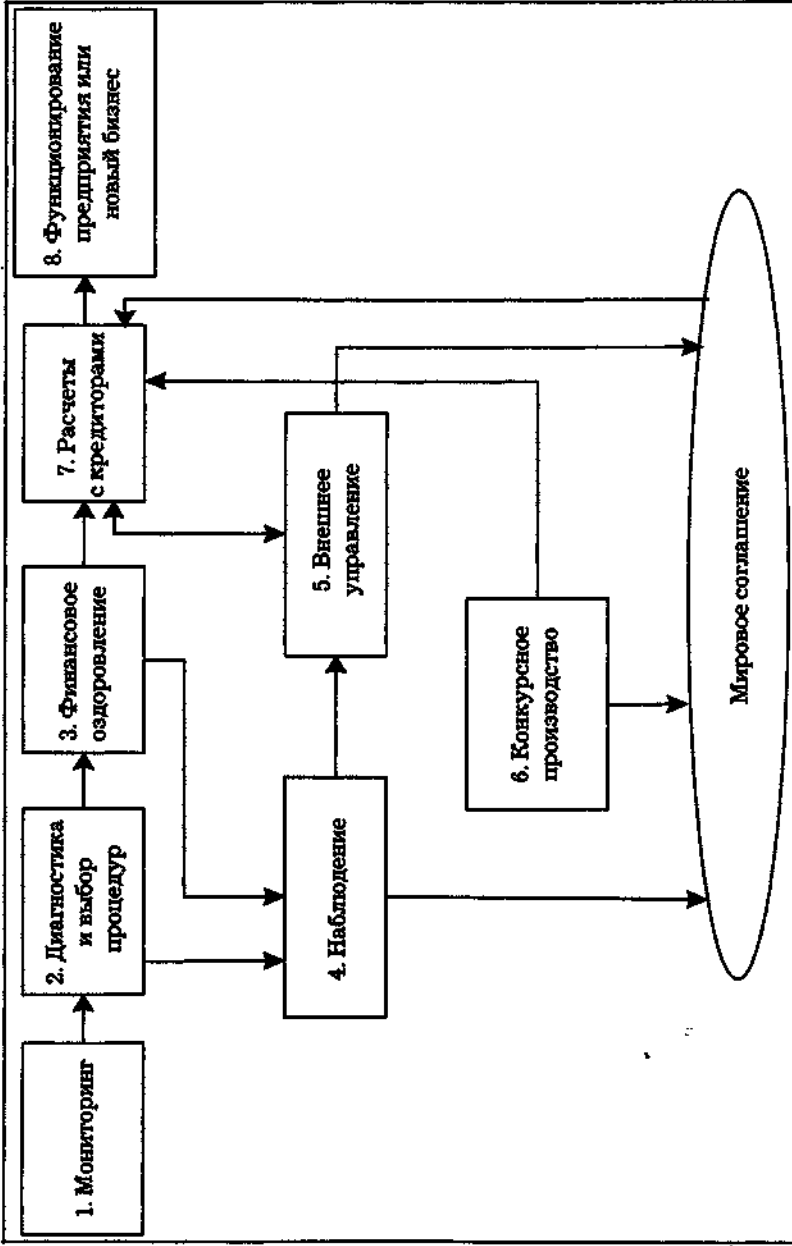


Рис. 1. Схема этапов антикризисного управления предприятием

Этап 5. Введение (продление) внешнего управления и назначение внешнего управляющего; мораторий на долги; разработка и реализация плана внешнего управления, вычленение из бизнеса должника рентабельных производств и создание новых АО, накопление ресурсов для расчетов с кредиторами.

Этап 6. Введение конкурсного производства и назначение конкурсного управляющего; продажа бизнеса и ликвидация должника с частичным или полным погашением кредиторской задолженности.

Этап 7. Расчеты с кредиторами из средств, которые удалось выручить в ходе финансового оздоровления, внешнего управления и конкурсного производства на основе принятого мирового соглашения.

Этап 8. Функционирование реорганизованного предприятия (в случае успешного завершения процедуры внешнего управления) или нового предприятия (при продаже бизнеса в конкурсном производстве).

В том случае, если стоимость предприятия не меньше кредиторской задолженности, могут быть выделены ликвидные активы из имущества предприятия, за счет которых осуществляется погашение долга. Оставшаяся часть так называемых избыточных активов может служить основой для организации нового бизнеса. Однако для окончательного решения необходимо сопоставить возможные эффекты (возникающие финансовые потоки) в случае внешнего управления и конкурентного производства. Выбор осуществляется в пользу более эффективного варианта, который и служит основой мирового соглашения. В результате эффективно проведенных мероприятий по антикризисному управлению обеспечивается повышение рентабельности и деловой активности предприятия.

Таким образом, процедура банкротства является способом оздоровления экономики. Основные цели применения процедур банкротства:

- преодоление убыточности предприятия и улучшение его финансового положения;

- освобождение бизнеса от долгов и разрешение противоречий между должником и кредитором;
- проведение реструктуризации;
- реализация сделок купли-продажи (приобретение кредитором всей или части собственности должника, его имущественного комплекса или бизнеса);
- передел собственности между владельцами фирмы.

Реалии российского бизнеса дают простор для возможности использования процедур банкротства за пределами его прямого назначения. При этом реализуются такие цели, которые либо напрямую не связаны с бизнесом данного предприятия, либо не являются целями его непосредственных участников.

К числу таких целей относятся:

- личное обогащение собственника, который осуществляет умышленное банкротство, намеренно искажая реальное финансовое положение предприятия. В результате предприятие либо продается аффилированной структуре (или доверенному лицу) целиком по низкой ликвидационной стоимости с последующей перепродажей его по более высокой рыночной цене, либо оно продается по частям (в том случае, если такой вариант продажи обеспечивает большие доходы от реализации:

- уход от налогов. При этом банкротство рассматривается как способ уклонения от налогов: нет предприятия — нет налогов;

- уклонение от расплаты с кредиторами. Как и в случае с налогами, осуществляется умышленное сокрытие активов предприятия;

- банкротство как составной элемент стратегии ведения корпоративных войн. При этом агрессором могут преследоваться как цели устранения конкурента, так и цели захвата отдельного “лакомого куска” бизнеса, например участка земли, занимаемого данным предприятием (такой вариант особенно характерен для Москвы и Московского региона, где цены на землю очень высоки);

- оборонительные цели, защищающие предприятие от агрессии конкурентов или кредиторов. В этих случаях использует-

ся контролируемый предприятием вариант банкротства. Например, процесс банкротства сопровождается продажей бизнеса, в ходе которого предприятие меняет свою организационно-правовую форму: из ОАО преобразуется в ЗАО или ООО, что создает дополнительную защиту от враждебного поглощения.

Наличие скрытых целей и неявного круга заинтересованных лиц значительно усложняет процедуру банкротства. Основными сторонами, открыто заявляющими о собственных интересах в процессе банкротства, принято считать:

- собственников;
- топ-менеджмент;
- трудовой коллектив и акционеров;
- кредиторов;
- властные структуры и региональные администрации;
- торгово-промышленные компании и финансово-промышленные группы — ФПГ (в чьи организационные структуры включено несостоятельное предприятие).

У каждой из этих сторон по отношению к предприятию, находящемуся в кризисной ситуации, разные позиции.

Первая сторона — собственник.

Собственник, рассматриваемый как добросовестный (эффективный) участник процесса оздоровления предприятия, способный организовать эффективное управление собственностью и контролировать деятельность руководителя, в целом заинтересован в финансовом оздоровлении предприятия, погашении накопившейся задолженности перед кредиторами, стабильном и динамичном развитии предприятия. Однако в российских условиях для такого собственника характерным является желание снизить налоговый пресс государства и уйти от налогов путем перевода значительной части прибыли в тень.

Наряду с этим есть и другой тип собственника — недобросовестный (неэффективный). Такой собственник в основном нацелен на получение сиюминутной выгоды и своими действиями может подталкивать предприятие к “плановому” банкротству, с тем чтобы, применяя судебные процедуры, распродать его по частям.

Третий тип собственника — трудовой коллектив. Этот тип собственника, как правило, получил в наследство предприятие, которое ни при каких обстоятельствах в ближайшее время не может быть эффективным. Иногда речь может идти о предприятиях-гигантах, представляющих социальную значимость для региона. Такие предприятия получили название градообразующих или даже регионообразующих, поэтому они не могут быть просто ликвидированы. В то же время все попытки финансирования таких предприятий (в том числе за счет бюджета) неминуемо приводят к потере средств. Возможным выходом для оздоровления таких предприятий может быть разработка и реализация проекта реструктуризации.

Но выполнение такой работы собственными силами оказывается непосильной задачей для собственника. Приходится прибегать к услугам специализированных консалтинговых фирм, отобранных на конкурсной основе, что требует соответствующего финансирования, в том числе и из бюджетных источников.

Вторая сторона — руководитель предприятия. Он является распорядителем собственности, зачастую не будучи собственником предприятия (владельцем его весомой части), и в таком случае не имеет легального права на получение прибыли от его деятельности. Зато он имеет реальные возможности распоряжаться прибылью в свою пользу.

Собственник, особенно неэффективный, не способен осуществлять действенный контроль за деятельностью руководителя.

В условиях бесконтрольности экономический интерес руководителя может состоять в организации и присвоении теневых финансовых потоков и в продлении такого положения как можно дольше.

Третья сторона — внешний управляющий. В том случае, если инициирована судебная процедура банкротства, арбитражным судом на предприятие направляется арбитражный (внешний) управляющий. Его позиция зачастую не совпадает ни с позицией собственника, ни тем более с позицией руководителя.

Таким образом, интересы участников процедуры банкротства могут быть не только несхожими, но и конфликтными. В связи с этим очень важной проблемой являются полнота и адекватность представления этих интересов в законодательстве о банкротстве.

Менее чем за десять лет в Российской Федерации было принято три закона о банкротстве, которые различным образом позиционировали участников этой процедуры относительно центральной оси “кредитор — должник”.

Первый закон был принят в 1993 г. и носил “продолжниковый” характер (т. е. был ориентирован на защиту интересов должника). Соответственно, количество дел, возбужденных по нему, было очень малым.

Второй закон, принятый в 1998 г. и призванный устранить недостатки своего предшественника, получился явно “прокредиторским”. Возбудить дело о банкротстве стало настолько легко, что этим стали активно пользоваться, а в ряде случаев — злоупотреблять в целях перераспределения собственности.

Закон, принятый в 2002 г., представляет собой известный компромисс интересов и является более сбалансированным. Он предполагает (по сравнению с предыдущим вариантом закона):

- 1) некоторое усложнение процедуры возбуждения дела о банкротстве;
- 2) более независимый характер процедуры назначения арбитражного управляющего;
- 3) увеличение роли реабилитационных и примирительных процедур (в том числе — переход к финансовому оздоровлению, а также переход от конкурсного производства к внешнему управлению, использование мирового соглашения);
- 4) укрепление правовых позиций учредителей должника;
- 5) возможность замещения активов должника (создание на базе имущества должника одного или нескольких ОАО в процессе внешнего управления и конкурсного производства).

4.2. ГОСУДАРСТВЕННОЕ АНТИКРИЗИСНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ХОЗЯЙСТВУЮЩИХ СУБЪЕКТОВ: ФОРМЫ И МЕТОДЫ

Формы государственного регулирования деятельности хозяйствующих субъектов подразделяют на экономические и правовые.

Экономические методы государственного регулирования условно можно подразделить на две группы:

1) *методы прямого регулирования* — налогообложение, предоставление льгот, субвенций, целевой помощи регионам и отраслям, гарантий, государственного заказа, протекционизм (по отношению к отечественным товаропроизводителям), осуществление целевых программ социально-экономической направленности и пр.;

2) *методы нормативного воздействия* — законотворчество в экономической сфере как способ установления норм взаимодействия хозяйствующих субъектов, межбюджетное взаимодействие центра, субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, формирование отношений, связанных с управлением собственностью. С одной стороны, это акционеры должника, которые ослабили контроль за деятельностью наемного работника — менеджера, систематически не выполняли требований к организации данных отношений, диктуемых рынком, с другой — это отношения с кредиторами, предоставившими дополнительные ресурсы для развития хозяйствующего субъекта.

Особая роль среди методов государственного регулирования экономики принадлежит методам программно-целевого управления. На их базе проводятся структурные преобразования экономики. Речь идет о целевом формировании прежде всего инфраструктурных компонентов рыночной экономики. При этом ключевой является информационная сфера, играющая решающую роль в государственном управлении экономикой, в частности в реализации такой управленческой функции, как

контроль. Однако развитие государственной статистики только посредством расширения системы показателей невозможно из-за признания на рынке такой категории, как коммерческая тайна хозяйствующего субъекта. Более того, в целях обеспечения объективности необходимо формирование альтернативных информационных источников.

Другой проблемой государственного регулирования финансового оздоровления хозяйствующих субъектов, решаемой программно-целевыми методами, является реструктуризация предприятий. При этом предусматривается прямое государственное вмешательство, что предполагает, с одной стороны, предоставление конкретному государственному органу права решения проблем данного типа, а с другой — обеспечение выбранного органа ресурсами для такой деятельности.

4.3. ДИАГНОСТИКА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ В АНТИКРИЗИСНОМ УПРАВЛЕНИИ

Диагностика финансового состояния предприятия осуществляется в следующем порядке.

1. Состояние реализации и производства продукции. Это определяющий показатель состоятельности предприятия, который характеризуется объемом продукции, произведенной и реализованной в отчетном периоде. Оценка состояния производства и реализации продукции предприятия включает в себя изучение: динамики производства и реализации продукции, устойчивости ее производства и сбыта, расчетов с потребителями продукции, состава и структуры выпускаемой продукции и ее конкурентоспособности.

2. Состав и структура выпускаемой продукции. В состав товарной продукции включаются: основная продукция, работы промышленного характера, товары народного потребления, прочая продукция. Структура продукции отображает удельный вес отдельных видов продукции в общем объеме. Сохранение пропорций между отдельными видами продукции

характеризует устойчивое состояние производства. Снижение удельного веса основных видов продукции является индикатором спада производства.

3. *Конкурентоспособность продукции* — это комплекс потребительских и стоимостных характеристик, определяющих преимущества товара в условиях широкого предложения товаров-аналогов. Оценка конкурентоспособности и рыночной привлекательности выпускаемой продукции основывается на анализе емкости рынка выпускаемой продукции, ассортимента выпускаемых изделий, определении соответствия отпускных цен на продукцию ее конкурентным характеристикам.

4. *Наличие и эффективность использования производственных ресурсов*. Состав производственных ресурсов: трудовые ресурсы, внеоборотные активы, оборотные активы.

Оценка обеспеченности предприятия трудовыми ресурсами и их использования должна осуществляться для диагностики социального банкротства, которое выражается в снижении численности, уровня квалификации работников, заработной платы.

В процессе оценки стоимости и структуры внеоборотных активов необходимо определить их удельный вес в стоимости имущества, структуру внеоборотных активов по следующим видам: нематериальные активы, основные средства, незавершенное строительство, долгосрочные финансовые вложения.

Оборотные активы — активы предприятия, представленные в виде запасов товарно-материальных ценностей, расходов будущих периодов, средств, находящихся на счетах, временно свободных денежных средств. Оценка оборотных активов осуществляется с позиций ликвидности и возможности их мобилизации для погашения кредиторской задолженности.

5. *Оценка финансового результата деятельности*. Финансовые результаты деятельности предприятия оцениваются с помощью абсолютных и относительных показателей. К абсолютным показателям относятся: прибыль (убыток) от реализации продукции (работ, услуг), прибыль (убыток) от прочей реализации, доходы и расходы от внереализационных операций,

балансовая (валовая) прибыль, чистая прибыль. Эти показатели отображают абсолютную прибыль хозяйствования. К относительным показателям относятся различные соотношения прибыли и затрат (или вложенного капитала). Эти показатели отображают прибыль, получаемую с каждого рубля средств (собственных или заемных), вложенных в предприятие.

Основными задачами оценки финансового результата при диагностике неплатежеспособности являются: оценка динамики показателей прибыли и рентабельности за анализируемый период, анализ источников и структуры балансовой прибыли, выявление резервов повышения прибыли и уровня рентабельности.

6. Финансовое состояние предприятия и его финансовая устойчивость. Финансовое состояние предприятия характеризуется системой показателей, отображающих наличие, размещение и использование финансовых ресурсов предприятия. Задачами оценки финансового состояния предприятия являются: оценка имущественного состояния предприятия, стоимость, структура и источники формирования имущества, оценка направлений использования финансовых ресурсов, определение показателей финансовой устойчивости и автономности предприятия, оценка платежеспособности.

При диагностике причин неплатежеспособности необходимо сделать акцент на выявлении основных направлений оттока финансовых ресурсов от активов, участвующих в производственном процессе, к активам, являющимся нагрузкой на финансовый организм предприятия.

При анализе финансовой устойчивости структура баланса, т. е. соотношение между отдельными разделами актива и пассива баланса предприятия, отображает финансовую устойчивость и автономность предприятия на основе расчета следующих финансовых показателей: коэффициента автономии, отношения заемных и привлеченных средств к собственным средствам, степени обеспеченности запасов и затрат собственными оборотными средствами и т. д.

7. Эффективность управления финансовыми ресурсами позволяет установить причины, степень глубины кризиса, воз-

возможность повышения конкурентных преимуществ и финансового оздоровления.

Все процессы, происходящие в организации, можно подразделить на две группы: управляемые и неуправляемые. Управляемые процессы поддаются изменению в определенном направлении при сознательном воздействии на них. Направленность и характер неуправляемых процессов невозможно изменить по тем или иным причинам.

Управляемые процессы при определенных условиях могут стать неуправляемыми, и наоборот.

Потеря контроля над изменениями показателей ликвидности и рентабельности, согласованностью этих изменений может привести к потере контроля над ситуацией на предприятии вообще и в конечном итоге — к кризису.

4.4. КОНТРОЛЛИНГ В АНТИКРИЗИСНОМ УПРАВЛЕНИИ ПРЕДПРИЯТИЕМ: ЦЕЛИ И ФУНКЦИИ

Основным современным способом профилактики кризисов признан контроллинг. Контроллинг выполняет функцию управления управлением и является синтезом целого круга управленческих задач: планирования, учета, контроля, организации информационных потоков и др.

В основе контроллинга как концепции системного управления организацией в общем случае лежит стремление обеспечить успешное функционирование организационной системы (предприятия, торговой фирмы, банка и др.) путем:

- ориентации на эффективную работу предприятия в долгосрочной перспективе;
- структурирования процесса управления и выделения циклов для обеспечения четкости планирования, контроля исполнения планов и принятия корректирующих решений;
- формирования организационной структуры, ориентированной на достижение стратегических и оперативных целей;

– создания информационной системы, адекватной задачам целевого управления предприятием.

Основные функции контроллинга определяются поставленными перед организацией целями и направлены на формирование комплекса мероприятий по достижению этих целей. К основным функциям контроллинга относятся:

– *учетная* — сбор информации и ее первичная обработка, включая оценку деятельности предприятия и его подразделений, разработка и совершенствование системы внутреннего учета, унификация методов и критериев оценки деятельности предприятия и его подразделений;

– *планирования* — формирование и совершенствование системы планирования на предприятии; сбор информации для прогнозирования, установление сроков и целей планирования; установление потребности в информации и времени для отдельных шагов процесса планирования; координация процессов обмена информацией в процессе планирования; координация и агрегирование по времени и содержанию отдельных планов; осуществление проверки разработанных планов на полноту и реализуемость; разработка единого сводного плана предприятия;

– *контроля и регулирования* — определение контролируемых величин и параметров; сравнение плановых и фактических величин для оценки степени достижения целей предприятия; определение допустимых границ отклонений контролируемых величин; анализ отклонений и соответствующая интерпретация причин отклонений плана от факта; выработка рекомендаций по уменьшению возникших отклонений;

– *информационного и аналитического обеспечения* — разработка архитектуры системы информации предприятия; стандартизация информационных потоков и каналов передачи информации на предприятии; подготовка цифрового материала для контроля и регулирования деятельности предприятия; сбор и систематизация релевантных для принятия решений данных; разработка инструментария для процессов планирования, контроля и принятия решений; консультирование при выборе корректирующих мероприятий и управленческих ре-

шений; обеспечение надежности и экономичности функционирования информационной системы.

Контроллинг как система включает в себя два основных аспекта: стратегический и оперативный.

Для стратегического контроллинга определяют следующий круг задач:

- содействие в установлении количественных и качественных целей предприятия;
- методологическая и информационная поддержка процесса стратегического планирования;
- помощь в определении критических внешних и внутренних условий, лежащих в основе стратегических планов;
- определение узких мест в системе управления предприятием;
- определение основных контрольных показателей в соответствии с установленными стратегическими целями;
- сравнение плановых и фактических значений стратегических контрольных показателей в целях выявления и ликвидации причин отклонений; анализ показателей экономической эффективности, особенно инноваций и инвестиций.

Среди основных задач оперативного контроллинга выделяют:

- методологическую и инструментальную поддержку процессов текущего и оперативного планирования и разработки бюджетов;
- выявление узких мест на уровне тактического управления;
- определение всей совокупности контрольных показателей в соответствии с установленными текущими целями предприятия;
- сравнение плановых и фактических показателей всей совокупности контрольных результатов и затрат в целях выявления причин, виновников и последствий отклонений;
- анализ влияния отклонений на выполнение текущих планов;
- создание информационной базы для принятия текущих управленческих решений.

Контроллинг представляет собой систему методов для своевременного распознавания негативных признаков и тенденций на предприятиях, находящихся в фазах относительного стабильного функционирования, т. е. для профилактики кризиса. Самыми эффективными антикризисными мероприятиями можно считать те, которые носят, как и контроллинг, превентивный, упреждающий характер.

Контрольные вопросы

1. Какие законодательные акты являются правовой основой оценки предприятия в процессе антикризисного управления?
2. Какие группы факторов влияют на платежеспособность предприятия?
3. Какие виды банкротства выделяют в законодательной и финансовой практике?
4. Какие этапы включает процесс вывода предприятия из кризисного состояния?
5. Какими целевыми установками характеризуется процедура банкротства?
6. Какие существуют методы государственного антикризисного регулирования?
7. Какие этапы включает диагностика финансового состояния в антикризисном управлении?
8. В чем заключаются основные функции контроллинга как способа профилактики кризисов?
9. Какие основные задачи решаются стратегическим контроллингом?
10. Какие основные задачи решаются оперативным контроллингом?

Глава 5

ОЦЕНКА ОБЪЕКТОВ НЕДВИЖИМОСТИ

- 5.1. Виды стоимости недвижимого имущества**
- 5.2. Доходный подход к оценке недвижимости**
- 5.3. Рыночный подход к оценке недвижимости**
- 5.4. Определение износа зданий и сооружений**

5.1. ВИДЫ СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОГО ИМУЩЕСТВА

Стоимость недвижимости создают четыре фундаментальных фактора, действующих на рынке:

- 1) спрос на недвижимость со стороны платежеспособных покупателей;
- 2) полезность;
- 3) ограниченность предложения;
- 4) принадлежность объектов недвижимости.

Для приобретателя объекта недвижимости принципиальное значение имеют три показателя:

- 1) оптимальная величина дохода от недвижимости;
- 2) надежность его получения;
- 3) длительность получения дохода.

При определении стоимости необходимо учитывать размер, риск и время, связанные с получением дохода от использования имущества.

Последовательность процесса оценки заключается в следующем:

- определение цели и задач;
- составление плана оценки;

- сбор, проверка и анализ информации; выбор обоснованных подходов к оценке;
- расчет стоимости оцениваемого объекта (предприятия) на основе выбранного подхода;
- согласование результатов и подготовки итогового заключения;
- отчет о результатах оценки стоимости;
- презентация заказчику.

Стоимость — это деньги или денежный эквивалент, который покупатель готов обменять на какой-либо предмет или объект.

Различают термины: стоимость — мера того, сколько потенциально покупатель будет готов заплатить за оцениваемый объект; *затраты* — мера того, за сколько потенциально покупатель будет готов приобрести объект собственности, аналогичный оцениваемому. Указанные затраты могут не отличаться от той суммы, которую готов заплатить покупатель.

Цена — отражает, сколько было израсходовано на приобретение сходных объектов в предыдущих сделках. Цены продавца и цены прошлых сделок не всегда выражают реальную меру стоимости объекта на дату оценки.

Таким образом, рыночная цена предприятия — это денежная мера его стоимости, установленная покупателем данного вида собственности в процессе торговой сделки (купли-продажи), компромисса между продавцом и покупателем. Рыночная цена предприятия — это денежная сумма, уплаченная владельцу предприятия за отчуждение его собственности в пользу покупателя, осуществленное на открытом рынке в условиях совершенной конкуренции.

Следует отметить, что цена объекта недвижимости редко совпадает с его стоимостью и в зависимости от ситуации на рынке недвижимости может быть выше или ниже стоимости.

Различают такие виды стоимости, как инвестиционная, ликвидационная, рыночная, балансовая, страховая, арендная, заемная и др.

Наглядной формой стоимости является *рыночная стоимость*. Она выражает вероятную цену, которую можно получить от продажи имущества на конкурентном рынке при соблюдении всех условий, присущих справедливой сделке. Это означает, что покупатель и продавец действуют рационально, со знанием дела, а при обсуждении цены стороны не испытывают давления каких-либо чрезвычайных обстоятельств.

Рыночная стоимость не всегда достижима и по этой причине цена сделки не всегда совпадает с обоснованной рыночной стоимостью объекта собственности. Определяется наиболее вероятная продажная цена, которая может отличаться от рыночной стоимости объекта.

Стоимость в пользовании — это стоимость собственности для индивидуального пользователя или группы пользователей (например, стоимость недвижимости на действующем предприятии). Поскольку стоимость в пользовании связана с потребностями конкретного пользователя, то ее часто называют *субъективной стоимостью*. Примером стоимости в пользовании может быть *инвестиционная стоимость*. В отличие от рыночной стоимости, предполагающей наличие “типичного” покупателя, инвестиционная стоимость определяется запросами конкретного инвестора и связана с *текущей стоимостью* будущих потоков доходов, получаемых от использования собственности.

Текущая стоимость — это дисконтированная стоимость будущих денежных потоков, вычисленная на нулевой период времени, т. е. на момент принятия решения об инвестировании.

Взаимосвязь целей оценки и видов стоимости, используемых при оценке, проявляется в следующем: помощь покупателю (продавцу) в определении потенциальной цены — *рыночная стоимость*; установление целесообразности инвестиций — *инвестиционная*; составление заявки на получение ипотечного кредита — *залоговая*; имущественная оценка для целей налогообложения — *рыночная или иная стоимость*, признаваемая налоговым законодательством; заключение договора со страховщиком — *страховая*; возможная ликвидация действующего предприятия (полная или частичная) — *ликвидационная стоимость*.

5.2. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ

Для оценки недвижимости (земли, зданий и сооружений) применяют три подхода: доходный, рыночный и затратный. Доходный подход включает два метода:

- 1) метод капитализации доходов;
- 2) метод дисконтирования денежных потоков.

Доходы от владения недвижимостью представляют собой текущие и будущие поступления от сдачи ее в аренду, доходы от возможного прироста стоимости недвижимости при ее реализации в будущем. Конечный результат оценки по данному методу включает как стоимость земельного участка, так и стоимость зданий и сооружений.

Можно выделить следующие этапы процедуры оценки методом капитализации.

На первом этапе оценивают потенциальный валовой доход (ПВД). Он зависит от площади оцениваемого объекта и установленной ставки арендной платы:

$$\text{ПВД} = S \cdot A,$$

где S — площадь помещения, сдаваемого в аренду, м^2 ;

A — арендная ставка за 1 м^2 .

Как правило, величина арендной ставки зависит от местоположения объекта, его физического состояния, наличия коммуникаций, срока аренды и др.

На втором этапе рассчитывают предполагаемые потери от недоиспользования объекта недвижимости и потери при сборе платежей. Понижение ПВД на сумму возможных потерь дает величину реального валового дохода (РВД):

$$\text{РВД} = \text{ПВД} - \text{потери}.$$

На третьем этапе вычисляют предполагаемые затраты по эксплуатируемой недвижимости. Периодические расходы, обеспечивающие ее нормальное функционирование, называют операционными издержками.

Их классифицируют:

- 1) на условно-переменные затраты (коммунальные платежи, расходы по обслуживанию территории, оплата труда обслуживающего персонала и т. д.);
- 2) условно-постоянные затраты (арендная плата, страховые платежи и т. д.);
- 3) расходы на замещение (например, на замену кровли, полов, сантехническое оборудование и др.).

На четвертом этапе устанавливают прогнозируемый чистый операционный доход (ЧОД) путем понижения РВД на величину операционных расходов. Следовательно, ЧОД определяют по формуле

$$\text{ЧОД} = \text{РВД} - \text{Операционные расходы} \\ (\text{за вычетом амортизационных отчислений}).$$

На пятом этапе рассчитывают коэффициент капитализации, применяя несколько методов:

- а) кумулятивного построения;
- б) вычисления данного коэффициента с учетом возмещения капитальных затрат;
- в) связанных инвестиций, или технику инвестиционных групп;
- г) прямой капитализации.

Указанные методы освещены в литературе по оценке недвижимости¹.

На последнем (шестом) этапе стоимость недвижимого имущества определяют путем деления величины прогнозируемого ЧОД на коэффициент капитализации:

$$\Pi_{\text{он}} = \frac{\text{ЧОД}}{K},$$

где $\Pi_{\text{он}}$ — стоимость объекта недвижимости;

K — коэффициент капитализации, доли единицы.

¹ Оценка бизнеса / Под ред. А. Г. Грязновой и М. А. Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2006. С. 156–162.

Метод дисконтированных денежных потоков (DCF) используют для вычисления текущей стоимости тех будущих доходов, которые принесут обладание объектом недвижимости и возможность его реализации.

Определение обоснованной рыночной стоимости с применением метода DCF можно подразделить на несколько этапов:

1. Составляют прогноз потока будущих доходов (FV) в период владения объектом недвижимости. В этих целях используют формулу

$$FV = PV \cdot (1 + r)^t,$$

где FV — будущая стоимость денежного потока от объекта недвижимости;

PV — настоящая стоимость денежного потока от объекта недвижимости;

r — ставка дисконтирования (доли единицы);

t — расчетный период (годы).

2. Рассчитывают стоимость оцениваемого объекта недвижимости на конец периода владения, т. е. стоимость предполагаемой перепродажи (реверсии), даже если на практике продажу не предполагают.

3. Устанавливают дисконтную ставку для оцениваемого объекта с учетом реального рынка.

4. Производят приведение будущей стоимости доходов в период владения и прогнозируемой стоимости реверсии к текущей стоимости (PV). Следовательно, стоимость объекта недвижимости вычисляют по формуле

$$\begin{aligned} & \text{Стоимость объекта недвижимости} = \\ & \text{Текущая стоимость периодического потока доходов} + \\ & \quad + \text{Текущая стоимость реверсии} \end{aligned}$$

Текущую стоимость периодического потока доходов (PV) определяют по формуле

$$PV = \frac{FV}{(t + r)^t}.$$

5.3. РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ

Рыночный подход при оценке недвижимости представлен:

- 1) методом сравнения продаж;
- 2) методом валового рентного мультипликатора.

Метод сравнения продаж основан на изучении и анализе информации о продаже аналогичных объектов недвижимости за последние 3–6 месяцев. Базовым принципом метода сравнительных продаж является принцип замещения. Он заключается в том, что при наличии на рынке нескольких объектов недвижимости аналогичной полезности инвестор не заплатит за приобретаемый объект большей цены.

Под полезностью подразумевают систему характеристик объекта, определяющих назначение, возможность и способы его использования, а также размеры и сроки получения дохода. Данный метод является предпочтительным лишь при наличии достаточного объема достоверной информации по недавно совершенным сделкам. Эта информация включает сведения о ценах сделок, продавцах и покупателях. Необходимо установить: действовал ли покупатель либо продавец в условиях финансового давления; являлись ли обе стороны сделки независимыми; располагали ли они типичной для данного рынка информацией; было ли финансирование типичным для рынка недвижимости.

Метод сравнения продаж включает два основных этапа:

- 1) выбор объектов недвижимости — аналогов (не менее 3–5 сопоставимых продаж);
- 2) оценку поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости.

Оценка поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости осуществляются по двум компонентам:

- единицам сравнения;
- элементам сравнения.

Используют следующие единицы сравнения:

- цена за 1 м² — в деловых центрах городов и для офисов;
- цена за 1 лот — идентичные по форме и размеру участки в районах жилой и дачной застройки;

- цена за единицу плотности — коэффициент отношения площади застройки к площади земельного участка;
- цена за 1 га — для больших массивов земель сельскохозяйственного назначения, промышленного и жилищного строительства и др.

Элементами сравнения для объектов недвижимости являются:

- предоставляемые имущественные права;
- условия финансирования сделки (например, продавцом недвижимости);
- условия продаж (знание цен на рынке недвижимости);
- месторасположение объекта недвижимости и его физические характеристики.

Расчет скорректированной стоимости объекта недвижимости осуществляют с учетом поправок. Поправками называют корректировки, вносимые в цену продаж объекта-аналога в процессе приведения его цены к характеристикам оцениваемого объекта. Объектом корректировки выступает цена продажи сопоставимого объекта недвижимости. Исходя из отношения к цене объекта сравнения поправки классифицируют на процентные и денежные (относительные и абсолютные).

Стоимость оцениваемого объекта с учетом поправки на проведенный ремонт определяют по формуле

$$Ц_{он} = \frac{Ц_{ан}}{S_{ан}} \cdot \phi S,$$

где $Ц_{он}$ — стоимость оцениваемого объекта;
 $Ц_{ан}$ — цена продажи объекта-аналога;
 ϕ — поправка на проведенный ремонт;
 $S_{ан}$ — площадь аналога;
 S — площадь оцениваемого объекта.

Метод валового рентного мультипликатора также представляет рыночный подход.

Валовой рентный мультипликатор — это отношение продажной цены к потенциальному или действительному валовому доходу.

Данный метод предполагает три этапа:

1) оценивается рыночный рентный доход, генерируемый объектом недвижимости;

2) определяется отношение валового дохода к продажной цене исходя из недавних рыночных сделок;

3) устанавливается вероятная стоимость оцениваемого объекта путем умножения рыночного рентного дохода от оцениваемого объекта на валовой рентный мультипликатор:

$$C_{\text{он}} = \text{РД} \cdot M_{\text{вр}}; \text{РД} = \frac{C_{\text{ан}}}{\text{ПВД}_{\text{ан}}},$$

где $C_{\text{он}}$ — стоимость оцениваемого объекта;

РД — рентный доход оцениваемого объекта;

$M_{\text{вр}}$ — валовой рентный мультипликатор;

$C_{\text{ан}}$ — цена продажи аналога;

$\text{ПВД}_{\text{ан}}$ — потенциальный валовой доход аналога.

Валовой рентный мультипликатор не корректируют на различия, которые наблюдаются между оцениваемым и сопоставимым объектами недвижимости, так как в основу расчета валового рентного дохода положены фактические арендные платежи и продажные цены, в которых учтены указанные различия.

При использовании данного подхода расчеты осуществляют в следующей последовательности:

1) определяют стоимость земельного участка;

2) производят оценку зданий и сооружений;

3) устанавливают износ зданий и сооружений.

Оценку стоимости земельных участков осуществляют с помощью следующих методов:

- техники остатка для земли;
- средневзвешенного коэффициента капитализации;
- сравнения продаж;
- капитализации;
- валового рентного мультипликатора и др.

Оценку зданий и сооружений производят следующими способами:

- сравнительной единицы;
- поэлементного расчета (разбивки на компоненты);
- индексного способа оценки.

5.4. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ИЗНОСА ЗДАНИЙ И СООРУЖЕНИЙ

Одним из методов определения износа зданий и сооружений является метод срока жизни.

При использовании метода срока жизни объекта оперируют следующими терминами.

Срок экономической жизни — временной интервал, в течение которого объект недвижимости приносит его владельцу прибыль. Срок экономической жизни прекращается, когда производимые улучшения перестают вносить вклад в стоимость объекта вследствие его общего устаревания.

Срок физической жизни объекта — это период времени, в течение которого существует здание или сооружение. Срок физической жизни заканчивается их сносом.

Эффективный возраст (экспертно оцениваемый) базируется на оценке внешнего вида объекта с учетом его состояния. Данный возраст соответствует физическому состоянию объекта.

Срок остающейся экономической жизни характеризует лаг от даты оценки и до завершения его экономической жизни.

Нормативный срок службы объекта определяется соответствующими нормативными актами. Например, Налоговым кодексом РФ (часть вторая), постановлениями Правительства РФ и т. д.

Взаимосвязь износа, восстановительной стоимости, эффективного возраста и типичного срока экономической жизни объекта определяют по формуле

$$\frac{И}{С_н} = \frac{\mathcal{E}_н}{\mathcal{E}_н},$$

где $И$ — величина износа объекта;

C_v — восстановительная стоимость;

Θ_v — эффективный возраст, лет;

Θ_{*} — срок экономической жизни, лет.

Метод срока жизни применяют как для определения общего износа, так и для установления его отдельного вида (устраняемого и неустраняемого физического износа, устраняемого функционального износа, а также внешнего износа) по конкретному объекту недвижимости.

Контрольные вопросы

1. Какие этапы включает процесс оценки недвижимости?
2. В чем заключаются отличия стоимости и цены объекта недвижимости?
3. Какие виды стоимости применяются в процессе оценки недвижимости?
4. Какие подходы применяют в оценке недвижимости?
5. Какие этапы включает процедура оценки методом капитализации?
6. Какой метод используют для вычисления текущей стоимости будущих доходов, которые принесут обладание объектом недвижимости и возможность его реализации?
7. Какими методами представлен рыночный подход при оценке недвижимости?
8. Какие этапы включает процедура оценки методом валового рентного мультипликатора?
9. Какими методами производят оценку стоимости земельных участков?
10. Какие методы применяют для определения износа зданий и сооружений?

ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ

- 6.1. Доходный подход к оценке рыночной стоимости машин и оборудования**
- 6.2. Рыночный подход к оценке стоимости машин и оборудования**
- 6.3. Затратный подход к оценке рыночной стоимости машин и оборудования**

6.1. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ

Наряду с определением рыночной стоимости объектов недвижимости устанавливают стоимость машин и оборудования, входящих в имущественный комплекс предприятия.

Машины и оборудование характеризуют следующие признаки:

- не связаны жестко с землей;
- обладают свойством перемещения в другие места без нанесения невосполнимого ущерба зданиям и сооружениям, где их вновь устанавливают;
- могут быть как функционально самостоятельными, так и формировать технологические комплексы.

Исходя из целей оценки ее объектом могут выступать:

- одна отдельно взятая машина или оборудование (для страхования, купли-продажи, сдачи в аренду);

- множество условно независимых друг от друга единиц техники (переоценка машин и оборудования);
- производственно-технологические системы — комплекс технических средств.

В первом случае оценку осуществляют “россыпью”; во-втором — “потокм”; в третьем случае — это “системная оценка”.
Оценку машин и оборудования также осуществляют с помощью трех подходов: доходного, рыночного и затратного.

Для реализации доходного подхода целесообразно определить ожидаемый доход от оцениваемого объекта. Расчет осуществляют в несколько этапов:

- 1) вычисляют операционный доход от использования производственной системы (предприятия, цеха, участка);
- 2) методом остатка устанавливают ту часть дохода, которую можно отнести к машинному парку системы;
- 3) с помощью метода капитализации или метода дисконтирования вычисляют стоимость всего машинного парка.

6.2. РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ

Рыночный подход к оценке стоимости машин и оборудования выражен прежде всего методом прямого сравнения. Объект-аналог должен иметь то же функциональное назначение, а также конструкторско-технологическое средство, что и оцениваемый.

Расчет методом прямого сравнения продаж производят в два этапа:

- 1) поиск объекта-аналога;
- 2) внесение корректировок в цену аналога.

Используют два вида корректировок:

- а) абсолютные, вносимые прибавлением или вычитанием суммы поправки;
- б) коэффициентные, вносимые посредством умножения абсолютной величины стоимости на соответствующий коэффициент.

Таким образом, стоимость машины или единицы оборудования устанавливают по формуле

$$C_{\text{мо}} = C_{\text{ан}} \cdot K_1 \cdot K_2 \cdot K_3 \cdot K_n + C_{\text{доп}},$$

где $C_{\text{мо}}$ — стоимость машины или единицы оборудования;

$C_{\text{ан}}$ — стоимость объекта-аналога;

K_1, K_2, K_3, K_n — корректирующие коэффициенты, учитывающие отличия в значениях параметров оцениваемых объектов и аналогов;

$C_{\text{доп}}$ — стоимость дополнительных устройств, наличием которых отличается сравниваемый объект.

При использовании метода прямого сравнения продаж в первую очередь вносят коэффициентные корректировки, а затем абсолютные поправки.

6.3. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ

Затратный подход при оценке стоимости машин и оборудования базируется на принципе замещения. Для вычисления стоимости восстановления или замещения, которые являются базой для расчетов в затратном подходе, требуется определить затраты (издержки), связанные с созданием, приобретением и установкой оцениваемых машин и оборудования.

Под стоимостью восстановления оцениваемых технических средств подразумевают стоимость воспроизводства их точного аналога в текущих ценах на дату оценки либо стоимость приобретения нового объекта, полностью идентичного данному, также в текущих ценах.

Остаточную стоимость выражают восстановительной стоимостью объекта за вычетом начисленного износа.

Под стоимостью замещения оцениваемых машин и оборудования понимают номинальную стоимость приобретения аналогичных новых объектов, максимально похожих на оцениваемые в текущих ценах.

Остаточную стоимость замещения устанавливают как стоимость замещаемого объекта за вычетом износа. Следовательно, в первом варианте речь идет об идентичных объектах, а во втором — об аналогичных.

Для выявления того, какие объекты относятся к идентичным, а какие — к аналогичным, целесообразно дать характеристику потребительских свойств машин и оборудования и их параметров:

- 1) функциональные показатели (производительность, мощность, грузоподъемность и др.);
- 2) эксплуатационные показатели (долговечность, безопасность, сохраняемость и др.);
- 3) конструктивные показатели (масса, вес, состав важнейших конструктивных материалов);
- 4) показатели экономичности эксплуатации (затраты ресурсов на единицу мощности, времени эксплуатации и др.);
- 5) эстетические показатели.

При определении сходства машин и оборудования правомерно выделить три параметра:

- а) функциональное сходство (по сфере применения и назначения);
- б) конструктивное сходство;
- в) параметрическое сходство (по значению отдельных параметров).

При полном соответствии функционального, конструктивного и параметрического сходства принято говорить об идентичности объектов, а при частичном сходстве — об аналогичности.

При затратном подходе к оценке машин и оборудования используют следующие методы:

- 1) метод вычисления по цене однородного объекта;
- 2) метод поэлементного расчета;
- 3) индексный метод оценки.

В случае применения метода расчета по цене однородного объекта оценщик осуществляет работу в следующей последовательности.

1. Для оцениваемого объекта выбирают однородный объект, похожий на оцениваемый прежде всего по технологии производства, используемым материалам и конструкции. Цена однородного объекта известна.

2. Вычисляют себестоимость однородного объекта по формуле

$$СБ_{одн} = \frac{(1 - Н_{ндс}) \cdot (1 - Н_{нп} - К_p) \cdot Ц_{одн}}{1 - Н_{нп}},$$

где $СБ_{одн}$ — себестоимость однородного объекта;

$Н_{ндс}$ — ставка налога на добавленную стоимость (доли единицы);

$Н_{нп}$ — ставка налога на прибыль (доли единицы);

$К_p$ — коэффициент рентабельности продукции (доли единицы);

$Ц_{одн}$ — цена однородного объекта.

Возможно принятие показателя рентабельности продукции в следующих величинах:

а) для изделий, пользующихся спросом, — 0,25–0,35;

б) для изделий, имеющих средний спрос, — 0,1–0,25;

в) для низкорентабельных изделий — 0,05–0,1.

3. Вычисляют себестоимость оцениваемого объекта. Для этого в себестоимость однородного объекта вносят корректировки, учитывающие различия в массе объектов:

$$СБ_{оц} = СБ_{одн} \cdot \frac{М_{оц}}{М_{одн}},$$

где $СБ_{оц}$ — себестоимость оцениваемого объекта;

$СБ_{одн}$ — себестоимость однородного объекта;

$М_{оц}, М_{одн}$ — масса конструкции оцениваемого и однородного объекта.

4. Определяют восстановительную стоимость оцениваемого объекта ($С_v$):

$$С_v = \frac{(1 - Н_{нп}) \cdot СБ_{оц}}{1 - Н_{нп} - К_p}.$$

Если оценивают машины и оборудование, спрос на которые отсутствует, то их стоимость принимают в размере себестоимости.

При использовании метода поэлементного расчета выполняют следующие этапы:

1. Составляют перечень комплектующих узлов и агрегатов оцениваемого объекта. Обобщают информацию о ценах на комплектующие изделия и агрегаты.

2. Устанавливают полную себестоимость объекта оценки по формуле

$$СБ_{\text{оц}} = C_{\text{ку}} + C_{\text{зи}},$$

где $СБ_{\text{оц}}$ — полная себестоимость оцениваемого объекта;
 $C_{\text{ку}}$ — стоимость комплектующего узла или агрегата;
 $C_{\text{зи}}$ — собственные затраты изготовителя (например, затраты на сборку).

3. Вычисляют восстановительную стоимость оцениваемого объекта. При использовании индексного метода оценки осуществляют приведение базовой стоимости объекта оценки (первоначальной или восстановительной стоимости) к современному состоянию с помощью индекса изменения цен по соответствующей группе машин и оборудования за определенный период:

$$C_{\text{в}} = C_{\text{б}} \cdot I_{\text{иц}},$$

где $C_{\text{в}}$ — восстановительная стоимость объекта;
 $C_{\text{б}}$ — балансовая стоимость объекта;
 $I_{\text{иц}}$ — индекс изменения цен.

Целесообразно индексировать затраты, из которых состоит себестоимость оцениваемого объекта. При этом используют ценовые индексы ресурсов. Для вычисления остаточной стоимости машин и оборудования из восстановительной стоимости исключают суммарный износ: физический, функциональный и внешний.

Физический износ измеряют с помощью:

- 1) метода срока жизни;
- 2) метода укрупненной оценки технического состояния объекта.

Метод укрупненной оценки технического состояния реагируют с помощью специальных оценочных шкал (табл. 4).

Таблица 4

Оценочная шкала для вычисления физического износа активной части основных средств

Физический износ, %	Оценка технического состояния	Интерпретация технического состояния объектов
0–20	Хорошее	Повреждений и деформаций нет. Присутствуют отдельные неисправности, которые устраняют с помощью текущего ремонта
21–40	Удовлетворительное	Элементы в целом пригодны для эксплуатации, однако требуют ремонта в процессе их использования
41–60	Неудовлетворительное	Эксплуатация элементов возможна при условии проведения ремонта
61–80	Аварийное	Состояние элементов аварийное. Выполнение элементами своих функций возможно при их замене на новые
81–100	Непригодные для дальнейшей эксплуатации	Элементы находятся в непригодном для дальнейшего использования состоянии и подлежат ликвидации

Функциональный износ выражает потерю стоимости объекта, вызванную внедрением более дешевых технических средств либо выпуском более экономичных и производительных аналогов. Его устанавливают экспертным путем.

Внешний износ определяют методом связанных пар продаж. Сравнивают два сопоставимых объекта, один из которых имеет признаки внешнего износа, а другой — нет. Разница в ценах продаж выражает внешний (экономический) износ.

Контрольные вопросы

1. Какие признаки характеризуют машины и оборудование как объект оценки?
2. Какими методами определяют ожидаемый доход от оцениваемого объекта?
3. Какие этапы включает расчет стоимости объекта оценки методом прямого сравнения продаж?
4. На каком принципе базируется затратный подход при оценке стоимости машин и оборудования?
5. Что понимают под стоимостью замещения оцениваемых машин и оборудования?
6. Какие параметры дают характеристику потребительских свойств машин и оборудования?
7. Какие методы использует затратный подход к оценке машин и оборудования?
8. Какие виды износа включает суммарный износ машин и оборудования?
9. Что представляет метод укрупненной оценки технического состояния объекта?
10. Что представляет собой метод связанных пар продаж для определения внешнего износа?

Глава 7

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ

- 7.1. Особенности учета нематериальных активов**
- 7.2. Доходный подход к оценке рыночной стоимости нематериальных активов**
- 7.3. Рыночный и затратный подходы к оценке нематериальных активов**
- 7.4. Особенности оценки нематериальных активов с использованием имущественного подхода**

7.1. ОСОБЕННОСТИ УЧЕТА НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ

К нематериальным активам, используемым в хозяйственной деятельности в течение периода, превышающего 12 месяцев, и приносящим предприятию доход, относят права, возникающие:

- 1) от авторских и иных договоров на проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, на программы для ЭВМ, базы данных и др.;
- 2) из патентов на изобретения, промышленные образцы, из свидетельств на полезные модели, на товарные знаки и знаки обслуживания или лицензионных договоров на их обслуживание;
- 3) из прав на ноу-хау;
- 4) из организационных расходов (расходов, связанных с образованием юридического лица), признанных в соответствии

с учредительными документами частью вклада участников в уставный (складочный) капитал организации;

5) из деловой репутации фирмы и др.

Стоимость нематериальных активов погашают путем начисления амортизации в течение установленного срока их полезного использования.

По объектам, по которым осуществляют погашение стоимости, амортизационные отчисления определяют одним из следующих способов:

1) линейным способом на основе норм, установленных предприятием с учетом срока их полезного использования;

2) способом списания стоимости пропорционально объему продукции (работ);

3) способом уменьшаемого остатка.

В течение отчетного года амортизационные отчисления по нематериальным активам начисляют ежемесячно независимо от применяемого способа начисления в размере $1/12$ годовой суммы. В сезонных производствах годовая сумма амортизационных отчислений начисляется равномерно в течение периода работы предприятия в отчетном году.

Определение срока полезного использования нематериальных активов осуществляют исходя:

а) из срока действия патента, свидетельства и других ограничений сроков использования объектов интеллектуальной собственности согласно законодательству РФ;

б) из ожидаемого срока использования этого объекта, в течение которого предприятие может получить экономические выгоды (доход).

Для отдельных групп нематериальных активов срок полезного использования определяют исходя из количества продукции или иного натурального параметра объема работ, ожидаемого к получению в результате использования данного актива.

Для нематериальных активов, по которым невозможно установить срок полезного использования, нормы амортизационных отчислений принимают в расчете на двадцать лет (но не более срока деятельности предприятия), а в налоговом уче-

те — на десять лет. Начисление амортизации нематериальных активов производят независимо от финансовых результатов деятельности предприятия в отчетном периоде.

Амортизационные отчисления по нематериальным активам показывают в бухгалтерском учете одним из следующих способов: путем накопления соответствующих сумм на отдельном счете либо путем понижения первоначальной стоимости инвентарного объекта. Применение одного из способов отражения в бухгалтерском учете амортизации по группе однородных нематериальных активов осуществляют в течение всего срока их полезного использования. Если амортизационные отчисления по каким-либо нематериальным активам отражают в бухгалтерском учете путем понижения их первоначальной стоимости, то после полного погашения этой стоимости инвентарные объекты продолжают показывать в учетных регистрах (до прекращения срока действия патента, свидетельства других охранных документов) в условной оценке, принятой предприятием, с отнесением суммы оценки на финансовые результаты.

Нематериальные активы принимают к бухгалтерскому учету по первоначальной стоимости. Первоначальная стоимость нематериальных активов, приобретенных за плату, определяется как сумма фактических расходов на приобретение, за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов (кроме случаев, предусмотренных законодательством РФ).

Фактическими расходами на приобретение нематериальных активов могут быть:

- суммы, уплачиваемые в соответствии с договором уступки (приобретения) прав правообладателю (продавцу);
- суммы, уплачиваемые организациям за информационные и консультационные услуги, связанные с приобретением нематериальных активов;
- регистрационные сборы, таможенные пошлины и другие аналогичные платежи, осуществленные в связи с уступкой (приобретением) исключительных прав правообладателя;

- вознаграждение, уплачиваемое посреднической организации, через которую приобретен объект нематериальных активов;
- возмещаемые налоги, уплачиваемые в связи с приобретением нематериальных активов, и др.

При оплате приобретаемых нематериальных активов, если условиями договора предусмотрена отсрочка (рассрочка) платежа, фактические расходы принимают к бухгалтерскому учету в полной сумме кредиторской задолженности.

Первоначальную стоимость нематериальных активов, созданных самим предприятием, определяют как сумму фактических расходов на создание, изготовление, за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов. Не включают в фактические расходы на приобретение, создание нематериальных активов общехозяйственные и иные аналогичные расходы, кроме случаев, когда они непосредственно связаны с приобретением этих активов.

Оценку нематериальных активов, стоимость которых при приобретении определена в иностранной валюте, осуществляют в рублях путем пересчета иностранной валюты по курсу Центрального банка России, действующему на дату приобретения предприятием объектов по праву собственности, хозяйственного ведения и оперативного управления.

В практической деятельности предприятий необходимость оценки нематериальных активов возникает в случаях:

- 1) купли-продажи прав на объекты интеллектуальной собственности;
- 2) добровольной продажи патентов на объекты интеллектуальной собственности;
- 3) принудительного лицензирования и определения ущерба в результате нарушения прав интеллектуальной собственности;
- 4) внесения вкладов в уставный капитал других организаций;
- 5) акционирования, слияния и поглощения;
- 6) оценки данных активов при внесении изменений в бухгалтерскую отчетность и т. д.

К особенностям оценки интеллектуальной собственности можно отнести зависимость ее стоимости:

- а) от объема передаваемых прав;**
- б) возможности неожиданного использования;**
- в) уровня готовности к коммерческому применению.**

Оценку нематериальных активов осуществляют в следующей последовательности:

- 1) экспертиза объектов интеллектуальной собственности;**
- 2) экспертиза охранных документов (патентов и свидетельств);**
- 3) экспертиза прав на интеллектуальную собственность.**

При определении рыночной стоимости интеллектуальной собственности следует руководствоваться следующими принципами:

- полезности (рыночную стоимость имеют такие объекты, которые способны удовлетворять конкретные потребности при их использовании в течение определенного периода времени);**
- спроса и предложения (рыночная стоимость объекта интеллектуальной собственности зависит от спроса и предложения на рынке и характера конкуренции продавцов и покупателей);**
- замещения (рыночная стоимость объекта не может превышать наиболее вероятные затраты на приобретение объекта эквивалентной полезности);**
- ожидания (рыночная стоимость объекта интеллектуальной собственности зависит от ожидаемой величины, продолжительности и вероятности получения доходов/выгод за определенный период времени при наиболее эффективном его использовании);**
- изменения (рыночная стоимость объекта интеллектуальной собственности изменяется во времени и определяется на конкретную дату);**
- внешнего влияния (рыночная стоимость объекта зависит от внешних факторов: рыночной инфраструктуры, международного и национального законодательства, политики государства в области интеллектуальной собственности, возможности и степени правовой защиты и др.);**

- наиболее эффективного использования (рыночная стоимость интеллектуальной собственности определяется исходя из способа использования интеллектуальной собственности, являющегося экономически оправданным, соответствующим требованиям законодательства, финансово осуществимым, в результате которого расчетная величина стоимости интеллектуальной собственности будет максимальной, а наиболее эффективное использование интеллектуальной собственности может не совпадать с ее текущим использованием).

В процессе оценки данных активов могут использоваться три подхода: доходный, рыночный и затратный.

7.2. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ

Доходный подход предполагает использование следующих методов:

- избыточных прибылей;
- дисконтирования денежных потоков;
- освобождения от роялти;
- преимущества в прибылях.

Указанные методы достаточно подробно представлены в специальной литературе по оценке имущества (активов). Раскроем только метод освобождения от роялти.

Данный метод используют при оценке патентов и лицензий. Владелец патента представляет другому лицу право на использование объекта интеллектуальной собственности за определенное вознаграждение (роялти). Роялти выражают в процентах от общей выручки от продажи товаров, произведенных с применением патентованного средства. Исходя из данного метода, стоимость интеллектуальной собственности представляет собой величину будущих платежей по роялти в течение экономического срока службы патента или лицензии. Размер роялти устанавливают на основании анализа рынка. Данный метод имеет признаки как доходного, так и рыночного подходов.

Важнейшие этапы этого метода:

- 1) составляют прогноз объема продаж, по которым предполагаются выплаты роялти;
- 2) устанавливают экономический срок службы патента или лицензии;
- 3) рассчитывают ожидаемые выплаты по роялти путем определения процентных отчислений от прогнозного объема продаж;
- 4) из ожидаемых выплат по роялти исключают величину расходов, связанных с использованием патента или лицензии (юридические, организационные и административные расходы);
- 5) вычисляют дисконтированные потоки прибыли от выплат роялти;
- 6) устанавливают сумму текущей стоимости потока прибыли от выплат по роялти.

7.3. РЫНОЧНЫЙ И ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ

Рыночный подход основан на принципе эффективности функционирующего рынка, на котором инвесторы приобретают и продают активы аналогичного типа. Данные по идентичным сделкам сравнивают с оцениваемыми.

Преимущества и недостатки оцениваемых активов по сравнению с выбранными аналогами учитывают путем применения соответствующих поправок.

Затратный подход базируется на применении следующих методов:

- 1) стоимости создания;
- 2) выигрыша в себестоимости.

При оценке стоимости нематериальных активов иногда применяют метод выигрыша в себестоимости. Стоимость нематериального актива измеряют через определение экономии на расходах в результате применения ноу-хау.

7.4. ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИМУЩЕСТВЕННОГО ПОДХОДА

Использование имущественного подхода в оценке нематериальных компонентов бизнеса имеет свои особенности. Это связано с тем, что оценка стоимости этой части активов предприятия (бизнеса) не может быть произведена непосредственно и предполагает, в свою очередь, использование специфических методов. Большая часть компонентов интеллектуального капитала не имеет самостоятельной (обособленной) стоимости (как, например, здание или автомобиль). У них есть только ценность в рамках определенного предприятия, которая заключается в способности наращивать его стоимость, т. е. стоимость бизнеса.

При нулевой величине результата оценки одной из составляющих частей интеллектуального капитала обнуляется стоимость всего интеллектуального капитала предприятия (бизнеса). Например, без клиентуры и соответствующей организационной структуры бизнеса знания специалиста ничего не стоят; в то же время при подписании специалистом трудового контракта с фирмой эти знания обретают цену. Причем эта цена будет разной в условиях разных предприятий.

Оценка стоимости нематериальных компонентов предприятия (интеллектуального капитала бизнеса) строится на том предположении, что в интересах оценки достаточно определить рыночную стоимость всей совокупности неидентифицируемых нематериальных активов предприятия, которая в терминологии называется "гудвиллом".

В оценочной практике считается, что гудвилл присутствует только при наличии избыточной прибыли и не может быть отделен от действующего предприятия (т. е. не может быть продан отдельно от него). Гудвилл возникает, когда компания получает стабильные, высокие прибыли, ее доходы на активы (или на собственный капитал) выше среднего, в результате чего стоимость бизнеса превосходит стоимость его чистых активов.

Имущественный подход в его чистом виде не позволяет учитывать стоимость репутации фирмы (гудвилла). Для этого используется комбинация традиционных методов затратного и доходного подходов, выражающаяся, в частности, в специальном *методе избыточных прибылей*.

Оценка рыночной стоимости совокупности нематериальных активов предприятия (гудвилла) состоит в том, чтобы выявить ту часть регулярно получаемых организацией прибылей ("избыточные прибыли"), которая не может быть объяснена наличием у нее оцененных по их рыночной стоимости материальных активов. Необходимо капитализировать эти активы. Оценить таким образом капитал, воплощенный в нематериальных активах, и поток доходов от нематериальных активов в виде части прибыли предприятия.

Метод избыточных прибылей основан на том, что избыточную прибыль приносят не отраженные в балансе нематериальные компоненты бизнеса, обеспечивающие доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня.

Алгоритм метода избыточных прибылей заключается в следующем:

1. Из общей стоимости активов организации по балансу (C_B) вычитают балансовую стоимость нематериальных активов (C_{HMA}) и получают чистую стоимость материальных активов ($C_{ЧМА}$):

$$C_B - C_{HMA} = C_{ЧМА}.$$

2. По отрасли, к которой относится предприятие, за несколько предшествующих периодов вычисляют (на основе данных мониторинга публикуемых финансовых отчетов открытых компаний-аналогов) показатель прибыли (ПР) от чистой стоимости материальных активов (ЧМА). Чистая стоимость материальных активов представляет собой сумму остаточной балансовой стоимости материальных активов за вычетом кредиторской задолженности.

3. Определяют размер ожидаемой прибыли от стоимости материальных активов предприятия (без учета влияния его нематериальных активов).

4. Разница между фактическими регулярно получаемыми прибылями (ПР) предприятия (по отчету о финансовых результатах) и суммой прибыли, которую можно было бы ожидать только в результате использования чистых материальных активов предприятия, представляет собой "избыточную прибыль" ($ПР_{изб}$):

$$ПР_{изб} = ПР - ПР_{ож}.$$

5. Предполагая, что наблюдаемые избыточные прибыли будут иметь место и в дальнейшем, можно капитализировать (по ставке К) поток этих прибылей и тем самым получить рыночную стоимость интеллектуального капитала анализируемой фирмы (бизнеса):

$$C_{HMA} = \frac{ПР_{изб}}{K}.$$

При оценке гудвилла потенциальные инвесторы рассчитывают ожидаемую будущую прибыль в течение срока, как правило, не превышающего 5 лет. При таких условиях ставка капитализации (К) определяется как величина, обратная количеству лет, приносящих избыточную прибыль (5 лет). Ставка капитализации будет равна:

$$K = (1 : 5) \cdot 100\% = 20\%.$$

Метод избыточных прибылей имеет следующие недостатки, ограничивающие его практическое применение:

1) игнорируются структура и качество элементов интеллектуального капитала, являющихся факторами создания стоимости бизнеса, т. е. предполагается, что все предприятия обладают интеллектуальным капиталом одинакового (среднего) качества;

2) не учитываются перспективы изменения структуры интеллектуального капитала бизнеса (предполагается, что интеллектуальный капитал статичен);

3) метод практически не работает для отраслей, где прибыль основана на интеллектуальном капитале (например, аудит, разработка программного обеспечения и др.), т. е. в том случае, когда доля материальных активов мала.

Контрольные вопросы

- 1. Какие права относят к нематериальным активам, используемым в хозяйственной деятельности предприятия?**
- 2. На основе чего осуществляют определение срока полезного использования нематериальных активов?**
- 3. Что относят к фактическим расходам на приобретение нематериальных активов?**
- 4. В какой последовательности осуществляют оценку нематериальных активов?**
- 5. Какие методы предполагает использование доходного подхода к оценке нематериальных активов?**
- 6. На применении каких методов базируется затратный подход?**
- 7. Как называют рыночную стоимость всей совокупности неидентифицируемых нематериальных активов предприятия?**
- 8. На чем основывается метод избыточных прибылей?**
- 9. Какие недостатки, ограничивающие его практическое применение, имеет метод избыточных прибылей?**
- 10. Каким методом определяется ставка капитализации при оценке гудвилла предприятия?**

Глава 8

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ТОВАРНО-МАТЕРИАЛЬНЫХ ЗАПАСОВ

- 8.1. Общая характеристика товарно-материальных запасов
- 8.2. Классификация товарно-материальных запасов по целевому назначению
- 8.3. Особенности учета товарно-материальных запасов
- 8.4. Особенности оценки товарно-материальных запасов

8.1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ТОВАРНО-МАТЕРИАЛЬНЫХ ЗАПАСОВ

Товарно-материальные запасы считаются фактором, обеспечивающим безопасность системы материально-технического снабжения, ее гибкое функционирование.

Существует три вида товарно-материальных запасов:

- 1) сырьевые материалы (в том числе комплектующие изделия и топливо);
- 2) товары, находящиеся на стадии изготовления;
- 3) готовая продукция.

Товарно-материальными запасами являются материальные ценности, ожидающие производственного или личного потребления в виде сырья, материалов, комплектующих, товаров, находящихся на стадии изготовления и готовой продукции.

Отсюда следует:

- 1) единственная функция запаса — обеспечение потребности;

2) определяющим для размера товарно-материального запаса является характер потребления запаса продукта данного вида;

3) вид запаса зависит от потребности, которую удовлетворяет запас.

Все запасы определены как совокупные. Они включают в себя сырье, материалы (основные и вспомогательные), полуфабрикаты, детали, готовые изделия, а также запасные части для ремонта средств производства. Основная часть совокупных запасов производства представляет собой предметы производства, входящие в материальный поток на различных стадиях его технологической переработки.

Совокупные запасы производства подразделяются на два вида: производственные и товарные (табл. 5).

Таблица 5

Виды запасов по месту нахождения и исполняемой функции

Производственные запасы	Товарные запасы
Запасы на предприятии-потребителе	Запасы готовой продукции на складе предприятия-изготовителя Запасы в каналах сферы обращения Запасы в пути Запасы на предприятиях торговли
Текущие Подготовительные Гарантийные Сезонные Переходящие	

Производственные запасы формируются в организациях-потребителях.

Товарные запасы находятся у организаций-изготовителей на складах готовой продукции, а также в каналах сферы обращения.

Запасы в пути (или транспортные запасы) находятся на момент учета в процессе транспортировки от поставщиков к потребителям.

Каждое отдельное предприятие является, с одной стороны, поставщиком, а с другой — потребителем. Следовательно, производственные и товарные запасы всегда имеются на предприятии.

Производственные запасы предназначены для производственного потребления. Они должны обеспечивать бесперебойность производственного процесса. Производственные запасы учитываются в натуральных, условно-натуральных и стоимостных измерителях. К ним относятся предметы труда, еще не использованные и не подвергнутые переработке.

Товарные запасы необходимы для бесперебойного обеспечения потребителей материальными ресурсами. Производственные и товарные запасы подразделяются на текущие, подготовительные, гарантийные, сезонные и переходящие.

Текущие запасы обеспечивают непрерывность снабжения производственного процесса между двумя поставками, а также организаций торговли и потребителей. Текущие запасы составляют основную часть производственных и товарных запасов. Их величина постоянно меняется.

Подготовительные запасы (или запасы буферные) выделяются из производственных запасов при необходимости дополнительной их подготовки перед использованием в производстве. Подготовительные запасы товарных средств производства формируются также в случае необходимости подготовить материальные ресурсы к отпуску потребителям.

Гарантийные запасы (или запасы страховые) — предназначены для непрерывного снабжения потребителя в случае непредвиденных обстоятельств: отклонения в периодичности и величине партий поставок от запланированных, изменения интенсивности потребления, задержки поставок в пути. В отличие от текущих запасов размер гарантийных запасов — величина постоянная. При нормальных условиях работы эти запасы неприкосновенны.

Сезонные запасы образуются при сезонном характере производства продуктов, их потребления или транспортировки. Сезонные запасы должны обеспечить нормальную работу

предприятия во время сезонного перерыва в производстве, потреблении или в транспортировке продукции.

Переходящие запасы — это остатки материальных ресурсов на конец отчетного периода. Они предназначены для обеспечения непрерывности производства и потребления в отчетном и следующем за отчетным периоде до очередной поставки. Классификация по времени характеризует различные количественные уровни запасов.

Максимальный желательный запас определяет уровень запаса, экономически целесообразный в данной системе управления запасами. Этот уровень может превышать. В различных системах управления максимальный желательный запас используется как ориентир при расчете объема заказа.

Пороговый уровень запаса используется для определения момента времени выдачи очередного заказа.

Текущий запас соответствует уровню запаса в любой момент учета. Он может совпасть с максимальным желательным запасом, пороговым уровнем или гарантийным запасом.

Гарантийный запас (или запас страховой) аналогичен гарантийному запасу в классификации по исполняемой функции и предназначен для непрерывного снабжения потребителя в случае непредвиденных обстоятельств.

Выделяют *неликвидные запасы* — длительно неиспользуемые производственные и товарные запасы. Они образуются вследствие ухудшения качества товаров во время хранения, а также морального износа.

8.2. КЛАССИФИКАЦИЯ ТОВАРНО-МАТЕРИАЛЬНЫХ ЗАПАСОВ ПО ЦЕЛЕВОМУ НАЗНАЧЕНИЮ

В зависимости от их целевого назначения запасы подразделяются на следующие категории:

– *технологические (переходные)* запасы, движущиеся из одной части логистической системы в другую;

– **текущие (циклические)** запасы, создаваемые в течение среднестатистического производственного периода, или запасы объемом в одну партию товаров;

– **резервные (страховые, или “буферные”)**; иногда их называют “запасами для компенсации случайных колебаний спроса” (к этой категории запасов относятся также запасы, создаваемые на случай ожидаемых изменений спроса или предложения на ту или иную продукцию, например в связи с трудовыми конфликтами, поднятием цен или отложенным спросом).

Таким образом, существует много причин для создания товарно-материальных запасов на предприятии, однако главной является стремление субъектов производственной деятельности к экономической безопасности. При этом стоимость создания запасов и неопределенность условий сбыта объективно противоречат требованию повышения эффективности производства.

Одним из стимулов к созданию запасов является стоимость их отрицательного уровня (дефицита). При наличии дефицита запасов существует три вида возможных издержек, перечисленных ниже в порядке увеличения их отрицательного влияния:

1) издержки в связи с невыполнением заказа (задержкой с отправкой заказанного товара), т. е. дополнительные затраты на продвижение и отправку товаров того заказа, который нельзя выполнить за счет имеющихся товарно-материальных запасов;

2) издержки в связи с потерей сбыта в случаях, когда постоянный заказчик обращается за данной покупкой в какую-то другую фирму (такие издержки измеряются в показателях выручки, потерянной из-за неосуществления торговой сделки);

3) издержки в связи с потерей заказчика в случаях, когда отсутствие запасов оборачивается не только потерей той или иной торговой сделки, но и тем, что заказчик начинает искать другие источники снабжения (такие издержки измеряются в показателях общей выручки, которую можно было бы получить от реализации всех потенциальных сделок заказчика).

Стоимость дефицита запасов больше, чем цена упущенных торговых сделок или нереализованных заказов. В нее входят и

потери времени на изготовление продукции, и потери рабочего времени, и потери времени из-за дорогостоящих перерывов в производстве при переходах между сложными технологическими процессами.

Технологические и переходные запасы. В любой момент времени в системе материально-технического снабжения обычно имеются определенные запасы, движущиеся из одной части этой системы в другую. В тех случаях материально-технического снабжения, когда перемещение запасов с одного уровня на другой занимает много времени, объем переходных запасов будет велик. При длительных сроках реализации заказов (например, при больших промежутках времени между изготовлением товара и его прибытием в готовом виде на склад) общее количество технологических запасов окажется сравнительно большим. Точно так же при больших временных интервалах между моментом выхода товара со склада и моментом его получения заказчиком будет накапливаться значительное количество переходных запасов.

Пример. При среднем уровне спроса на данный товар, равном 200 изделий в неделю, и сроке его поставки заказчику, равном двум неделям, общий объем переходных запасов этого товара составит в среднем 400 изделий.

Для вычисления (оценки) среднего количества технологических или переходных товарно-материальных запасов в данной системе материально-технического обеспечения в целом используется следующая формула:

$$J = N \cdot T,$$

где J — общий объем технологических или переходных (находящихся в процессе транспортировки) товарно-материальных запасов;

N — средняя норма продаж этих запасов на тот или иной период времени;

T — среднее время транспортировки.

Запасы объемом в одну партию товара, или циклические запасы. В большинстве случаев товары заказываются в коли-

чествах, избыточных по отношению к необходимым на данный момент времени объемам по следующим причинам:

- задержка с получением заказанных товаров в полном объеме, что вынуждает заказчиков (в особенности посредников) хранить какое-то время те или иные товары на складе;
- скидки, предоставляемые заказчикам при продаже им товаров крупными партиями;
- налогообложение торговых сделок с минимальным размером партий, делающее невыгодной отправку заказчику товаров в количествах меньше установленного размера.

При этом существуют определенные ограничения на размер товарно-материальных запасов. Ограничителем выступают издержки их хранения. Возникает необходимость достижения баланса между преимуществами и недостатками процессов заказа и хранения товаров.

Этот баланс достигается выбором оптимального объема партий заказанных товаров, или определением *экономического (оптимального) размера заказа* (economic order quantity, EOQ), который вычисляется по формуле

$$EOQ = \frac{2CD}{VP},$$

где С — затраты на производство;

D — средний уровень спроса;

V — удельные затраты на производство;

P — затраты на хранение.

Резервные, или “буферные”, товарно-материальные запасы служат своего рода “аварийным” источником снабжения в тех случаях, когда спрос на данный товар превышает ожидания.

На практике спрос на товары удается точно спрогнозировать чрезвычайно редко. Это же относится и к точности предсказания сроков реализации заказов, чем вызвана необходимость в создании резервных товарно-материальных запасов.

8.3. ОСОБЕННОСТИ УЧЕТА ТОВАРНО-МАТЕРИАЛЬНЫХ ЗАПАСОВ

Товарно-материальные запасы учитывают по фактической себестоимости.

Основными задачами подобного учета являются:

- правильное и своевременное документальное оформление операций и получение достоверных данных по заготовлению, поступлению и отпуску запасов;
- контроль за сохранностью запасов в местах их хранения на всех этапах их движения;
- своевременное выявление ненужных и излишних запасов с целью их возможной продажи;
- осуществление анализа эффективности использования запасов.

Фактической себестоимостью запасов, приобретенных за плату, признают сумму действительных затрат на приобретение, за исключением налога на добавленную стоимость, а также иных возмещаемых налогов.

Фактическими затратами на приобретение товарно-материальных запасов могут быть:

- 1) суммы, уплачиваемые в соответствии с договором поставщику (продавцу);
- 2) суммы, уплачиваемые организациям за информационные и консультационные услуги, связанные с приобретением товарно-материальных запасов;
- 3) таможенные пошлины и иные платежи;
- 4) невозмещаемые налоги, уплачиваемые в связи с приобретением единицы запасов;
- 5) вознаграждения, уплачиваемые посредникам;
- 6) затраты по заготовке и доставке товарно-материальных запасов до места их использования, включая расходы по страхованию;
- 7) иные затраты, связанные с приобретением запасов.

Не включают в фактические затраты на приобретение товарно-материальных запасов общехозяйственные и иные на-

кладные расходы, кроме расходов, непосредственно связанных с приобретением данных запасов.

Фактические затраты на приобретение запасов определяют (понижают или повышают) с учетом суммовых разниц, возникающих до принятия их к учету в случаях, когда оплату производят в рублях в сумме, эквивалентной сумме в иностранной валюте. Под суммовой разницей понимают разницу между рублевой оценкой фактически произведенной оплаты, выраженной в иностранной валюте, кредиторской задолженности по оплате запасов, исчисленной по официальному курсу на дату принятия ее к учету, и рублевой оценкой этой кредиторской задолженности, исчисленной по официальному курсу на дату ее погашения.

Учет и формирование затрат на производство запасов осуществляют в порядке, установленном для вычисления себестоимости соответствующих видов продукции.

8.4. ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ ТОВАРНО-МАТЕРИАЛЬНЫХ ЗАПАСОВ

Фактическая себестоимость запасов при их изготовлении самим предприятием устанавливается исходя из фактических затрат, связанных с производством этих запасов.

Фактическая себестоимость запасов, внесенных в счет вклада в уставный (складочный) капитал организации, устанавливается исходя из денежной оценки, согласованной ее учредителями.

Фактическую себестоимость запасов, полученных предприятием по договору дарения или безвозмездно, а также остающихся от выбытия основных средств и другого имущества, определяют исходя из текущей рыночной стоимости на дату оприходования. Под текущей рыночной стоимостью понимают сумму денежных средств, которая может быть получена в результате продажи указанных оборотных активов.

Фактической себестоимостью запасов, полученных по договорам, предусматривающим исполнение обязательств (оп-

лату) неденежными средствами, признают стоимость активов, переданных или подлежащих передаче предприятием.

Стоимость данных активов устанавливают исходя из цены, по которой в сравнимых обстоятельствах предприятие определяет стоимость аналогичных активов.

При невозможности установить стоимость активов, переданных или подлежащих передаче предприятием, стоимость запасов, полученных организацией по договорам, предусматривающим исполнение обязательств (оплату) неденежными средствами, определяют исходя из цены, по которой в сравнимых обстоятельствах приобретают аналогичные запасы.

Фактическая себестоимость запасов, по которой они были приняты к учету, изменению не подлежит. Организации торговли вправе включать в состав издержек обращения затраты по заготовке и доставке товаров до центральных складов (баз), производимые до момента их передачи в продажу. Товары, приобретенные организацией для продажи, оценивают по стоимости их приобретения.

Организациям розничной торговли разрешено производить оценку приобретенных товаров по продажной (розничной) стоимости с отдельным учетом наценок (скидок).

Запасы, не принадлежащие организации, но находящиеся в ее пользовании или распоряжении по условиям договора, принимают к учету в оценке, предусмотренной в договоре.

Оценку запасов, стоимость которых при покупке определена в иностранной валюте, производят в рублях путем пересчета иностранной валюты по курсу Центрального банка России, действующему на дату принятия этих запасов к учету.

Контрольные вопросы

1. Какие материальные ценности относят к товарно-материальным запасам?
2. Как классифицируются товарно-материальные запасы по месту нахождения и исполняемой функции?

3. Какова классификация товарно-материальных запасов по целевому назначению?
4. В чем заключаются издержки предприятия при наличии дефицита товарно-материальных запасов?
5. Какую формулу используют для вычисления (оценки) среднего количества технологических или переходных товарно-материальных запасов в системе материально-технического обеспечения?
6. Что означает выбор оптимального объема партий заказанных товаров?
7. Что является фактической себестоимостью товарно-материальных запасов?
8. В каких денежных единицах производят оценку запасов, стоимость которых при покупке определена в иностранной валюте?
9. По какой стоимости оценивают товары, приобретенные организацией для продажи?
10. Исходя из каких факторов устанавливают фактическую себестоимость запасов при их изготовлении самим предприятием?

Глава 9

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ-ДОЛЖНИКА С ЦЕЛЮ ПРОДАЖИ ПРИ БАНКРОТСТВЕ

- 9.1. Особенности оценки стоимости имущества предприятия в процессе антикризисного управления**
- 9.2. Сравнительный подход к оценке стоимости имущества предприятия-должника**
- 9.3. Имущественный подход к оценке стоимости имущества предприятия-должника**
- 9.4. Доходный подход к оценке стоимости имущества предприятия-должника**

9.1. ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ В ПРОЦЕССЕ АНТИКРИЗИСНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Согласно действующему законодательству “несостоятельность (банкротство) — признанная арбитражным судом неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей” (Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ “О несостоятельности (банкротстве)”, ст. 2).

Оценка активов несостоятельных предприятий и самих предприятий в целом осуществляется на всех этапах антикри-

зисного управления: на этапах досудебной санации, наблюдения, внешнего управления и конкурсного производства. Оценка предприятий и их активов в процессе антикризисного управления имеет свои особенности.

Правовой основой оценки предприятий в процессе антикризисного управления являются правовые положения, сформулированные в различных законодательных и нормативных документах. Основными из них являются федеральные законы "Об оценочной деятельности в Российской Федерации" и "О несостоятельности (банкротстве)".

По мнению специалистов Всемирного банка, основными целями института банкротства являются:

- максимизация возмещения, выплачиваемого кредиторами предприятия;
- сохранение жизнеспособных предприятий и организаций, испытывающих временные трудности с платежеспособностью;
- стабильность очередности удовлетворения требований при переходе от нормального финансового состояния к банкротству.

Банкротство предполагает несколько процедур. С момента открытия арбитражным судом дела о банкротстве предприятия в отношении него вводится процедура наблюдения.

Затем предприятие может пройти через процедуры финансового оздоровления и внешнего управления.

В случае окончательного признания предприятия банкротом в отношении него открывается конкурсное производство (возможна также процедура мирового соглашения).

Конкурсное производство согласно Закону "О несостоятельности (банкротстве)": "...процедура банкротства, применяемая к должнику, признанному банкротом, в целях соразмерного удовлетворения требований кредиторов". Суть процедуры заключается в продаже всей (или необходимой части) конкурсной массы (т. е. имущества, предназначенного для продажи с целью удовлетворения требований кредиторов) и распределении полученных средств среди кредиторов согласно установленной законом очередности.

Перед продажей имущество предприятия проходит инвентаризацию и оценку. Оценка в данном случае производится для цели реализации оцениваемых объектов. Причем эта реализация происходит в ограниченные сроки и чаще всего специфическим путем — путем продажи с аукциона. Это вносит в процесс оценки имущества предприятий-банкротов множество специфических черт, требующих отдельного рассмотрения и учета.

Первая проблема заключается в необходимости ускоренной реализации имущества, при которой имеет место несоответствие для части имущества типичных сроков экспозиции и фактически возможных сроков экспозиции в рамках конкурсного производства.

Срок экспозиции определяется как период времени, начиная с даты представления на открытый рынок (публичная оферта) объекта оценки до даты совершения сделки с ним. Времени экспозиции для многих объектов в условиях конкурсного производства недостаточно. Дело в том, что для каждого вида объектов существует свой типичный срок экспозиции — срок, за который подобный объект обычно продается на открытом рынке. Это срок, за который объект успевает привлечь нескольких потенциальных покупателей, один из которых в результате совершает сделку. Например, для офисной недвижимости малой и средней площади в Москве такой срок составляет порядка 2–3 месяцев, для крупной производственной недвижимости — 8–12 месяцев, для легковых автомобилей — порядка 2–3 недель и т. д. Но срок продажи объектов в рамках конкурсного производства ограничен.

Для многих объектов (например, крупных объектов недвижимости, некоторых видов технологического оборудования и других) он недостаточен, т. е. имеет место ускоренная продажа. Для осуществления ускоренной продажи объект необходимо продавать со скидкой. Стоимость его в условиях ускоренной (вынужденной) продажи будет *ликвидационной стоимостью*.

Вторая проблема заключается в том, что зачастую в составе имущества предприятия-банкрота имеются активы, которые в силу своей специфики обладают полезностью, ограни-

ченной конкретным видом их использования или конкретными пользователями и которые редко продаются (если продаются вообще) на открытом рынке помимо продажи их в качестве части предприятия (специализированные активы), и активы, отчуждение которых другому лицу юридически невозможно. Определить для данных активов значение рыночной стоимости не представляется возможным.

Очевидно, для активов, которые не могут быть отчуждены, рыночная стоимость (как стоимость в обмене) будет отсутствовать, т. е. равняться нулю, в то время как стоимость специализированных активов, вероятно, не равна нулю, но при этом не является ни рыночной, ни ликвидационной стоимостью.

Третья проблема, наиболее сложная, связана с оценкой ликвидационной стоимости, т. е. стоимости объекта оценки в случае, если он должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

При несовершенстве методики оценки конкурсной массы одни специалисты оценивают все имущество по рыночной стоимости, другие — по ликвидационной, третьи изобретают свой оригинальный метод. Значения ликвидационной стоимости также сильно разнятся от случая к случаю.

Такое положение дел приводит, с одной стороны, к тому, что оценки объекта, произведенные разными оценщиками, могут различаться в разы и стоимость имущества становится субъективной категорией, в то время как, очевидно, она должна быть категорией до известной степени объективной.

С другой стороны, как переоценка, так и недооценка конкурсной массы вредит интересам кредиторов. В случае недооценки кредиторы получают меньше средств, чем могли бы получить в случае продажи конкурсной массы по справедливой стоимости. В случае переоценки конкурсной массы она рискует быть непроданной (частично или полностью) или проданной значительно позже, чем могла бы быть. В первом случае кредиторам придется в зачет требований принимать имущество должника в натуральном виде. Во втором — они понесут косвенные убытки, связанные с задержкой платежей.

Неоднозначность оценок и отсутствие общепризнанной методологии оценки приводит к злоупотреблениям в сфере банкротства. Например, распространена схема, при которой конкурсный управляющий привлекает недобросовестного оценщика, который согласен оценить имущество предприятия значительно ниже его реальной стоимости. Затем организуются торги с участием заинтересованных лиц и в результате имущество переходит в собственность этих заинтересованных лиц за суммы, на порядок меньшие его реальной рыночной стоимости.

Последствия этого таковы:

- неудовлетворенные требования кредиторов;
- ущемленные интересы миноритарных кредиторов (в случае если в качестве “заинтересованного лица”, выступает основной кредитор или кредиторы), в том числе зачастую и государство;
- необоснованное обогащение заинтересованных лиц и, возможно, конкурсного управляющего за счет кредиторов (или миноритарных кредиторов).

Решением первой и второй из названных проблем может быть проведение классификации имущества, входящего в конкурсную массу. Для чего необходимо проанализировать возможность отчуждения имущества.

Это могут быть лицензии на использование интеллектуальной собственности, гудвилл и другие подобные объекты. Такие активы выделяются в отдельную группу. Стоимость их для целей конкурсного производства равна нулю.

В отдельную группу выделяются активы, для которых установлен особый порядок реализации, — социально значимые объекты (школы, детсады, ясли, больницы и т. д.) и жилищный фонд социального использования. Для этих объектов Законом “О несостоятельности (банкротстве)” установлен особый порядок реализации, отличный от других объектов. Соответственно для них должна определяться *специальная стоимость* исходя из данного порядка реализации.

В большинстве случаев она также равна нулю, поскольку данные объекты обычно убыточны и в соответствии с Законом

должны быть переданы в муниципальную собственность безвозмездно.

Затем производится выделение специализированных активов. Поскольку данные активы имеют очень небольшую вероятность продажи как самостоятельные объекты на открытом рынке, для них необходимо либо найти комплекс, в составе которого целесообразно осуществлять их продажу, либо рассчитывать *утилизационную стоимость*, т. е. стоимость объекта, рассматриваемого как совокупность материалов и (или) составных частей, содержащихся в нем.

В качестве утилизационной стоимости также выступает стоимость объекта, когда он может быть перестроен, преобразован для нового использования, аналогичного прежнему или совершенно другого. В крайнем случае утилизационная стоимость объекта может быть представлена его скраповой стоимостью, т. е. стоимостью утиля или стоимостью сырья для переработки.

Оставшиеся активы, которые могут быть проданы на открытом рынке, целесообразно разбить на две группы по степени ликвидности. Критерием в данном случае является соотношение типичного срока экспозиции с требуемым.

Активы, типичный срок экспозиции которых продолжительнее, подлежат оценке по ликвидационной стоимости. Активы, типичный срок экспозиции которых короче, — по рыночной стоимости.

Можно выделить три основных подхода к оценке стоимости предприятия: сравнительный, имущественный и доходный.

9.2. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ-ДОЛЖНИКА

Сравнительный подход к оценке предприятия базируется на сопоставлении стоимости оцениваемого предприятия со стоимостями сопоставимых предприятий. В рамках этого направления используются следующие методы оценки стоимости предприятия:

- рынка капитала;
- сравнительного анализа продаж;
- отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала основан на рыночных ценах акций предприятий, сходных с оцениваемым. Действуя по принципу замещения, инвестор может вложить средства либо в аналогичное предприятие, либо в оцениваемое. Поэтому данные о стоимости сопоставимых аналогичных предприятий при соответствующих коррективах могут послужить ориентирами для определения стоимости оцениваемого предприятия. Для реализации этой методики необходима достоверная и детальная финансовая и рыночная информация по группе сопоставимых предприятий.

Основное преимущество данной методики заключается в том, что она отражает текущую реальную практику хозяйствования. Однако эта методика основана на прошлых событиях и не принимает в расчет будущие условия хозяйствования предприятия, что является ее основным недостатком.

Метод сравнительного анализа продаж является частным случаем метода рынка капитала и основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сопоставимых предприятий или анализе цен приобретения предприятия целиком.

Основным отличием данного метода от метода рынка капитала является то, что первый определяет уровень стоимости контрольного пакета акций, тогда как второй — стоимость предприятия на уровне неконтрольного пакета акций.

Метод отраслевых коэффициентов используется для ориентировочных оценок стоимости предприятий. Опыт западных фирм свидетельствует, что:

- бухгалтерские фирмы и рекламные агентства продаются соответственно за 0,5–0,7 годовой выручки;
- заправочные станции — за 1,2–2,0 месячной выручки;
- предприятия розничной торговли — за 0,75–1,5 суммы чистого годового дохода, стоимости оборудования и запасов;
- рестораны и туристические агентства — за 0,25–0,5 и 0,04–0,1 годовой валовой выручки соответственно;

— машиностроительные предприятия — за 1,5–2,5 суммы чистого годового дохода и стоимости запасов.

Широко известно также “золотое правило” оценки предприятий для некоторых промышленных отраслей экономики: покупатель не заплатит за предприятие более четырехкратной величины среднегодовой прибыли до налогообложения.

Оценка рыночной стоимости активов предприятия при банкротстве должна осуществляться с преимущественным применением сравнительного (рыночного) подхода, поскольку она проводится для цели реализации объекта оценки.

Что же касается *ликвидационной* стоимости, то в общем случае она определяется обычно как рыночная стоимость объекта за вычетом скидки на вынужденный (ускоренный) характер продажи. Последняя может определяться различными способами и составляет обычно от 20 до 50%. Ситуация банкротства и ликвидации предприятия является чрезвычайной, и вероятность позитивного решения проблемы неплатежей, обычно связанной с этой ситуацией, зависит от ценности имущества данного предприятия. Решение не только проблемы неплатежей, но и многих социальных вопросов для работников предприятия в определенной степени зависит от ценности имущества ликвидируемого предприятия.

Оценка ликвидационной стоимости предприятия в ситуации банкротства имеет ряд особенностей, обусловленных в основном характером самой ситуации. Эти особенности должны учитываться экспертом-оценщиком, заказчиком и другими сторонами, заинтересованными результатами оценки.

В частности, этот вид оценки относится к так называемым активным видам, когда на основе полученных результатов многими заинтересованными сторонами принимаются соответствующие управленческие решения. К активным видам относятся оценки, связанные с конкретными сделками купли-продажи, страхования и др.

Необходимо отметить также высокую степень зависимости третьих сторон от результатов оценки ликвидационной стоимости предприятия. В большинстве случаев пользователем

ее результатов является лишь заказчик, с которым эксперт-оценщик постоянно контактирует, согласовывает цены, функции, предложения, консультируется и т. д.

В ситуации банкротства заказчиками и пользователями оценки являются, как правило, разные субъекты. Ими обычно бывают третьи стороны (кредиторы, инвесторы, судебные органы), которые не имели отношения к постановке задачи оценки и постоянно полагаются на ее выводы в случае принятия управленческих решений. Они не имеют постоянного контакта с экспертом-оценщиком и, не зная условий задания на оценку, могут негативно интерпретировать результаты этой оценки, выполненные экспертом.

Ликвидационная стоимость представляет собой чистую денежную сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации и раздельной распродаже его активов.

Оценка ликвидационной стоимости производится в следующих случаях:

- при оценке доли собственности, составляющей контрольный пакет акций;
- прибыль предприятия от производственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью ее чистых активов;
- принято решение о ликвидации предприятия;
- предприятие находится в состоянии банкротства.

При упорядоченной ликвидации распродажа активов осуществляется в течение разумного периода, для того чтобы можно было получить высокие цены от продажи активов. У наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около двух лет. Он включает в себя время подготовки активов и продажи, доведения информации о продаже до потенциальных покупателей, на обдумывание решения о покупке, аккумулялирование финансовых средств на покупку, собственно покупку, перевозку и т. д.

Упорядоченной ликвидации активов соответствует понятие «упорядоченная ликвидационная стоимость предприятия».

В отличие от упорядоченной существует принудительная ликвидация, когда активы распродаются так быстро, как это

возможно, часто одновременно и на одном аукционе. Принудительной ликвидации соответствует принудительная ликвидационная стоимость.

В случае принятия решения о прекращении существования предприятия определяется ликвидационная стоимость прекращения существования активов предприятия. При этом активы не продаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое прогрессивное предприятие, способное дать значительный экономический или социальный эффект. Здесь стоимость предприятия представляет собой отрицательную величину, так как требует от владельца предприятия определенных затрат на ликвидацию активов.

При расчете ликвидационной стоимости в случае ликвидации предприятия к скорректированной рыночной стоимости необходимо прибавить затраты на его ликвидацию. Они включают в себя комиссионные риэлторов, оценщиков и юристов, административные издержки по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации, выходные пособия и выплаты, расходы на перевозку проданных активов и др.

При расчете ликвидационной стоимости, вырученной от продажи активов, денежная сумма, очищенная от соответствующих затрат, дисконтируется на дату оценки по соответствующей ставке, учитывающей связанный с этой продажей риск. Как правило, ликвидационная стоимость предприятия как целого меньше, чем сумма выручки, полученная от раздельной распродажи его активов.

При формулировании окончательного вывода о ликвидационной стоимости предприятия необходимо проанализировать еще раз факторы, имеющие отношение к собственно имуществу, и расходы, связанные с уровнем управления предприятием.

Если банкротство предприятия обусловлено низким уровнем управления, то это обстоятельство не должно негативно отразиться на ликвидационной стоимости предприятия.

Если причинами банкротства являются высокая степень износа активной и пассивной частей активов предприятия, его

местоположение, то эти факторы существенно снизят уровень ликвидационной стоимости предприятия.

При оценке ликвидационной стоимости необходимо разобраться в причинах банкротства, прежде чем формулировать окончательное мнение об оценке.

9.3. ИМУЩЕСТВЕННЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ-ДОЛЖНИКА

Имущественный подход к оценке предприятия основан на анализе его активов и включает в себя следующие методы: накопления активов; скорректированной балансовой стоимости, стоимости замещения, ликвидационной стоимости. Все методики расчета базируются на единой информационной базе — балансе предприятия — и позволяют рассчитать разные стоимости предприятия. Эти виды стоимости имеют различные количественные выражения и необходимы для принятия определенных управленческих решений при антикризисном управлении. Например, при продаже предприятия его рыночную стоимость определяют по методике накопления активов; при обосновании строительства нового предприятия применяют методику замещения.

Основное преимущество имущественного подхода состоит в том, что он базируется на реально существующих активах и затратах. В то же время методы этого направления статичны, они не учитывают перспективы развития предприятия, его будущую доходность.

9.4. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ-ДОЛЖНИКА

Доходный подход к оценке стоимости предприятия базируется на определении текущей стоимости будущих доходов, в основе чего лежит методика капитализации дохода.

Капитализация означает превращение потока дохода в параметр стоимости (С) путем деления или умножения потока дохода (Д) на факторы, называемые соответственно коэффициентом капитализации К или мультипликатором М. Основные формулы при этом выглядят следующим образом:

$$C = Д : К \text{ или } C = Д \cdot М$$

Существуют методы капитализации дохода предприятия, различающиеся в зависимости от принятых за базу вида дохода и фактора, на который делятся или умножаются эти доходы. Наиболее часто используются методы капитализации фактических и потенциальных дивидендов и мультипликаторов.

Суть метода капитализации фактических и потенциальных дивидендов заключается в анализе рыночной информации о дивидендной отдаче в сопоставимых предприятиях данной отрасли и использовании ее для определения стоимости оцениваемого предприятия. При этом дивидендная отдача рассчитывается как отношение ежегодных дивидендов на одну акцию к рыночной цене этой акции, выраженной в процентах.

Пример. Отраслевой анализ сопоставимых предприятий вызвал размер дивидендной отдачи 10%. Далее выявили, что оцениваемая организация может выплатить (т. е. речь идет о потенциальных дивидендах) по каждой акции 10 тыс. руб. дивидендов. Тогда, используя дивидендную отдачу по сопоставляемым организациям, величину дивидендов на одну акцию, равную 10 тыс. руб., делим на 0,1 и получаем стоимость одной акции оцениваемого предприятия в размере 100 тыс. руб. Затем, умножив стоимость акции на их число в оцениваемой организации (например, 1000 шт.), получаем стоимость организации в размере 100 млн руб. (100 тыс. руб. · 1000).

Содержание метода мультипликаторов заключается в том, что анализируются сделки купли-продажи по сопоставимым предприятиям отрасли и выявляются на дату оценки значения мультипликаторов “цена/прибыль” и “цена/выручка”. Затем, зная значение прибыли или выручки оцениваемого предприятия, умножают их на тот или другой мультипликатор.

Пример. Прибыль предприятия в среднем составляет 10% выручки. Покупатель ожидает получить на свои инвестиции 15% дохода. Тогда он будет готов заплатить $0,1/0,15 = 0,67$, или 67% годовой выручки этого предприятия. Если она составляет 100 млн руб., то покупатель заплатит 67 млн руб. Качество оценки предприятий с использованием мультипликаторов в значительной степени зависит от числа и качества соответствующих параметров предприятий-аналогов. Необходимо стремиться, чтобы диапазон разброса данных по сопоставимым предприятиям был минимальным.

Рассмотренные методы оценки предприятий не используются изолированно, а взаимно дополняют друг друга. Для оценки предприятия применяют, как правило, несколько методов из разных направлений. Результаты оценок, полученные с их помощью, сопоставляют для определения окончательной оценки.

Контрольные вопросы

1. Каковы основные цели института банкротства?
2. Какие этапы предполагает процедура банкротства?
3. В каких целях используется метод отраслевых коэффициентов?
4. В чем заключается “золотое правило” оценки предприятий?
5. Каковы особенности оценки ликвидационной стоимости предприятия в ситуации банкротства?
6. В каких случаях производится оценка ликвидационной стоимости предприятия?
7. В каких случаях используются упорядоченная ликвидационная и принудительная ликвидационная стоимость предприятия?
8. Каковы преимущества имущественного подхода к оценке предприятия?
9. В чем заключается содержание метода ценового мультипликатора?
10. В чем заключается содержание метода капитализации фактических и потенциальных дивидендов?

МЕТОДЫ И МОДЕЛИ ОЦЕНКИ ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

- 10.1. Методы оценки человеческого капитала предприятия**
- 10.2. Модели оценки и учета человеческого капитала**
- 10.3. Использование модели активов в оценке объектов интеллектуальной собственности (ОИС)**
- 10.4. Оценка активов структурного капитала предприятия**

10.1. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

Распространение понятия “капитал” на трудовые ресурсы предполагает, что последние обладают соответствующими свойствами — профессионально важными качествами, которые для своего появления требуют инвестиций, первоначального накопления и далее в процессе функционирования могут накапливаться, развиваться сами как сознательно формируемая индивидом на основе природных данных совокупность производительных способностей.

Человеческий капитал оценивается количественно: общее количество людей, количество активного населения, количество студентов и т. д. Качественные характеристики: мастерство, образование, а также то, что влияет на работоспособность человека, способствуют увеличению производительности труда.

В рамках современной теории человеческого капитала возникает необходимость оценки не только объема вложений в него,

но и объема аккумулируемого индивидом человеческого капитала. Наиболее распространены натуральные (временные) и стоимостные (денежные) методы измерения человеческого капитала.

Затраты, произведенные в целях увеличения в дальнейшем производительности труда и способствующие росту в будущем доходов индивидуума, получили название "инвестиций в человеческий капитал".

Осуществление инвестиций — важный процесс в воспроизводстве человеческого капитала, в котором индивид выступает либо объектом, либо субъектом, либо результатом воздействия. При этом большую роль в создании человеческого капитала играют затраты труда и усилий по саморазвитию и самосовершенствованию. Произведенные затраты неизбежно включаются в общественные затраты во всем воспроизводственном процессе.

В работах таких экономистов, как Г. Беккер, У. Боуэн, Л. Самуэльсон, Л. Туроу, М. Фишер, Т. Шульц, А. Аулин, В. И. Басов, В. С. Гойло, С. А. Дятлов, И. В. Ильинский, В. А. Конов и др., при рассмотрении вопросов инвестирования в человеческий капитал особое внимание уделяется инвестициям в капитал образования.

Очевидно, что сегодня профессиональное образование служит для человека базой постоянного дальнейшего самообразования. Доход, получаемый от применения трудового ресурса, может использоваться для его совершенствования и расширения, т. е. имеет место первоначальное и дальнейшее накопление производительных способностей. С этих позиций применение термина "капитал" в отношении трудовых ресурсов на современной стадии их развития является правомерным.

Применение категории "человеческий капитал" не предполагает, что человек — составная часть капитала. Человек в отличие от вещных элементов капитала обладает уникальными свойствами трудовой активности, творческим и инновационным потенциалом. Считается, что эти качества затруднительно количественно определить в экономических моделях, содержащих одновременно данные о физическом и человеческом капитале, однако именно творческий, инновационный потенциал является наиболее ценным его свойством.

Оценка величины человеческого капитала на микроуровне — это подсчет затрат предприятия по накоплению человеческого капитала, его формированию, восстановлению. К ним можно отнести:

- повышение квалификации уже принятых работников;
- медицинское обследование; оплату больничных листов нетрудоспособности;
- затраты по охране труда; добровольное медицинское страхование работников, оплаченное предприятием;
- оплату медицинских и других социальных услуг за работника;
- благотворительную помощь социальным институтам и т. д.

Мотивация менеджмента предприятия заключается в том, что доход, получаемый при этом, будет выше, чем произведенные затраты.

Для оценки человеческого капитала предприятия применяются следующие методы:

- оценка произведенных человеческим капиталом (индивидуумом) доходов;
- количественная оценка запаса знаний, умений, навыков, способностей, приобретенных человеком;
- количественная оценка специальных навыков (специальный человеческий капитал);
- по способу инвестирования в человеческий капитал — капитал здоровья, капитал образования, капитал культуры;
- оценка человеческого капитала на микро- и макроуровнях;
- интегральная оценка человеческого капитала, включающая как натуральные, так и стоимостные показатели оценки человеческого капитала;
- матрица социальных счетов — макроэкономическая оценка человеческого капитала;
- ценовая оценка человеческого капитала по объему инвестиций и отражение суммарной стоимости в валюте баланса предприятия.

Человеческий капитал предприятия определяет возможность эффективного использования факторов производства, влияя таким образом на конкурентоспособность и цену предприятия, что подтверждается многочисленными примерами значительного превышения рыночной цены предприятия над его балансовой стоимостью.

Такая разница между балансовой стоимостью предприятия и его рыночной ценой по существу представляет собой стоимость надбавки к цене предприятия, так называемый гудвилл (goodwill), т. е. условную целостную оценку имени, деловой репутации предприятия, имиджа, известности, авторитета. Стоимость надбавки к цене бизнеса при его купле-продаже за деловую репутацию — гудвилл — может быть весьма значительной, так как многочисленные составляющие гудвилл разнородные элементы — торговая марка, качество менеджмента и др. — формируются под влиянием человеческого капитала предприятия.

Человеческий капитал способен обеспечить преимущества компании на рынке путем внедрения новой техники, технологий, новых рыночных стратегий. Стоимостная оценка человеческого капитала стала актуальной потребностью при разработке различного рода инвестиционных проектов, приватизации, купле-продаже предприятий и т. д.

10.2. МОДЕЛИ ОЦЕНКИ И УЧЕТА ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА

В мировой практике существуют принципиальные подходы к оценке и учету человеческих ресурсов — так называемые модели активов (затратные модели) и модели полезности. Первые основаны на учете затрат на человеческий капитал (по аналогии с основным капиталом) и его амортизацию. С помощью вторых моделей непосредственно оценивается эффект тех или иных кадровых инвестиций.

В основе моделей активов (затрат) заложена обычная схема бухгалтерского учета основного капитала, переработанная применительно к особенностям человеческого капитала.

В специальных счетах по разработанному перечню учитываются затраты на человеческие ресурсы, которые в зависимости от содержания рассматриваются либо как долгосрочные вложения, увеличивающие размер функционирующего человеческого капитала, либо списываются как потери.

Учет человеческого капитала при таком подходе происходит в счетах примерно так же, как учет физического (основного) капитала. Такая методика учета затрат на формирование и совершенствование человеческого капитала получила название "хронологической модели затрат".

С помощью моделей полезности можно оценить экономические последствия изменения трудового поведения работников в результате тех или иных мероприятий. Учитывается способность работника приносить большую или меньшую прибавочную стоимость в условиях предприятия. Различия в ценности определяются характером должности и индивидуальными различиями работников, занимающих одинаковую должность.

Оценка трудового вклада в развитие предприятия всегда персонифицирована и служит основой кадровой политики на предприятии, особенно в период его приватизации или реструктуризации. Руководство предприятия, ориентируясь на новые продукты, новые рынки, новые условия, новые приоритеты ценностей, оценивает свои возможности, а также возможности персонала. Для работы в экономически сложные времена и ориентации на нововведения необходимы "новые сотрудники".

Экономические оценки в связи с учетом человеческих ресурсов требуют экспертных суждений или аналитических расчетов. Когда покупают определенный бизнес (журнал, газету, спортивную команду, телеканал и т. д.), на одном из первых мест в оценке возможностей бизнеса стоит персонал приобретаемой организации.

Однако уровень гудвилла не прямо пропорционален величине человеческого капитала. Предприятие, имея высокий уро-

вень гудвилла, сформированный на протяжении многих лет, может в течение некоторого периода времени иметь низкий уровень человеческого капитала за счет ухода большого числа ключевых руководителей и квалифицированных работников, наличия значительного по масштабу конфликта в трудовом коллективе, несоответствия квалификации многих работников изменившемуся профилю его деятельности. Если уровень человеческого капитала характеризуется состоянием на текущий период времени, то гудвилл формируется в гораздо более значительный промежуток времени. Этот факт учитывается при оценке человеческого капитала предприятия.

Объективная оценка человеческого капитала влияет:

- на определение адекватности человеческого капитала предприятия требованиям рынка;
- обоснование инвестиций в бизнес, характер которого требует значительных затрат на формирование человеческого капитала (сфера услуг);
- рассмотрение человеческого капитала как одного из основных факторов доходности бизнеса, прогнозирование доходов предприятия;
- определение затрат на развитие или создание человеческого капитала на предприятии, аналогичном объекту оценки;
- инвестиционную привлекательность предприятия;
- прогноз рыночных цен на акции предприятия;
- обоснование весовых коэффициентов различных методов оценки бизнеса при определении окончательной рыночной стоимости (при высоком уровне человеческого капитала приоритетным считается доходный подход, при низком — затратный).

При оценке человеческого капитала целесообразно его подразделение на составляющие элементы с последующей оценкой каждого из них.

Структурирование категории человеческого капитала позволяет системно определить изменения, происходящие в трудовом ресурсе экономического субъекта.

Человеческий капитал предприятия целесообразно представить как систему, состоящую из следующих элементов:

- 1) интеллектуальный капитал;
- 2) структурный капитал;
- 3) социальный капитал;
- 4) клиентский (рыночный, потребительский) капитал.

При оценке интеллектуального капитала учитываются:

- объем продаваемых и передаваемых прав;
- уровень правовой охраны;
- возможности несанкционированного использования;
- уровень готовности к коммерческому использованию.

Американские менеджеры при выборе долгосрочных партнеров исходят из того, что интеллектуальный капитал фирмы должен составлять не менее 40% в общей структуре капитала. Доля стоимости интеллектуального капитала в передовых компаниях США, занятых в сфере высоких технологий, превысила 80% и имеет тенденцию к росту.

Интеллектуальный труд — деятельность людей по производству, усвоению и практическому использованию знаний. Выделяют две категории знаний: кодифицированные, передаваемые на различных носителях в виде информации, и знания, не отделимые от человека, зависящие от его способностей, навыков, инновационных черт характера, отшлифованных образованием. По содержанию и функциональному назначению выделяют знания общественно новые и субъективно новые.

Первые ранее не были известны обществу. Они создаются личностями, коллективами, как правило, в сфере науки.

Вторые по своему объему существенно превосходят первые и постигаются в процессе образования. Знания и формируемый ими интеллект относятся к интеллектуальным средствам производства (нематериальным активам).

Объектами интеллектуальной собственности как результатом функционирования интеллектуального капитала являются изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки и знаки обслуживания, селекционные достижения, права на секреты, а также авторское право на программы ЭВМ, базы данных, топологии интегральных микросхем,

научные публикации. Результаты функционирования интеллектуального капитала, не подпадающие под действие авторского и патентного права, охраняются гражданским законодательством.

Для идентификации и оценки запасов знаний все интеллектуальные ценности предприятия подразделяются на три группы:

- технические результаты (ноу-хау, производственные технологии);
- рыночные интеллектуальные ценности (товарный знак, достижения в рекламе);
- знания и навыки (техническая и справочная литература, архивы, стандарты качества, руководящие документы, системы безопасности, информационные системы).

Европейская группа Ассоциаций профессиональных оценщиков — TEGOVA (The European Group of Valuer's Associations) с 2000 г. применяет стандарты оценки, в которых все нематериальные активы подразделяются на три категории:

1. Гудвилл бизнеса.
2. Персональный гудвилл.
3. Идентифицируемые нематериальные активы.

Персональный гудвилл, как правило, связан с отношением работников к предприятию, эмоциональным обликом предприятия и личности руководителя, т. е. с эмоциями, которые они вызывают у персонала предприятия.

Эмоциональный интеллект персонала (эмоциональная компетентность) является составляющей интеллектуального капитала и оценивается по следующим показателям:

1. Адекватное восприятие себя.
2. Управление собой и своими эмоциями.
3. Самомотивация.
4. Понимание эмоций других.
5. Умение создать мажорный эмоциональный настрой в коллективе.
6. Генерирование положительных эмоций.

При определении стоимости человеческого капитала (активов) необходимо установить следующее:

- способствует ли актив тому, что продукция или услуги компании получают конкурентные преимущества;
- актив имеет ценность для других компаний, и они готовы его приобрести;
- уникальность актива;
- масштаб применения;
- полезный срок использования актива;
- легальный статус.

Стоимостные оценки могут определяться путем моделирования искусственного рынка, определения возможного прироста доходов предприятия в результате владения активом, анализа судебной практики по возмещению ущерба, экспертных оценок, аналоговых сравнений и т. д.

10.3. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МОДЕЛИ АКТИВОВ В ОЦЕНКЕ ОБЪЕКТОВ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОЙ СОБСТВЕННОСТИ (ОИС)

Использование модели активов (затрат на их образование и применение) включает три этапа оценки объекта интеллектуальной собственности (ОИС).

На первом этапе выявляются фактические затраты, связанные с созданием, приобретением, введением в действие и использованием ОИС.

Суммарные затраты, связанные с созданием и охраной нематериального актива (ден. ед.), рассчитываются по формуле

$$Z_c = \sum_{i=1}^T [(Z_p + Z_{no}) \cdot i \cdot (1 + P/100) \cdot K_{np}]$$

где Z_p — стоимость разработки нематериального актива;

Z_{no} — затраты на правовую охрану объекта;

P — рентабельность;

K_{np} — коэффициент приведения, с помощью которого разновременные затраты приводятся к единому моменту времени (корректируются затраты на величину индекса цен на дату оценки);

T — общее время охраны нематериального актива;

i — порядковый номер рассматриваемого года действия.

Стоимость разработки нематериального актива рассчитывается по формуле

$$Z_p = (Z_{\text{нир}} + Z_{\text{ктд}}),$$

где $Z_{\text{нир}}$ — затраты на проведение НИР;

$Z_{\text{ктд}}$ — затраты на разработку конструкторско-технической, технологической и (или) проектной документации, связанные с созданием объекта.

В свою очередь, $Z_{\text{нир}}$ и $Z_{\text{ктд}}$ рассчитываются по формулам:

$$Z_{\text{нир}} = Z_{\text{п}} + Z_{\text{тн}} + Z_{\text{э}} + Z_{\text{и}} + Z_{\text{о}} + Z_{\text{др}} + Z_{\text{с}},$$

где $Z_{\text{п}}$ — затраты на поисковые работы;

$Z_{\text{тн}}$ — затраты на проведение теоретических исследований;

$Z_{\text{э}}$ — затраты на проведение экспериментов;

$Z_{\text{и}}$ — затраты на проведение испытаний;

$Z_{\text{о}}$ — затраты на составление и утверждение отчета;

$Z_{\text{др}}$ — другие затраты;

$Z_{\text{с}}$ — затраты на услуги сторонних организаций;

$$Z_{\text{ктд}} = Z_{\text{зп}} + Z_{\text{тп}} + Z_{\text{рп}} + Z_{\text{р}} + Z_{\text{и}} + Z_{\text{ан}} + Z_{\text{д}} + Z_{\text{др}},$$

где $Z_{\text{зп}}$ — затраты на выполнение эскизного проекта;

$Z_{\text{тп}}$ — затраты на выполнение технического проекта;

$Z_{\text{рп}}$ — затраты на выполнение рабочего проекта;

$Z_{\text{р}}$ — затраты на выполнение расчетов;

$Z_{\text{и}}$ — затраты на проведение испытаний;

$Z_{\text{ан}}$ — затраты на проведение авторского надзора;

$Z_{\text{д}}$ — затраты на дизайн;

$Z_{\text{др}}$ — другие затраты.

На втором этапе определяется величина коэффициента, учитывающего степень морального старения (износа) нематериального актива, по формуле

$$K_{\text{мс}} = 1 - \frac{T_{\text{ф}}}{T_{\text{н}}},$$

где T_{ϕ} — фактический срок действия охранного документа;
 T_n — номинальный срок действия охранного документа.

На третьем этапе рассчитывается остаточная стоимость объекта нематериального актива:

$$C_o = Z_c \cdot K_{mc},$$

где C_o — остаточная стоимость объекта нематериального актива;

Z_c — сумма всех затрат;

K_{mc} — величина коэффициента, учитывающего степень морального старения нематериального актива.

При оценке стоимости нематериального актива может использоваться такой метод затратного подхода, как “выигрыш в себестоимости”. Стоимость нематериального актива измеряется через определение экономии на затратах в результате его использования.

Для различной специализации предприятий типовым может быть только подход к оценке ее интеллектуального капитала, набор же показателей строго индивидуален. Предлагаются два прагматичных принципа, руководствуясь которыми можно сделать выбор инструментария оценки.

Измерять нужно только то, что имеет важное стратегическое значение для деятельности предприятия, только те виды деятельности, которые создают интеллектуальный капитал.

Интеллектуальный капитал классифицируют применительно к специфике специализации предприятия следующим образом:

- высокий уровень интеллектуальности;
- средний уровень;
- уровень ниже среднего.

Норматив стабильности интеллектуальных кадров предприятия (с учетом естественной миграции, убыли, личных обстоятельств и т. п.), соответствующий высшей оценке интеллектуальности предприятия, принимают за 1 по шкале от 0 до 1. Среднему уровню интеллектуальности соответствует значение стабильности кадров предприятия по этой шкале 0,85, ниже среднего — 0,7.

Каждое конкретное предприятие в силу специфики своей деятельности и индивидуальности организационного построения может самостоятельно определить свою систему показателей для расчета интеллектуального капитала и определения стратегии развития.

Возможен подход, когда интеллектуальная собственность не вычленяется из общей группы нематериальных активов, которые подразделяются, в свою очередь, на три группы по признаку отделяемости (неотделяемости) от предприятия или индивидуума.

В первую группу включены нематериальные активы, не отделяемые от предприятия:

- наличие обученного персонала;
- системы и методы управления и функционирования, разработанные в качестве составной части предприятия;
- наличие клиентуры;
- преодоленные стартовые трудности;
- достижения в области рекламы и продвижения своей продукции;
- преимущества территориального расположения, не являющиеся характеристикой собственно объекта недвижимости, занимаемого предприятием;
- гудвилл, т. е. деловая репутация предприятия.

Нематериальные активы, относящиеся к этой группе, как правило, имеют неопределенный срок службы и оцениваются в совокупности. В связи с этим они неамортизируемы.

Во вторую группу нематериальных активов, не отделяемых от индивидуума, входят:

- личная репутация работников или владельцев предприятия среди общественности, клиентов, других работников, других владельцев и ссудодателей;
- личные профессиональные качества индивидуумов, включая их ноу-хау, коммерческие способности, талант в области финансовых операций и т. п.;
- общая квалификация и личные качества персонала или владельца в таких областях, как организация работы персона-

ла, менеджмент, отношения с клиентами, отношения в коллективе и т. п.

Нематериальные активы второй группы принимаются не имеющими установленного срока службы (кроме специалистов, работа которых на предприятии обусловлена сроком контракта). Применяемые оценки индивидуальны.

О необходимости включения таких объектов интеллектуальной собственности в активы предприятия ведутся дискуссии, хотя роль их в получении финансовых результатов деятельности предприятий постоянно возрастает. Именно от специалистов и руководства предприятия, их умений, навыков, организаторских способностей и связей зависят результаты деятельности предприятия.

В третью группу нематериальных активов, отделяемых от предприятия, входят:

- фабричные марки;
- товарные (фирменные) знаки;
- торговые марки;
- секретные методы и технологии;
- технические библиотеки;
- авторские права;
- секретные формулы;
- лицензии;
- патенты;
- франшизы;
- чертежи и шаблоны;
- права на фильмы;
- права пользования;
- контракты (о найме, договоры купли-продажи, рекламные контракты);
- списки (списки клиентов, списки подписчиков и т. д.).

При данной классификации затруднительно из нематериальных активов выделить интеллектуальную собственность, что представляется существенным недостатком.

В США группировку интеллектуальной собственности промышленных компаний представляют тремя категориями:

маркетинговый блок, технический блок и блок, отражающий производственный, профессиональный опыт работников. Каждая категория обладает реальной, определяемой ценой и может подвергаться значительным колебаниям в различных компаниях по приоритетности: в одних превалирует значимость маркетингового блока, в других — технического, в третьих наибольшую ценность представляет управленческий и профессиональный опыт коллектива.

Маркетинговый блок включает в себя:

- фирменное наименование и логотип;
- бренд;
- бренды, относящиеся к номенклатуре товаров, внешнее оформление;

- товарные знаки, зарегистрированные во многих странах;
- авторские права;
- второстепенные товарные знаки;
- потребительскую рекламу;
- маркетинговую стратегию;
- гарантии качества продукции;
- графическую информацию;
- концепции продвижения продукции;
- общественную информацию;
- дополнительные материалы (в том числе графические);
- этикетки (ярлыки) и авторские права; упаковки и авторские права.

Технический блок включает:

- деловые секреты;
- формулы;
- пакеты технических услуг и источники снабжения;
- формы и размеры продукции;
- процедуры приобретения собственности;
- патенты;
- технологические процессы;
- технологии, относящиеся к охране окружающей среды;
- технологии дизайна;
- обмен техническим опытом;

- преимущественность продукции;
- техническое обучение;
- технологическую модернизацию;
- новые технологии производства продукции;
- вторичные исследования; секретные технологии;
- таблицы технических данных; оценочные данные;
- результаты проверки патентного профиля;
- результаты испытания машин и оборудования;
- чертежи оборудования и продукции;
- конструкторскую документацию.

Практический (управленческий и профессиональный) блок включает:

- предложения, не связанные с конкуренцией;
- списки, рассылки; данные о реализации продукции;
- управленческие базы данных; общие базы данных;
- списки потребителей;
- рекомендации по продажам;
- связи с потребителями;
- систему управления;
- руководства, распоряжения, инструкции;
- правила;
- систему закупок;
- профессиональное обучение, подготовку персонала вне предприятия;
- изучение круга потребителей, методы производства;
- обмен технологическими идеями;
- стандарты контроля качества;
- обучение в области маркетинга;
- торговые связи;
- политику ценообразования;
- схемы уплаты пошлин и налогов;
- процесс управления активами;
- регулирование подачи заявок;
- системы обеспечения безопасности; системы бухгалтерского учета;

– лицензии на право заниматься определенным видом деятельности.

10.4. ОЦЕНКА АКТИВОВ СТРУКТУРНОГО КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

Структурный капитал (СК), являясь проявлением организационного потенциала предприятия, включает: систему менеджмента, организационную структуру предприятия, корпоративную культуру.

Оценка активов структурного капитала (СК) осуществляется по его компонентам, т. е. производится оценка:

- системы менеджмента;
- гибкости организационной структуры предприятия;
- уровня корпоративной культуры.

Оценить роль и влияние организационной структуры компании, ее административно-управленческого персонала на создание добавленной стоимости — весьма сложная задача.

Многие рутинные операции, управленческие процедуры (оформление контрактов, заказов, накладных, сбор и обработка информации, внутрифирменная отчетность и другая подобная деятельность), не выступающие в роли товара, стоят немалых денег. Объективных критериев для определения ценности таких операций не существует, и компании, продающие свои услуги по реорганизации других предприятий, пользуются методикой, которая по косвенным признакам позволяет определить, насколько эффективно предприятие использует нематериальные интеллектуальные фонды в целях собственного развития.

В основе методики лежит гипотеза о том, что размер добавленной стоимости эквивалентен изменениям на предприятии, как и технология, которая по определению есть пооперационный процесс изменений одних (входящих) элементов, которые переходят в другие, — новый продукт (выходящий), имеющий более высокую ценность.

Нет изменений — нет и добавленной стоимости. Если информация изменилась или ее стало больше, следовательно, создана добавленная стоимость.

Измеряя количество новой или измененной информации, согласно данной гипотезе, можно давать приближенную оценку влияния организационной структуры (организационного ресурса) на деятельность предприятия.

Таким образом, стоимостная оценка структурного капитала (организационной структуры, организационного ресурса) может быть дана на основе вклада организационного ресурса в добавленную стоимость.

Корпоративная культура — элемент структурного капитала и определяется как образ действий, характерный для организации. Она включает признаваемые всеми работниками прогрессивные ценности, идеалы, обычаи, ритуалы. Отсюда вытекают функции корпоративной культуры:

1) регламентирующая, регулирующая поведение работников предприятия;

2) познавательная (познание и усвоение корпоративной культуры работником на этапе его адаптации в коллективе);

3) мировоззренческая (корпоративные ценности превращаются в ценности каждого работника;

4) коммуникационная (корпоративные ценности обеспечивают взаимопонимание и взаимодействие работников).

Обобщенными индикаторами уровня развития корпоративной культуры выступают:

- фактическая реализация функций корпоративной культуры на предприятии;**

- наличие миссии, целей организации;**

- рейтинг предприятия (компании), публикуемый в средствах массовой информации по результатам исследований; имидж; наличие сертификата качества по международным стандартам ISO и др.**

К специфическим индикаторам уровня развития корпоративной культуры относят:

- наличие и качество трудового договора;**

- содержание нормативных документов на предприятии;
- отношение работников к труду;
- кадровую политику и др.

Социальный капитал предприятия включает количество и качество социальных взаимодействий (социальные связи, выражающиеся в разделяемых ценностях и нормах, ответственности и доверии). Доверие рассматривается как обобщенный показатель многих норм, взглядов и ценностей, которые лежат в основе социального сотрудничества.

В основе понятия "социальный капитал" может лежать ожидаемая отдача от инвестиций в социальные отношения. Социальные связи работника свидетельствуют о том, что он располагает дополнительными ресурсами, на которые может рассчитывать предприятие, наняв его.

Большое значение имеют объединения людей по интересам (спортклубы, профессиональные ассоциации, общества взаимопомощи, профсоюзы), способствующие накоплению социального капитала через горизонтальные связи гражданской вовлеченности, которые помогают работникам действовать коллективно, проявляя гражданское участие, добиваясь наибольшего воздействия на производительность труда и уровень благосостояния в сообществе.

Неравенство по доходам уменьшает социальный капитал и социальную активность.

Таким образом, показателями уровня развития социального капитала служат: доверие, партнерство, гражданская активность и социальные связи.

Клиентский (рыночный, потребительский) капитал создается приверженцами продукции или услуг предприятия, его постоянными клиентами. Если деятельность предприятия в основном ориентирована на своих собственных клиентов, а процент случайных клиентов очень низок и не может оказать существенного влияния на показатели предприятия, рост экономических показателей целиком зависит от роста экономического положения клиентов (за исключением товаров и услуг, не обладающих эластичным спросом).

Клиентский капитал как часть гудвилла предприятия может определяться доходом, получаемым за счет продаж продукции постоянным клиентам — приверженцам торговой марки.

Процесс оценки клиентского капитала включает следующие этапы:

- 1) определение периода прогнозирования (3–5 лет в зависимости от стабильности экономики или целей оценки);
- 2) анализ структуры обслуживания рынка (наличие постоянных и новых клиентов), динамики структуры, объема сделок, доходов и затрат на обслуживание разных категорий клиентов;
- 3) определение доходов от наличия постоянных клиентов;
- 4) определение капитализации, полученной величины дохода (прибыли).

Указанная методика не может применяться в тех случаях, когда предприятие является монополистом либо у клиентов по какой-либо причине нет свободы выбора.

Проявляются предпочтения клиентов следующими способами:

- клиенты обращаются к услугам главным образом только “своего” предприятия;
- бизнес предприятия растет за счет доли его постоянных клиентов;
- клиенты невосприимчивы к призывам и обещаниям конкурентов (ценовая толерантность).

Чем больше экономический потенциал заказчиков и клиентов предприятия, тем большим потребительским капиталом оно обладает.

Методика определения потребительского капитала включает нескольких этапов:

- 1) определение периода прогнозирования, который должен соотноситься с жизненным циклом продукции предприятия, всей системой планирования на предприятии;
- 2) проведение выборочного статистического исследования процесса обслуживания постоянных клиентов и новичков, объема сделок и операций с теми и другими, стоимости обслужива-

ния, прибыли и расходов на обслуживание этих составляющих клиентского капитала предприятия;

3) в расходную часть включаются расходы на рекламу, торговые издержки на привлечение новых клиентов, работу по их оформлению, проверку их благонадежности и т. п. (стоимость поддержания отношений с клиентом в последующие годы будет снижаться и приближаться к нулю);

4) определяется доход, получаемый от поддержания отношений с постоянными клиентами;

5) зная величину прибыли на одного потребителя в год и средний процент прибыли от использования основных фондов предприятия (с учетом их выбывания и обновления), можно рассчитать годовую "стоимость потребителя" и на прогнозный период.

Подсчитано (США), что в области рекламы пятипроцентное увеличение показателя "удержания" клиента дает рост стоимости потребительского капитала до 75%.

Контрольные вопросы

1. Что представляют собой инвестиции в человеческий капитал?
2. Какие методы применяются для оценки человеческого капитала предприятия?
3. Какие существуют модели оценки и учета человеческого капитала?
4. Какие элементы включает человеческий капитал предприятия как система?
5. Что является объектами интеллектуальной собственности как результата функционирования интеллектуального капитала?
6. На какие группы подразделяются интеллектуальные ценности предприятия?
7. По каким компонентам осуществляется оценка активов структурного капитала предприятия?

8. Какие этапы оценки объекта интеллектуальной собственности включает использование модели активов?
9. На основе каких показателей может быть дана стоимостная оценка структурного капитала предприятия?
10. Какие этапы включает процесс оценки клиентского капитала предприятия?

Глава 11

ОЦЕНКА ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА ПРЕДПРИЯТИЯ

- 11.1. Затратный подход к оценке человеческого капитала
- 11.2. Доходный подход к оценке человеческого капитала
- 11.3. Экспертный подход к оценке человеческого капитала
- 11.4. Сравнительный подход к оценке человеческого капитала

11.1. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА

При обобщенной оценке человеческого капитала предприятия применяются следующие подходы: затратный, доходный, экспертный, сравнительный.

Затратный подход к оценке человеческого капитала может быть реализован двумя методами:

- косвенным;
- прямым.

Косвенный метод основан на сопоставлении рыночной стоимости объекта оценки со стоимостью замещения данного объекта. Для этой цели Д. Тобин, лауреат Нобелевской премии в области экономики, предложил показатель (коэффициент Д. Тобина) q как отношение рыночной стоимости объекта к стоимости его замены (замещения):

$$q = \frac{\text{Рыночная стоимость объекта}}{\text{Стоимость замещения объекта}}.$$

Под стоимостью замещения объекта понимаются затраты на создание предприятия и его функционирование с нормальной прибылью (примерная калькуляция затрат дана в табл. 6).

Таблица 6

Затраты на создание предприятия

Затраты	Сумма, тыс. руб.
Регистрация и другие формальные процедуры	6,2
Лицензирование деятельности	2,6
Обучение и лицензирование специалистов	99,0
Приобретение помещения	129,0
Приобретение мебели и оборудования офиса	200,0
Транспорт	150,0
Оборотный капитал	101,0
Реклама	10,0
Гудвилл (принят по продаваемому аналогу из оценочного отчета)	140,0
Итого	837,8

Условно принимается, что деловая репутация объекта оценки полностью определяется человеческим капиталом, а влияние остальных факторов либо несущественно, либо полностью учтено при формировании стоимости замещения объекта.

Если $q < 1$ и объект оценки стоит дешевле, нежели его замещение, то объект оценки следует считать инвестиционно непривлекательным в силу низкого кадрового потенциала.

Если $q > 1$, то оцениваемый объект имеет высокий уровень человеческого капитала и инвестиционно привлекателен.

Коэффициент q можно рассчитать как для предприятия в целом, так и для отдельных его структурных элементов.

Пример. Рыночная стоимость предприятия составляет 1156 тыс. руб.

Приведенная в табл. 6 стоимость замещения объекта составила 837,8 тыс. руб. Коэффициент Д. Тобина для данного предприятия равен 1,38, т. е. $(1156,0 : 837,8)$. Стоимостная оценка человеческого капитала составит 318,2 тыс. руб. $(1156,0 - 837,8)$.

Стоимость человеческого капитала можно определить как разность между рыночной стоимостью акционерного капита-

ла (АК) предприятия и текущей стоимостью основных средств (ТСОС) с учетом износа, которая приближенно характеризует человеческий капитал (табл. 7).

Таблица 7

Оценка человеческого капитала предприятия

№ п/п	Показатели	Сумма, тыс. руб.
1	Рыночная цена предприятия	928
2	Рыночная цена недвижимости	340
3	Рыночная цена офисной мебели и оборудования	28
4	Рыночная цена автотранспорта	152
5	Цена человеческого капитала = (п. 1 – п. 2 – п. 3 – п. 4)	408

Прямой метод основан на определении всех расходов, которые потребуются для создания человеческого капитала предприятия.

При этом учитываются следующие затраты:

- подготовка и переподготовка кадров;
- повышение квалификации;
- расходы на поиск работников;
- затраты на организационную, учебную и кадровую работу;
- затраты на формирование организационной культуры.

11.2. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА

Доходный подход основан на оценке человеческого капитала предприятия по степени участия совокупного работника предприятия в доходах предприятия и использует следующие методы.

1. Метод управленческой добавленной стоимости (УДС) заключается в измерении вклада ключевого управленческого персонала в добавленную стоимость предприятия:

$$\text{УДС} = \text{ДСБ} - \text{ДАС} - \text{УИ},$$

где ДСБ — добавленная стоимость бизнеса;

ДАС — доход на капитал предприятия в случае его альтернативного использования;

УИ — управленческие издержки.

Низкие (отрицательные) результаты позволяют сделать вывод, что управленческие ресурсы используются неэффективно.

Вслед за этим необходимо выявить причины такого положения дел, которые могут быть следующими:

- нерациональная организационная структура;
- плохо организованные управленческие коммуникации;
- большая сменяемость персонала;
- необоснованная ротация кадров;
- низкий профессиональный уровень персонала;
- слабая мотивация управленческого труда.

Для анализа можно использовать показатель рентабельности управленческих затрат:

$$P_{\text{упр}} = \frac{\text{УДС}}{\text{УИ}_{\text{перс}}} \cdot 100\%,$$

где $P_{\text{упр}}$ — рентабельность управленческих затрат, %;

УДС — вклад ключевого управленческого персонала в добавленную стоимость предприятия;

$\text{УИ}_{\text{перс}}$ — управленческие издержки персонала.

2. Метод избыточной прибыли — основан на предположении, что человеческий капитал является частью гудвилла, формирующего избыточную прибыль (табл. 8).

Таблица 8

Показатели оценки человеческого капитала

№ п/п	Показатели	Сумма, тыс. руб.
1	Прогнозная прибыль	1280
2	Нормальная прибыль	900
3	Избыточная прибыль (п. 1 – п. 2)	380
4	Коэффициент капитализации	0,18
5	Стоимость гудвилла (п. 3 : п. 4)	2111

№ п/п	Показатели	Сумма, тыс. руб.
6	Годовая стоимость патента (по расчету)	120
7	Годовая стоимость торговой марки (по расчету)	210
8	Цена человеческого капитала (п. 5 – п. 6 – п. 7)	1781

Получить стоимостную оценку человеческого капитала можно, выполнив следующие этапы расчета:

- 1) определить избыточную прибыль;
- 2) дать стоимостную оценку гудвилла предприятия методом капитализации избыточной прибыли;
- 3) дать стоимостную оценку нематериальных активов, способных оказывать существенное влияние на доходность бизнеса (патенты, лицензии);
- 4) определить человеческий капитал (гудвилл минус отдельно оцененные нематериальные активы).

Вклад отдельного работника можно оценить с помощью оценки профессиональной зрелости работника и ранжирования оценочных показателей профессионально важных качеств (табл. 9).

Таблица 9

Оценка профессиональной зрелости работника

№ п/п	Направления деятельности	Компетентность (баллы)
1	Развитие производства	6
2	Вклад в увеличение доходов компании	9
3	Вклад в развитие отношений с заказчиками	9
4	Вклад в координацию деятельности подразделений	12
5	Вклад в успешное выполнение линейных функций и развитие эмоционального капитала	18

Вклад оценивается количеством баллов 3, 6, 9, 12, 15, 18 в соответствии с уровнем компетенции работника.

В данном примере вклад отдельного работника составляет 54 балла (6 + 9 + 9 + 12 + 18).

Профессионально важные качества расположены в ранжированном ряду — от более до менее значимого. В соответствии с этим выставляются первая и последующие оценки аттестуемому (табл. 10)

Таблица 10

Ранги оценочных показателей профессионально важных качеств

№ п/п	Показатели	Ранг
1	Способность к выработке и внедрению оригинальных решений	10
2	Умение создавать в коллективе нормальный психологический климат	1
3	Способность оперативно оценивать ситуацию и принимать оптимальные решения	8
4	Стремление к профессиональному росту и постоянному повышению квалификации	7
5	Дисциплинированность и организованность	6
6	Инициативность	5
7	Умение добиваться согласия в решениях и действиях людей	4
8	Способность с энтузиазмом и увлечением относиться к делу	3
9	Коммуникабельность	2
10	Способность проявлять интерес к смежным специальностям	9

Умение создавать длительные продуктивные отношения на основе генерации положительных эмоций и развития толерантности менеджеров и сотрудников позволяет выделить такие направления оценки деятельности работников предприятия, как “Вклад в успешное выполнение линейных функций и развитие эмоционального капитала” (см. табл. 9), “Умение создавать в коллективе нормальный психологический климат” (см. табл. 10).

Вторая оценка учитывает степень проявления этих же качеств аттестуемого по четырем вариантам. Эксперт при этом должен установить, как часто определяемое качество проявляется у аттестуемого, по следующей балльной шкале:

– всегда — 1,5 балла;

- в большинстве случаев — 1 балл;
- иногда — 0,5 балла;
- почти никогда — 0 баллов.

По каждому профессиональному качеству определяется средневзвешенный балл по формуле

$$\text{ПВК} = \text{ПВК}_{\text{ср}} \cdot \Pi_{\text{ср}},$$

где ПВК — профессионально важное качество;

$\text{ПВК}_{\text{ср}}$ — средний балл оценки качества по степени его функциональной значимости;

$\Pi_{\text{ср}}$ — средний балл степени проявления профессионально важного качества у аттестуемого.

Далее путем суммирования средневзвешенных баллов по всем качествам определяется итоговый балл оценки аттестуемого. Итоговую оценку комиссия сравнивает с эталоном.

Расчет эталона производится следующим образом: сумма баллов по всем 10 качествам ($10 + 9 + 8 + 7 + 6 + 5 + 4 + 3 + 2 + 1 = \Sigma$) умножается на 1,5 (коэффициент степени проявления качества, если оно проявляется всегда), на 1,0 (если оно проявляется в большинстве случаев) или на 0,5 (если качество присутствует иногда).

В итоге получают следующие результаты:

- 1) $\Sigma \cdot 1,5$;
- 2) $\Sigma \cdot 1,0$;
- 3) $\Sigma \cdot 0,5$.

Таким образом, если оценка работника составляет более 85 баллов, формулируется вывод о его повышении или включении в состав резерва на выдвижение. Если оценка составит от 57 до 85 баллов, делается заключение о соответствии занимаемой должности. При этом весьма ценно и то обстоятельство, что детальный анализ оценок экспертов по профессионально важным качествам может помочь определить для каждого работника конкретные направления совершенствования его профессиональной деятельности.

Данные об образовании работника, его стаже и возрасте учитываются путем расчета коэффициента профессиональной эффективности по формуле

$$K = O_{\text{у.обр}} (1 + C/4 + B/18),$$

где $O_{\text{у.обр}}$ — оценка уровня образования, которая обычно применяется (составляет 0,15 для лиц, имеющих незаконченное среднее образование; 0,6 — для лиц со средним образованием; 0,75 — для лиц со среднетехническим и незаконченным высшим образованием; 1,0 — для лиц с высшим образованием по специальности;

C — стаж работы по специальности; в соответствии с рекомендациями НИИ труда он делится на 4 (в связи с тем, что, как установлено, стаж в 4 раза меньше влияет на результативность труда, чем образование);

B — возраст. В соответствии с рекомендациями НИИ труда он делится на 18 (установлено, что влияние возраста на результативность труда в 18 раз меньше, чем влияние образования. При этом верхний предел возраста для мужчин — 55 лет, а для женщин — 50).

Оценка может проводиться путем сопоставления реально существующих характеристик работников с требованиями профессиональных стандартов. Такой подход может быть реализован лишь в том случае, если такого рода стандарты существуют.

Стремление обеспечить единый стандарт обслуживания клиентов, несмотря на территориальную разобщенность подразделений, приводит к необходимости внедрения стандартов, которые определяют профессиональные требования к персоналу.

В соответствии с этими требованиями разрабатываются должностные инструкции, планируется развитие кадрового потенциала, осуществляется подбор работников на вакантные должности.

11.3. ЭКСПЕРТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА

С помощью экспертного подхода целесообразно оценивать следующее:

- достаточна ли квалификация работника для выполнения функций (профильное образование, стаж);

- имеют ли в рамках общей системы управления организационные возможности для реализации функций;
- насколько организационно-управленческие коммуникации обеспечивают выполнение функции;
- обеспечивает ли организация развитие работников.

Для этой цели требуются рассмотрение и экспертная оценка действующей в компании организационной структуры.

Оценка ключевого персонала может осуществляться на основе личного вклада в результаты деятельности предприятия.

Если данная практика существует в виде системы аттестации персонала, для планирования карьерного роста, повышения должностных окладов, то, изучив такого рода информацию за несколько лет, можно сделать важные для оценки выводы.

Результаты оценки состояния человеческого капитала могут быть использованы косвенно при прогнозировании доходов.

11.4. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ЧЕЛОВЕЧЕСКОГО КАПИТАЛА

Сравнительный подход к оценке человеческого капитала может основываться на парных сравнениях с предприятиями-аналогами.

Суть метода сравнений состоит в выявлении различий между объектом оценки и аналогами. В качестве аналогов могут быть применены организационные структуры и кадровый состав следующих предприятий:

- предприятий, прошедших реструктуризацию, создавших управленческую структуру и кадровый потенциал, близкий к идеальной модели;
- некоторых синтетических моделей, отражающих идеальную для данного вида бизнеса структуру и кадровый состав;
- проданных на рынке предприятий, в оценочных отчетах по которым имеется информация об оценке кадрового потенциала;
- предприятий, сходных по профилю и масштабам бизнеса, но более преуспевающих на рынке.

Все перечисленные характеристики количественно измеримы, что делает проблему сравнений вполне решаемой.

При проведении приватизации и акционирования, при выпуске акций и определении их котировок полная величина оценки совокупного человеческого капитала предприятий в России часто не учитывается. Практика недооценки и невключения в активы предприятия человеческого капитала ведет к огромным потерям ресурсов и значительно занижает рыночную стоимость фондов (акций) предприятий.

Результаты оценки человеческого капитала должны включаться в активы предприятия в соответствии с п. 18 МФСО 98 (Международная финансовая система отчетности).

Приватизация, образование акционерных обществ в условиях высокой инфляции породили множество проблем в оценке финансового капитала предприятий и его соответствия действительному капиталу (действительным ресурсам предприятия).

Целесообразно провести переоценку не только материально-вещественного, но и человеческого капитала. Дооценка человеческого капитала предприятия и его учет в составе нематериальных активов позволят провести дополнительную эмиссию ценных бумаг и более адекватно учесть и отразить в акционерном капитале долю, приходящуюся на человеческий капитал.

Человеческий капитал должен учитываться при организации новых предприятий, особенно в наукоемких отраслях, в информационном секторе экономики, в сферах науки, образования, здравоохранения.

Целесообразно учитывать долю человеческого капитала в учредительном договоре предприятия, а оценку уровня инвестиций и износа человеческого капитала включать в счет "нематериальные активы".

Методика оценки человеческого капитала может согласовываться при заключении тарифных соглашений как на уровне отрасли, так и на уровне отдельного предприятия.

Условия и сроки инвестирования в человеческий капитал, величина заработной платы, которая может рассматриваться как норматив амортизации человеческого капитала, а также

другие вопросы подлежат согласованию при заключении коллективных договоров и индивидуальных контрактов.

Получение обоснованных оценок индивидуального и совокупного человеческого капитала служит необходимой научной основой для определения оптимального уровня оплаты труда работников при заключении трудовых договоров (индивидуальных и коллективных).

Контрольные вопросы

1. Какие подходы применяются при обобщенной оценке человеческого капитала предприятия?
2. На чем основывается прямой метод оценки человеческого капитала предприятия?
3. На чем основывается косвенный метод оценки человеческого капитала предприятия?
4. На чем основывается доходный подход к оценке человеческого капитала предприятия?
5. Какие показатели человеческого капитала предприятия целесообразно оценивать с помощью экспертного подхода?
6. На чем основывается сравнительный подход к оценке человеческого капитала?
7. Какую цель преследует необходимость внедрения стандартов, которые определяют профессиональные требования к персоналу?
8. Когда используется матрица оценки профессиональной зрелости работника?
9. Как можно получить стоимостную оценку человеческого капитала?
10. В чем заключается метод управленческой добавленной стоимости (УДС) при оценке человеческого капитала?

- 12.1. Подходы к оценке долей в бизнесе. Виды стоимости эмиссионных ценных бумаг**
- 12.2. Подходы к оценке неконтрольных (миноритарных) пакетов**
- 12.3. Премии и скидки в определении рыночной стоимости акций**
- 12.4. Модели расчета рыночной стоимости акций и облигаций**

12.1. ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ДОЛЕЙ В БИЗНЕСЕ. ВИДЫ СТОИМОСТИ ЭМИССИОННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Бизнес как объект оценки имеет ряд специфических особенностей, принципиально отличающих его от других объектов собственности с точки зрения методологии оценочно-аналитического процесса.

Выделение доли в бизнесе в подавляющем большинстве случаев не имеет ничего общего с его физическим разделением, а требуется лишь для определения “доли влияния”, т. е. означает виртуальное разделение. При оценке бизнеса в отличие от других объектов собственности необходимо учитывать степень контроля собственника (контрольный пакет акций). Указанные выше особенности требуют применения специфичных методов оценки стоимости долей в бизнесе.

Закрытые и открытые акционерные общества выпускают акции, за счет чего формируют собственный капитал. Закры-

тые акционерные общества имеют право распределять акции только среди учредителей. Акции могут продаваться третьим лицам лишь с согласия большинства акционеров. Акции открытых акционерных обществ могут находиться в свободном обращении. На фондовом рынке функционируют также производные ценные бумаги (опционы, варранты, фьючерсы), в основу которых положены базисные активы — акции.

Они удостоверяют право владельца на покупку или продажу эмиссионных ценных бумаг в определенном количестве и по фиксированной цене в будущем.

По способу выплаты дохода ценные бумаги классифицируют на:

- с фиксированным (привилегированные акции) доходом;
- с плавающим (обыкновенные акции).

Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не может превышать 25% от уставного капитала акционерного общества.

По приоритетной значимости различают первичные и вторичные ценные бумаги. Первичные финансовые инструменты характеризуются их выпуском в обращение первичными эмитентами и удостоверяют прямые имущественные права или отношения займа (акции и корпоративные облигации). Вторичные ценные бумаги служат объектом финансовых сделок на организованном фондовом рынке (на фондовой бирже).

Под обращением ценных бумаг понимают передачу прав на них от одного владельца другому. Права владельцев эмиссионных ценных бумаг документарной формы выпуска удостоверяют сертификатами (если они находятся у владельцев) либо сертификатами и записями по счету “депо” в депозитарии (если они переданы ему на хранение).

Права владельцев эмиссионных ценных бумаг в бездокументарной форме удостоверяют в системе ведения реестра записями на лицевых счетах у держателя реестра или записями по счету “депо” в депозитарии.

На фондовом рынке функционируют также производные ценные бумаги (опционы, варранты, фьючерсы), в основу кото-

рых положены базисные активы — акции. Они удостоверяют право владельца на покупку или продажу эмиссионных ценных бумаг в определенном количестве и по фиксированной цене в будущем.

Различают следующие виды стоимости эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций):

1. *Номинальная стоимость* — оценка, которую указывают на бланке акции. Эмитент определяет ее произвольно, поскольку даже на первичном рынке акции могут продаваться выше их нарицательной стоимости. Однако в бухгалтерском учете эту оценку активно используют.

Так, суммарный объем акций по номинальной стоимости образует уставный капитал акционерного общества. Номинальная стоимость всех обыкновенных акций должна быть одинаковой. Уставный капитал определяет минимальный размер имущества общества, гарантирующий интересы его кредиторов. Суммарный объем всех эмитированных облигаций не должен превышать величину его уставного капитала.

2. *Эмиссионная стоимость* — цена продажи акций при их первичном размещении. Она, как правило, не совпадает с номинальной стоимостью.

В таком случае акционерное общество получает эмиссионный доход, определяемый по формуле

$$D_{\text{э}} = (Э_{\text{ст}} - H_{\text{ст}}) \cdot K_{\text{оа}},$$

где $D_{\text{э}}$ — эмиссионный доход;

$Э_{\text{ст}}$ — эмиссионная стоимость акции;

$H_{\text{ст}}$ — номинальная стоимость акции;

$K_{\text{оа}}$ — количество размещенных обыкновенных акций.

3. *Курсовая (рыночная) стоимость* — цена, отражающая равновесие между совокупным спросом и предложением в определенном интервале времени (как результат котировки ценных бумаг на вторичном рынке — фондовой бирже).

4. *Ликвидационная стоимость* эмиссионных ценных бумаг ликвидируемого акционерного общества — остаточная сто-

имость его имущества в фактических ценах, приходящаяся на одну обыкновенную акцию.

5. Выкупная стоимость — цена, указываемая на отзывных акциях, т. е. сумма денежных средств, выплачиваемая обществом за приобретение собственных акций или при досрочном погашении облигаций.

В бухгалтерском учете финансовые вложения отражают по первоначальной стоимости. Первоначальной стоимостью финансовых вложений, приобретенных за плату, признают сумму фактических затрат предприятий на их приобретение, за исключением налога на добавленную стоимость и иных возмещаемых налогов.

Если определяется стоимость меньшей доли закрытой компании с помощью методов дисконтирования денежных потоков, капитализации доходов, чистых активов, ликвидационной стоимости и метода сделок, то вычитают скидку за неконтрольный характер пакета и скидку за недостаточную ликвидность.

Если же стоимость рассчитывается по методу рынка капитала, то вычитается только скидка за недостаточную ликвидность.

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

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

Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда больше стоимости владения (распоряжения) миноритарным пакетом.

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

собственности, режим голосования, контактные ограничения, финансовые условия бизнеса.

Эффект распределения собственности. Например, все акции распределены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными крупными пакетами, у третьего же пакет акций небольшой, однако именно он может получить премию за свой пакет сверх стоимости, пропорционально его доле в капитале. Это связано с тем, что при голосовании его акции перевесят чашу весов в ту или иную сторону.

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

Некумулятивная система здесь действует по принципу один голос, одна акция за одного директора. При некумулятивной системе голосования оказываются в выигрыше держатели контрольных пакетов.

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

Существуют контактные ограничения или ограничения по долгам: если долговые обязательства компании существенны, то это может ограничивать дивидендные выплаты и т. д. Часть стоимости премии за контроль теряется.

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

12.2. ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ НЕКОНТРОЛЬНЫХ (МИНОРИТАРНЫХ) ПАКЕТОВ

Существуют следующие подходы к оценке неконтрольных (миноритарных) пакетов.

1. Методами дисконтирования денежных потоков, капитализации доходов, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости, а также методом сделок оценивается стоимость всего предприятия. После чего рассчитывается пропорциональная неконтрольному пакету часть общей стоимости предприятия. Базовой величиной, из которой вычитается скидка за неконтрольный характер пакета, является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права контроля. Определяется, а затем вычитается из пропорциональной доли скидка на неконтрольный характер пакета. Устанавливается необходимость и величина дополнительной скидки на недостаточную ликвидность.

2. Необязательно определение стоимости всего предприятия. Данные для оценки стоимости неконтрольного пакета берутся из данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов ОАО, и расчет делается методом рынка капитала. В связи с тем, что данные по этим сделкам относятся к ОАО, то для ЗАО вычитают скидку за недостаточную ликвидность при определении стоимости неконтрольного пакета.

3. Суммируются все элементы стоимости неконтрольного пакета.

12.3. ПРЕМИИ И СКИДКИ В ОПРЕДЕЛЕНИИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ

При оценке контрольного пакета, если отсутствуют какие-либо отдельные элементы контроля, величина премии за контроль должна быть уменьшена на стоимость, приходящуюся

на данные элементы. Напротив, если неконтрольному пакету акций присущи какие-то отдельные возможности элементов контроля, то это отражается в его стоимости.

Премия за контроль определяется как разность между ценой, выраженной в процентах, и ценой миноритарного свободно обращающегося пакета.

Однако практика показывает, что в преддверии слияний курс акций начинает расти раньше, чем за пять дней до официального объявления о сделке, что приводит к занижению премии за контроль. В связи с этим чаще всего отслеживают курс за период от двух месяцев до пяти (рабочих) дней.

Скидка за неконтрольный характер пакета является производной от премии за контроль и основана на эмпирических данных. Средняя премия за контроль колеблется в пределах 30–40%, скидка со стоимости за меньшую долю — около 23%.

Высокая ликвидность увеличивает стоимость акций, и наоборот. Базовая величина, из которой вычитается скидка за недостаточную ликвидность, является стоимостью высоколиквидного сопоставимого пакета акций.

Факторами влияния на ликвидность (размер скидки) могут быть:

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

Степень контроля взаимосвязана со степенью ликвидности. Контрольный пакет акций требует меньшей скидки за недостаточную ликвидность, чем миноритарный.

Миноритарные пакеты акций закрытых компаний менее ликвидны, чем миноритарные пакеты открытых.

Привилегированные акции дают гарантированное право на дивиденды, но в случае, если компания имеет финансовые средства для выплат. Обычные акции не имеют гарантированных прав на выплату дивидендов.

Платой за возрастание риска, понижение гарантии выплат и возмещение денежных ресурсов в случае банкротств является использование различных скидок на недостаточную ликвидность.

12.4. МОДЕЛИ РАСЧЕТА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ

Чем выше норма дивиденда, тем дороже будет рыночная стоимость акции и тем весомее рейтинг акционерного общества на финансовом рынке.

Однако при повышении банком нормы ссудного процента (например, по депозитам) курс акций понижается. Данную зависимость выражают формулой

$$K_a = H_c \cdot \frac{D}{СП},$$

где K_a — курс акции, руб.;

H_c — номинальная стоимость акции, руб.;

D — доходность акции (норма дивиденда), %;

$СП$ — ставка ссудного процента, %.

В случае убыточной работы акционерного общества дивиденды по обыкновенным акциям не выплачивают. Эффективность любых инвестиций устанавливают на базе сравнения эффекта (дохода) и затрат. В качестве затрат при оценке эффективности финансовых вложений выступают средства, авансированные в различные финансовые инструменты.

В качестве эффекта (дохода) принимают разницу между реальной стоимостью отдельных видов ценных бумаг и суммой средств, израсходованных на их приобретение. Поскольку доход от этих ценных бумаг может быть получен только в будущем периоде, он должен быть оценен при сопоставлении с настоящей стоимостью.

Таким образом, общая формула для оценки эффективности финансовых инвестиций следующая:

$$\Theta_{\text{фи}} = \frac{PC_{\text{фа}} - I_{\text{фа}}}{I_{\text{фа}}} \cdot 100\%,$$

где $\Theta_{\text{фи}}$ — эффективность вложения средств в финансовые инвестиции, %;

$PC_{\text{фа}}$ — реальная стоимость отдельных финансовых активов, приведенная к настоящей стоимости;

$I_{\text{фа}}$ — сумма средств, инвестированных в отдельные финансовые активы.

Разность $(PC_{\text{фа}} - I_{\text{фа}})$ представляет собой величину будущего дохода от финансовых активов ($D_{\text{фа}}$). Поэтому окончательная формула имеет вид

$$\Theta_{\text{фи}} = \frac{D_{\text{фа}}}{I_{\text{фа}}} \cdot 100\%.$$

Реальную стоимость корпоративных ценных бумаг формируют под воздействием двух основных факторов:

1) суммы будущего денежного потока от конкретного вида финансовых активов;

2) величины дисконтной ставки, используемой при оценке настоящей стоимости будущего денежного потока.

Данные положения выражают формулой

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n},$$

где C — стоимость эмиссионной ценной бумаги;

CF_t — денежный поток в периоде t ;

r — ставка дисконта, доли единицы;

n — порядковый номер рассматриваемого года действия.

Подобным способом могут быть оценены основные виды эмиссионных ценных бумаг (акции и корпоративные облигации). В качестве будущего денежного потока по финансовым инвестициям выступает чистая прибыль, полученная от использования соответствующих финансовых активов.

Исходя из условий обращения акций, жизненного цикла предприятия-эмитента, принятой дивидендной политики и

других факторов возможна различная динамика уровня предлагаемых дивидендов в будущем периоде.

В связи с этим можно выделить следующие виды акций:

1) со стабильным уровнем дивидендов (привилегированные акции);

2) с постоянно возрастающим уровнем дивидендов. Дивидендная политика многих эмитентов включает ежегодный прирост суммы или процента выплачиваемых дивидендов на определенную постоянную величину;

3) с нестабильным уровнем дивидендов. Нестабильность дивидендной политики, как правило, используют компании-эмитенты при смене стадий их жизненного цикла.

С учетом премии за инвестиционный риск процентная ставка, используемая при дисконтировании денежных потоков, должна дифференцироваться исходя из следующих параметров:

1) средней ставки ссудного процента на кредитном рынке (на общероссийском или региональном рынках);

2) прогнозируемого темпа инфляции в предстоящем периоде;

3) премии за инвестиционный риск.

Ставку дисконтирования, как правило, характеризуют нормой текущей доходности. Первые два показателя формируют норму текущей доходности по безрисковым финансовым инструментам (в частности, по облигациям внутреннего федерального займа). Норму текущей доходности по государственным долговым обязательствам можно рассматривать как базу для последующей дифференциации дисконтной ставки по видам корпоративных ценных бумаг.

Норма текущей доходности по конкретному финансовому инструменту определяется как сумма нормы доходности по безрисковым вложениям и нормы премии за риск (риск увеличения ставки ссудного процента, риск предполагаемого роста темпа инфляции, риск неплатежа и др.). Уровень данных рисков определяет степень дифференциации нормы текущей

доходности по отдельным финансовым инструментам. Оценка акций определяет их текущую рыночную стоимость.

1. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций при их использовании в течение неопределенного продолжительного периода времени (C_{a_1}) имеет вид

$$C_{a_1} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+P_i)^t},$$

где D_i — сумма дивидендов, которую инвестор ожидает получить в году t по акции i -го вида;

P_i — норма текущей доходности по акции i -го вида, используемая как дисконтная ставка в расчетах настоящей стоимости;

∞ — выражает неопределенность;

t — число лет использования акции.

Экономическое содержание данной модели заключается в том, что текущая рыночная стоимость акции, используемой неопределенное число лет, представляет собой сумму дивидендов по отдельным периодам, приведенную к настоящей стоимости по дисконтной ставке, равной норме текущей доходности по ней.

2. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций при их использовании в течение заранее предусмотренного срока (C_{a_2}) имеет вид

$$C_{a_2} = \sum_{t=1}^n \left[\frac{D_i}{(1+P_i)^t} + \frac{ЦР_i}{(1+P_i)^t} \right],$$

где D_i — сумма дивидендов, которую инвестор ожидает получить в году t по акции i -го вида;

$ЦР_i$ — прогнозируемая рыночная цена реализации акции i -го вида в конце периода ее использования;

P_i — норма текущей доходности акции i -го вида;

t — число лет использования акций;

n — порядковый номер рассматриваемого года действия.

Основу первых двух моделей оценки текущей рыночной стоимости акций составляет дисконтированная сумма дивидендов, ожидаемая к получению в будущем. При этом сумма ежегодных дивидендов может оставаться стабильной или рав-

номерно увеличиваться по отдельным периодам. Оценка стоимости акций в данном случае носит дифференцированный характер.

3. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций с постоянными дивидендами (C_{a_3}) имеет вид

$$C_{a_3} = \frac{D}{P},$$

где D — годовая сумма постоянного дивиденда;

P — норма текущей доходности акций данного типа.

4. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций с постоянно возрастающими дивидендами (C_{a_4}) выражают формулой

$$C_{a_4} = \frac{D_0 \cdot (1 + K)}{P - K},$$

где D_0 — сумма последнего уплаченного дивиденда;

P — норма текущей доходности акций данного типа, доли единицы;

K — темп роста дивидендов, доли единицы.

5. Модель оценки текущей рыночной стоимости акций с изменяемой суммой дивидендов (C_{a_5}) имеет вид

$$C_{a_5} = \frac{D_1}{1+P} + \frac{D_2}{1+P} + \frac{D_3}{1+P} + \dots + \frac{D_t}{1+P},$$

где D_t — сумма дивидендов, прогнозируемая в периоде t ;

P — норма текущей доходности акций данного типа, доли единицы;

t — число прогнозируемых лет.

Пример. Исходя из принятой акционерным обществом дивидендной политики оно установило выплату дивидендов в предстоящие два года в размере 22 руб. на одну обыкновенную акцию. В последующие три года оно обязуется выплачивать постоянные дивиденды в сумме 33 руб. на одну акцию. Норма текущей доходности акций данного типа составляет 18% в год:

$$C_{a_5} = \frac{22}{1,18} + \frac{22}{1,18} + \frac{33}{1,18} + \frac{33}{1,18} + \frac{33}{1,18} = 121,2 \text{ (руб.)}$$

К долговым ценным бумагам относятся все виды облигаций, поскольку они удостоверяют отношения займа. Облигации могут быть краткосрочными (со сроком погашения до одного года) и долгосрочными (со сроком погашения свыше года). Облигация должна иметь номинальную стоимость.

Номинальная стоимость всех эмитированных облигаций не может быть больше размера уставного капитала либо величины обеспечения, предоставленного акционерному обществу-эмитенту третьими лицами для цели их выпуска. Акционерная компания (корпорация) вправе выпускать облигации с единовременным сроком погашения или со сроком погашения по сериям в фиксированные моменты времени.

Погашение облигаций можно осуществлять в денежной форме или иным имуществом в соответствии с решением об их выпуске. Облигации могут быть именными или на предъявителя. При эмиссии именных облигаций общество обязано вести реестр их владельцев и обеспечивать возможность досрочного погашения облигаций по их желанию. При этом в решении о выпуске облигаций следует определить срок погашения, а также момент времени, не ранее которого они могут быть предъявлены к досрочному погашению.

Облигации в России выпускают:

- государство (облигации федерального займа);
- акционерные компании (корпорации);
- коммерческие банки.

Корпоративные облигации эмитируют с целью привлечения дополнительного капитала. Решение о выпуске облигаций, исполнение обязательств эмитента по которым обеспечивают залогом, банковской гарантией или иными способами, должно содержать сведения о лице, предоставившем обеспечение, и о его условиях.

Облигации, обеспеченные залогом, дают их владельцам дополнительную гарантию от потери средств, поскольку условия выпуска предусматривают право держателя облигаций (кредитора) продать заложенное имущество, если эмитент неплатежеспособен. Выпуск облигаций без обеспечения осу-

существляют не ранее третьего года существования акционерного общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов. Выпускают такие облигации эмитенты с устойчивым финансовым положением. К ним относятся крупные акционерные компании топливно-энергетического комплекса.

Акционерное общество не вправе размещать облигации, конвертируемые в акции, если количество объявленных акций общества определенных категорий и типов ниже количества акций этих категорий и типов, право на приобретение которых предоставляют данные ценные бумаги.

Большинство сделок с корпоративными облигациями осуществляют на первичном рынке, так как торговля ими на фондовых биржах ведется менее интенсивно, чем операции с акциями. Как правило, облигации, эмитируемые акционерными обществами, имеют рейтинг, который устанавливают независимые аналитические фирмы. Первичными покупателями корпоративных облигаций являются коммерческие банки, страховые компании, инвестиционные фонды и иные финансовые посредники.

Следует иметь в виду, что средства, мобилизуемые корпорацией от выпуска облигаций, увеличивают ее долгосрочные обязательства, но не повышают уставный капитал.

Наряду с суммой будущего денежного потока по финансовым инвестициям реальная настоящая стоимость фондовых инструментов формируется под влиянием размера дисконтной ставки. Использовать единую ставку процента вряд ли целесообразно, так как уровень риска по отдельным финансовым инструментам существенно колеблется.

С учетом премии за инвестиционный риск процентная ставка, используемая при дисконтировании денежных потоков, должна дифференцироваться исходя из следующих параметров:

- средней ставки ссудного процента на кредитном рынке (на общероссийском или региональном рынках);
- прогнозируемого темпа инфляции в предстоящем периоде;

- премии за инвестиционный риск по конкретным видам эмиссионных ценных бумаг.

Оценка корпоративных облигаций предусматривает решение ряда задач, связанных с определением их текущей рыночной стоимости и доходности. Базовая модель оценки стоимости облигаций имеет следующий вид:

$$C_t = \sum_{i=1}^t \left[\frac{ПО_i}{(1+P)^t} + \frac{НО_i}{(1+P)^t} \right],$$

где C_t — текущая рыночная стоимость облигации;

$ПО_i$ — ежегодная сумма процента по облигации i -го вида, которую выражают произведением номинала на объявленную ставку процента;

$НО_i$ — номинальная стоимость облигации i -го вида, подлежащая погашению в конце периода ее обращения;

P — норма текущей доходности, используемая как дисконтная ставка в расчетах настоящей стоимости;

t — число лет (месяцев), остающихся до погашения облигации.

Экономическое содержание данной модели оценки облигации заключается в том, что ее текущая рыночная стоимость равна сумме всех процентных поступлений за остающийся период обращения и номинала, дисконтированных по норме текущей доходности данного вида облигаций.

Более частными случаями общей модели оценки стоимости облигаций являются облигации:

- 1) с фиксированной купонной ставкой;
- 2) с плавающей купонной ставкой (размер процента по облигациям зависит от уровня ссудного процента);
- 3) с равномерно возрастающей купонной ставкой (она может быть увязана с темпом инфляции);
- 4) с нулевым купоном (эмиссионный курс облигации устанавливается ниже номинального; разница между ними выражает доход инвестора, выплачиваемый в момент погашения; процент по облигации не выплачивают);

5) с оплатой по выбору (купонный доход по желанию инвестора может быть заменен облигациями нового выпуска);

6) комбинированного типа (в течение определенного срока выплату дохода осуществляют по фиксированной ставке; после этого срока — по плавающей ставке).

Оценка облигаций с нулевым купоном представляет собой самый простой случай, так как денежные поступления по годам, за исключением последнего, равны нулю. Расчетная формула следующая:

$$C_0 = \frac{C}{(1+r)^n},$$

где C_0 — стоимость облигации с нулевым купоном;

C — сумма, выплачиваемая при погашении облигации;

n — число лет, через которое произойдет погашение облигации;

r — выбранная дисконтная ставка.

Бессрочная облигация (C_6) предусматривает неопределенно долгую выплату дохода (C) в установленном размере или по плавающей процентной ставке:

$$C_6 = \frac{C}{r}.$$

По корпоративным облигациям сумма будущего денежного потока включает суммы поступлений процентов по этим долговым ценным бумагам и стоимости самого актива на момент его погашения. При этом возможны три варианта формирования будущего денежного потока:

а) без выплаты процентов по долговой ценной бумаге. Доход инвестора представляет собой разницу между объявленной выкупной ценой облигации и ценой ее приобретения;

б) с периодической выплатой процентов по долевым ценным бумагам и погашением ее в конце предусмотренного срока;

в) с выплатой всей суммы процентов при погашении облигации в конце предусмотренного срока. В данном случае проценты будут выплачены вместе с суммой погашаемой долговой ценной бумаги в конце периода ее обращения.

Контрольные вопросы

- 1. Как классифицируют ценные бумаги по способу выплаты дохода?**
- 2. Что понимается под обращением ценных бумаг?**
- 3. Какие существуют виды стоимости эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций)?**
- 4. Что понимается под премией за контроль?**
- 5. Какие факторы ограничивают права владельцев контрольных пакетов и снижают стоимость преимущества контроля?**
- 6. Какие существуют подходы к оценке неконтрольных (миноритарных) пакетов?**
- 7. Под действием каких основных факторов формируется реальная стоимость корпоративных ценных бумаг?**
- 8. Какие существуют подходы к оценке неконтрольных (миноритарных) пакетов?**
- 9. Какие виды акций выделяют исходя из динамики уровня дивидендов в будущем периоде?**
- 10. Какие виды ценных бумаг оцениваются по общей модели оценки стоимости?**

Глава 13

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ ПРИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

- 13.1. Цель реструктуризации**
- 13.2. Виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования предприятий**
- 13.3. Формы реструктуризации предприятий**
- 13.4. Оценка стоимости предприятия при реструктуризации**

13.1. ЦЕЛЬ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Внешнее развитие предприятия основано на купле (продаже) активов подразделений, слияниях и поглощениях, а также видах деятельности по сохранению корпоративного контроля.

Цель реструктуризации — повышение стоимости акционерного капитала за счет изменения структуры активов; аккумуляция средств на главных направлениях развития бизнеса и сохранение корпоративного контроля.

Реструктуризация — это эффективное использование производственных ресурсов, приводящее к увеличению стоимости предприятия.

Корпоративное реструктурирование означает изменения в структуре капитала или собственности, не связанные с операционным (деловым) циклом компании и основанные на использовании факторов внешнего роста капитала.

Процесс реструктуризации связан с поиском внутренних и внешних источников развития предприятия. Внутренние фак-

торы основаны на выработке операционной, инвестиционной и финансовой стратегий создания стоимости за счет собственных и заемных источников финансирования; внешние — на реорганизации видов деятельности и структуры предприятия.

Возможность реструктурирования появляется тогда, когда между стоимостью, которой обладает компания в настоящее время (текущей стоимостью), и потенциальной стоимостью, достижимой при изменении ряда обстоятельств, существует так называемый стоимостной разрыв.

Стоимостной разрыв — разница между текущей стоимостью предприятия при существующих условиях и текущей стоимостью предприятия после реструктуризации.

В качестве базовой модели расчета стоимости предприятия в целях реструктурирования применяется метод дисконтирования денежных потоков, так как он позволяет учитывать будущие изменения в денежных потоках предприятия.

При оценке предполагаемого плана реструктурирования необходимо составить прогноз чистых денежных потоков после уплаты налогов, связанных с текущей деятельностью компании без учета финансовых издержек реорганизации. В данном случае реструктуризацию можно рассматривать как вариант капиталовложений с первоначальными затратами и ожидаемой в будущем прибылью.

13.2. ВИДЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО СТРАТЕГИЧЕСКОМУ НАПРАВЛЕНИЮ РЕСТРУКТУРИРОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ

Многие предприятия, активно используя стратегии внутреннего роста для максимальной реализации намеченных планов, а также сохранения компании как действующей, стремятся привлечь внешние факторы роста. Данное направление процесса реструктуризации называют *стратегическим направлением реструктурирования*.

Виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования предприятия включают: расширение (слияние, присоединение); сокращение (разделение, выделение); преобразование акционерного капитала.

Стратегическое направление реструктурирования имеет целью увеличение стоимости акционерного капитала за счет:

- приобретения действующих предприятий (легче приобрести контроль над действующим предприятием, чем создать новое);
- получения управленческих, технологических, производственных выгод в случае объединения различных предприятий;
- эффекта диверсификации и снижения риска при объединении предприятий различного профиля деятельности;
- конкурентного потенциала;
- синергического (системного) эффекта, который возникает, если свойства системы в целом превосходят простую сумму свойств отдельных ее элементов.

Слиянием обществ (предприятий) признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением деятельности последних. Общества, участвующие в слиянии, заключают договор о слиянии, в котором определяются порядок и условия слияния, а также порядок конвертации акций каждого общества в акции и (или) иные ценные бумаги нового общества. Вопрос о реорганизации общества выносится на решение общего собрания акционеров обществ, участвующих в слиянии, выбирается Совет директоров вновь возникающего общества.

Присоединением общества признается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому обществу. Общества, осуществляющие присоединение (объединение), заключают договор, в котором определяют порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества. Вопрос о реорганизации в форме присоединения и об утверждении выносится на решение общего собрания акционеров. Все

права и обязанности присоединяемого общества переходят к присоединяющему.

В мировой практике накоплен значительный опыт по реализации и оценке сделок по слиянию (присоединению). Данные сделки проводятся под контролем антимонопольного комитета и должны удовлетворять следующим условиям:

- в обмене с обеих сторон участвуют обыкновенные акции;
- запрещены условные платежи;
- компания, участвующая в сделке, должна иметь опыт работы как самостоятельная единица не менее двух лет;
- поглощаемая компания не должна избавляться от значительной доли активов присоединенной компании в течение двух лет;
- для принятия решения требуется согласие, как правило, не менее $2/3$ акционеров.

В России реорганизация акционерного общества может быть осуществлена в виде слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования (в соответствии с Федеральным законом от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ "Об акционерных обществах").

13.3. ФОРМЫ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЙ

Вместо слияния (присоединения) компания может купить акции интересующего предприятия и получить контроль над ним.

Холдинговой компанией (холдингом) признается предприятие, в состав которого входят контрольные пакеты акций другого предприятия. Дочернее предприятие независимо от размера пакета его акций не может владеть акциями холдинговой компании в какой бы то ни было форме. Преимущество холдинга заключается в том, что он позволяет получить контроль над другой компанией при меньшем объеме инвестиций. Кроме того, акции можно скупать постепенно, не требуя согласия акционеров и не провоцируя информационный эффект объединения.

С юридической точки зрения материнская компания владеет акциями дочерней компании. Ей не принадлежат активы дочерней компании. Она, как правило, не несет ответственности по обязательствам дочерней компании, хотя может предоставлять гарантии по ним.

Зависимыми обществами считаются такие, деятельность которых контролируется основным предприятием (обществом), а доля капитала основного общества составляет от 20 до 50%. Это обстоятельство позволяет оказывать существенное влияние на решения, принимаемые в компании-эмитенте.

Разделением акционерного общества признается прекращение деятельности общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам. Совет директоров реорганизуемого в форме разделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме разделения, порядке и условиях этой реорганизации и о порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции и (или) иные ценные бумаги создаваемых обществ.

При разделении общества все его права и обязанности переходят к двум или нескольким вновь создаваемым обществам в соответствии с разделительным балансом.

Выделением общества признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения полномочий последнего. Совет директоров реорганизуемого в рамках выделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме выделения, порядке и условиях осуществления выделения, о создании нового общества, возможности конвертации акций общества в акции и (или) иные ценные бумаги выделяемого общества и порядке такой конвертации, об утверждении разделительного баланса. При выделении из состава одного или нескольких обществ к каждому из них переходит часть прав и обязанностей реорганизованного в форме выделения общества в соответствии с разделительным балансом.

При преобразовании общества в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив к вновь возникшему юридическому лицу переходят все права и обязанности реорганизованного общества в соответствии с передаточным актом.

Причиной поиска факторов внешнего развития предприятия является реорганизация неплатежеспособных предприятий-банкротов. Несостоятельность (банкротство) предприятия считается имеющей место после признания факта несостоятельности арбитражным судом и после официального объявления о ней предприятием-должником при его добровольной ликвидации.

При реорганизации предприятия в случае несостоятельности (банкротства) в соответствии с российским законодательством к должнику могут применяться процедуры:

- реорганизационные (внешнее управление имуществом должника, санация);
- ликвидационные (принудительная ликвидация предприятия-должника по решению арбитражного суда, добровольная ликвидация несостоятельного предприятия под контролем кредиторов);
- мировое соглашение.

Привлекательными для захвата являются предприятия, имеющие потенциал "стоимостного разрыва". Предприятие, которое хотят поглотить, должно иметь в своем распоряжении большой набор способов защиты от посягательств на независимость.

Система защиты интересов управляющих и акционеров нацелена на то, чтобы возводимые на пути захватов предприятий барьеры обеспечивали занятость, высокое вознаграждение за работу руководителей и гарантию прав акционеров.

Условие квалифицированного большинства при голосовании по вопросу о слиянии (75–80%) означает, что вместо обычного большинства, необходимого для принятия решения по другим вопросам, в ситуации слияния для утверждения сделки может требоваться более высокая доля голосов.

Обратный выкуп своих акций с премией, которая может быть выплачена за счет акционерного капитала предприятия, является одним из способов обретения независимости. Для этого может использоваться наличный расчет с бывшими акционерами и слияние предприятия с частной корпорацией. Приватизация могут осуществляться посредством выкупа акций за счет кредита, т. е. в сделке принимает участие третья сторона, а иногда и четвертая.

При выкупе акций за счет кредита предприятие сталкивается с риском двух видов.

Первый — коммерческий риск (может случиться так, что компания не будет развиваться по установленному ранее плану и денежные потоки, необходимые для обслуживания долга, окажутся меньшими, чем прогнозировалось).

Второй вид риска связан с изменением процентных ставок (обычно кредит предоставляется на условиях плавающей ставки, а объем платежей по нему изменяется вместе с колебаниями ставки. Следовательно, рост процентных ставок может значительно ухудшить положение компании и даже привести ее к банкротству).

13.4. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ ПРИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Оценка рыночной стоимости предприятия при реструктуризации включает:

- определение совместимости объединяющихся предприятий;
- анализ сильных и слабых сторон участников сделки;
- прогнозирование вероятности банкротства;
- анализ операционного (производственного) и финансового рисков;
- оценку потенциала изменения чистых денежных потоков;
- предварительную оценку стоимости реорганизуемого предприятия.

Затраты на реорганизацию можно рассматривать как вариант капиталовложений: имеются стартовые затраты и в будущем ожидается прибыль. При расчете денежных потоков учитывается синергический эффект как превышение стоимости объединенных предприятий после слияния по сравнению с их суммарной стоимостью до слияния.

Синергия может проявляться в прямой и косвенной выгодах.

Прямая выгода — увеличение чистых активов денежных потоков реорганизуемых предприятий. Анализ прямой выгоды включает три этапа:

- 1) оценку стоимости предприятия на основе прогнозируемых денежных потоков до реорганизации;
- 2) оценку стоимости объединенных предприятий на основе денежных потоков после реорганизации;
- 3) расчет добавленной стоимости (расчеты проводятся на основе модели дисконтированных денежных потоков).

Добавленная стоимость объединения формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергии.

Операционная синергия — экономия на операционных расходах за счет объединения служб, упрочения позиции на рынке, получения технологического ноу-хау, торговой марки.

Управленческая синергия — экономия за счет создания новой системы управления. Объединение предприятий может осуществляться путем горизонтальной и вертикальной интеграции, а также по пути создания конгломерата.

Финансовая синергия — экономия за счет изменения источников финансирования, дополнительных источников финансирования, что ведет к повышению надежности у кредиторов, приросту денежных потоков, снижению риска инвестирования для внешних инвесторов. Реорганизация (особенно преобразование) может привести также к налоговым преимуществам.

Информационный эффект от слияния в сочетании с указанными синергетическими эффектами может вызвать повышение рыночной стоимости акций или изменение мультипли-

катора (соотношение между ценой и прибылью), следовательно, увеличение прибыли (дивидендов) на акцию.

Предприятия, участвующие в слиянии, определяют порядок конвертации своих акций в акции и (или) иные ценные бумаги нового общества на основе менового соотношения:

$$MC = \frac{P_a \cdot n_a}{P_{\text{акк}}},$$

где MC — меновое соотношение;

P_a — рыночная цена акции поглощаемого предприятия;

n_a — число предложенных акций;

$P_{\text{акк}}$ — рыночная цена акции поглощающего предприятия.

Снижение (размывание) прибыли на акцию для акционеров одного предприятия произойдет в том случае, если соотношение между ценой и прибылью по акциям другого предприятия превысит это соотношение по акциям исходного.

Возможные последствия реструктуризации на прибыльность акционерного капитала рассчитываются по следующим параметрам:

- изменение прибыли на акцию исходя из менового соотношения;
- изменение мультипликатора (соотношение между ценой и прибылью) как индикатора краткосрочной перспективы развития;
- размеры сливающихся предприятий, т. е., как правило, более крупное предприятие имеет значение мультипликатора выше, следовательно, результатом слияния будет повышение общей прибыли на акцию.

Контрольные вопросы

1. Какова цель реструктуризации предприятий?
2. На чем основывается модель реструктуризации?
3. Почему при разработке программ реструктурирования используется метод дисконтирования денежных потоков?
4. Каково экономическое содержание синергического эффекта реорганизации?

5. Какие причины сдерживают процесс реструктурирования российских предприятий?

6. Какие виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования предприятий существуют?

7. Для чего используется обратный выкуп своих акций с премией?

8. Что включает оценка рыночной стоимости предприятия при реструктуризации?

9. За счет чего формируется добавленная стоимость объединения?

10. Что означает изменение мультипликатора (соотношение между ценой и прибылью)?

А

Активы предприятия — хозяйственные средства, которые должны принести экономические выгоды в будущем, т. е. имеющие потенциальную возможность прямо или косвенно способствовать притоку денежных средств.

Активы внеоборотные (долгосрочные) — совокупность вещественных ценностей предприятия, многократно участвующих в процессе его хозяйственной деятельности и переносящих на продукцию использованную стоимость частями. В практике учета к ним относят имущественные ценности (активы) всех видов со сроком использования более одного года.

Активы оборотные (текущие) — совокупность имущественных ценностей предприятия, обслуживающих текущий хозяйственный процесс и полностью потребляемых в течение одного операционного (производственно-коммерческого) цикла. В практике учета к ним относят имущественные ценности (активы всех видов со сроком использования менее одного года).

Активы материальные — группа активов предприятия, имеющих вещественную (материальную) форму. В группу материальных активов входят: основные средства; незавершенное строительство; оборудование, предназначенное к монтажу; производственные запасы сырья и материалов; запасы товаров; объем незавершенного производства; запасы готовой продукции, предназначенной к реализации.

Активы финансовые — группа активов предприятия, находящихся в форме наличных денежных средств и различных финансовых инструментов, принадлежащих предприятию. К этой группе активов относят: денежные активы и их экви-

валенты в национальной и иностранной валюте; дебиторскую задолженность; краткосрочные и долгосрочные финансовые инвестиции предприятия.

Акционерное общество — 1) компания, являющаяся юридическим лицом, капитал которой состоит из взносов пайщиков-акционеров и учредителей; 2) форма организации производства на основе привлечения денежных средств путем продажи акций. Существуют закрытые и открытые акционерные общества.

Акционерное общество закрытого типа — общество, в котором акции реализуются только его работникам и не могут быть проданы посторонним лицам без согласия других акционеров.

Акционерное общество открытого типа — общество, в котором капитал формируется за счет открытой продажи акций.

Акционерный капитал — основной капитал акционерного общества, размер которого определяется его уставом. Образуется за счет заемных средств и эмиссии (выпуска) акций.

Акция — ценная бумага, выпускаемая акционерным обществом, дающая право ее владельцу, члену акционерного общества участвовать в его управлении и получать дивиденды из прибыли.

Различают акции: обыкновенные, привилегированные, именные, на предъявителя, трудового коллектива, предприятия и др.

Акция именная — акция с указанием ее владельца. Распространяется в порядке открытой подписки. Может быть простой и привилегированной.

Акция на предъявителя — акция, не содержащая имени ее держателя. Может быть простой и привилегированной.

Акция обыкновенная — акция с нефиксированным дивидендом, размер которого определяется общим собранием акционеров после уплаты фиксированного процента держателям привилегированных акций.

Акции предприятия — акции, распространяемые среди других предприятий и организаций, кооперативов, банков, добровольных обществ.

Акция привилегированная — акция, дивиденд которой фиксируется в виде твердого процента, выплачиваемого в первоочередном порядке, независимо от величины прибыли компании. Эта акция не дает права голоса, ее владелец не участвует в управлении компанией.

Акции трудового коллектива — акции, держателями которых могут быть только работники данного коллектива.

Амортизационные отчисления — отчисление части стоимости основных фондов (основного капитала) для возмещения их износа.

Аналог — объект, сходный или подобный оцениваемой недвижимости.

Антикризисное управление предприятием — это совокупность действий, направленных на достижение его экономической состоятельности, под которой понимается совокупность трех принципиальных составляющих:

- способности выполнить свои обязательства;
- способности осуществлять производственную деятельность, на основе бизнеса предприятия-должника, без нарушений имущественных интересов контрагентов и платежной дисциплины;
- способности обеспечивать расширенное воспроизводство вложенных ресурсов.

Аннуитет — серия равновеликих платежей, получаемых или выплачиваемых через равные периоды времени в течение определенного срока. Различают обычный аннуитет, при котором выплаты производятся в конце каждого периода времени, и авансовый аннуитет, платежи по которому осуществляются в начале каждого периода времени.

Арбитражный управляющий — (временный управляющий, административный управляющий, внешний управляющий или конкурсный управляющий) — лицо, принимающее на себя функции управления предприятием-должником для вывода его из кризисной ситуации. По законодательству РФ он назначается арбитражным судом для проведения процедур банкротства. Он является членом одной из саморегулируемых организаций (профессиональных объединений).

Аренда — юридически оформленное право владения и (или) пользования, при котором собственник за арендную плату передает свой объект недвижимости на срок аренды другому лицу (арендатору) для использования по целевому назначению.

Арендная плата — плата за пользование чужим имуществом. Величина и периодичность выплаты арендной платы устанавливаются в договоре, заключаемом между арендодателем и арендатором.

Б

Баланс — общий свод результатов бухгалтерского учета предприятия, характеризующий финансовое положение предприятия на определенную дату. Баланс содержит статьи, отражающие имущество предприятия (активы), и статьи, противопоставляющие им собственный и заемный капитал (пассивы). В бухгалтерском балансе должно быть равенство актива и пассива.

Балансовая стоимость предприятия — стоимость, рассчитанная по данным бухгалтерского учета о наличии и движении различных видов имущества предприятия. Она представляет собой разницу между балансовой стоимостью всех активов и общей суммой обязательств.

Безрисковая ставка — процентная ставка по инвестициям с наименьшим риском, обычно это ставка доходности по долгосрочным государственным обязательствам.

Бизнес — любой законный вид деятельности, приносящий доход.

В

Валовой рентный мультипликатор — среднестатистическое отношение рыночной цены продажи объекта к потенциальному или действительному валовому доходу определенного вида доходной недвижимости.

Внешнее управление (судебная санация) — процедура при банкротстве, применяемая к должнику в целях восстановления

его платежеспособности, с передачей полномочий по управлению должником внешнему управляющему. Это еще одна реабилитационная процедура банкротства. Основная цель данного этапа — финансовое оздоровление должника (восстановление его платежеспособности) за счет смены прежнего руководителя предприятия и реализации плана внешнего управления, предлагаемого внешним управляющим.

Внешний управляющий — лицо, назначаемое арбитражным судом для проведения внешнего управления и осуществления установленных законом полномочий.

Внешняя информация в оценке — информация, характеризующая условия функционирования оцениваемого предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом.

Внутренняя информация в оценке — информация, характеризующая эффективность деятельности оцениваемого предприятия.

Внутренняя ставка дохода — процентная ставка на вложенный капитал, при которой сумма текущих стоимостей доходов от инвестиций равна текущей стоимости инвестиционных затрат.

Временная оценка денежных потоков — приведение к сопоставимому виду денежных сумм, возникающих в разные периоды времени.

Временный управляющий — арбитражный управляющий, утвержденный арбитражным судом для проведения наблюдений в соответствии с законом.

Г

Гудвилл (деловая репутация фирмы) — часть нематериальных активов предприятия, обусловленная доброй репутацией, деловыми связями, известностью фирменного наименования, фирменной марки. Гудвилл возникает, когда предприятие получает стабильные высокие прибыли, превышающие средний уровень в данной отрасли.

Дата оценки — дата, по состоянию на которую производится оценка стоимости объекта.

Движимое имущество — имущество, перемещаемое без ущерба ему самому или объектам недвижимости, с которыми оно связано.

Денежные активы — совокупная сумма денежных средств предприятия, находящихся в его распоряжении на определенную дату и представляющих собой его активы в форме готовых средств платежа (т. е. в форме абсолютной ликвидности).

Денежный поток — совокупность распределенных по времени поступлений и выплат денежных средств предприятия. Денежный поток формируется за счет чистой прибыли, амортизационных отчислений и других периодических поступлений.

Дивиденды — часть прибыли акционерного общества, выплачиваемая собственникам акции.

Дисконтирование (текущая стоимость денежной единицы) — приведение ожидаемых будущих денежных потоков (поступлений или платежей) к их текущей стоимости, т. е. в сопоставимый вид на сегодняшний день, при заданных периоде и процентной ставке. Необходимость дисконтирования обусловлена изменяющейся ценностью денег во времени.

Дисконтированные денежные потоки — текущая стоимость будущих денежных поступлений или платежей.

Должник — гражданин, в том числе индивидуальный предприниматель, или юридическое лицо, оказавшиеся неспособными удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей в течение срока, установленного настоящим законом.

Досудебная санация — принятие своевременных мер по предупреждению банкротства предприятия, т. е. по восстановлению его платежеспособности учредителями (участниками) должника, собственником имущества должника — унитарного предприятия, федеральными органами исполнительной вла-

сти, органами исполнительной власти субъектов Российской Федерации, органами местного самоуправления в случаях, предусмотренных Федеральным законом.

В случае возникновения признаков банкротства, определенных Законом о банкротстве, руководитель должника обязан направить учредителям (участникам) должника, собственнику имущества должника — унитарного предприятия сведения о наличии признаков банкротства.

Доходный подход — один из трех традиционных подходов к оценке бизнеса, включающий метод дисконтирования денежных потоков, основанный на определении текущей стоимости ожидаемых будущих доходов от предприятия, и метод прямой капитализации годового дохода. Метод капитализации прибыли, или метод прямой капитализации представляет собой довольно упрощенный метод, при котором бизнес рассматривается как финансовый актив с неограниченным сроком жизни, приносящий равные или растущие постоянным темпом доходы.

Е

Единица сравнения — единица измерения, общая для оцениваемых и сопоставимых объектов недвижимости.

Единичная оценка — определение рыночной или другой стоимости отдельного объекта недвижимости. Основанием для проведения оценки является договор, заключаемый между оценщиком и заказчиком.

З

Залоговая стоимость — вид специальной стоимости, рассчитываемой банком на основе рыночной стоимости для определения величины кредита, предоставляемого под залог имущества предприятия. Залоговая стоимость меньше рыночной стоимости на величину рисковой составляющей, учитывающей вынужденный характер продажи объекта залога в случае неплатежеспособности заемщика.

Затратный (имущественный) подход — подход к оценке имущества, включающий методы чистых активов и ликвидационной стоимости.

Затраты — выраженные в денежной форме расходы предприятия на производство и реализацию продукции, работ и услуг.

Земельный кадастр (государственный) — систематизированный свод документированных сведений о природном, хозяйственном и правовом положении земель Российской Федерации, местоположении и размерах земельных участков.

Земельный кодекс — свод государственных законов, юридических и гражданских установлений, касающихся имущественных, правовых и процессуальных отношений по поводу земли и земельной собственности.

Земельный участок — часть поверхности земли, имеющая фиксированную границу, площадь, местоположение, правовой режим и другие характеристики, отражаемые в государственном земельном кадастре.

И

Износ (в оценке) — любая потеря полезности, которая приводит к тому, что рыночная стоимость актива становится меньше стоимости замещения (воспроизводства). Износ учитывается посредством периодического списания стоимости актива. Различают два метода начисления износа: прямолинейный — равными долями в течение всего срока службы актива и ускоренный — более быстрое списание стоимости (по сравнению с прямолинейным методом).

Имущество — материальные объекты и нематериальные активы, обладающие полезностью и стоимостью.

Инвестированный капитал — сумма обязательств и собственного капитала предприятия, оцениваемая в долгосрочной перспективе,

Инвестиции — вложения финансовых и материально-технических средств как в пределах Российской Федерации, так и

за рубежом с целью получения экономического (доход, прибыль), социального, экологического или политического эффекта.

Инвестиционная стоимость — стоимость объекта для конкретного инвестора, определяемая исходя из его доходности при заданных инвестиционных целях.

Инвестиционный анализ — изучение различных инвестиционных проектов на основе финансовых расчетов эффективности вложений капитала, определяющее их соответствие специфическим потребностям и предпочтениям конкретного инвестора.

Интеллектуальная собственность — право гражданина или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации юридического лица, продукции или услуг (фирменное наименование, товарный знак и т. п.).

Износ физический и моральный. Физический определяется по эффективному (экспертно оцениваемому) возрасту объекта, по индексам снижения потребительских свойств, по снижению чистого дохода в процессе эксплуатации. Моральный (экономический) износ учитывается методом сравнения с более совершенным современным объектом.

Инвестиции — вложения денежных средств или покупка собственности для извлечения доходов или других выгод.

Интеллектуальная собственность — право физического или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности (фирменное наименование, товарный знак, программный продукт, ноу-хау и т. д.).

Инвестиционная стоимость — стоимость объекта для конкретного инвестора, учитывающая индивидуальные требования к инвестициям.

Инвестиционный анализ недвижимости — изучение цен реализации аналогичных объектов недвижимости, а также факторов, влияющих на ценообразование. Он основан на прогнозе социально-экономической ситуации на макроуровне и на уровне отдельных регионов.

Капитализация — процесс пересчета доходов, полученных от объекта, позволяющий определить его стоимость.

Кредиторы — лица, имеющие по отношению к должнику права требования по денежным и другим обязательствам об уплате обязательных платежей и др.

Коэффициент ипотечной задолженности — показывает долю ипотечного долга в общей стоимости объекта недвижимости. С ростом величины данного параметра повышается уровень финансового риска заемщика.

Кадастровая оценка — совокупность административных и технических действий по установлению кадастровой стоимости объектов недвижимости для целей налогообложения в границах административно-территориального образования по оценочным зонам, выполненным на определенную дату.

Капитал — 1) совокупность денежных средств (денежного капитала), предназначенных для инвестирования, средства производства (вещественного капитала), используемых в процессе создания товаров и предоставления услуг; 2) накопленный путем сбережений запас экономических благ в форме денежных средств и товаров, вовлекаемый его владельцами в экономический процесс как инвестиционный ресурс и фактор производства с целью получения дохода. Это вложения собственников и прибыль, накопленная за все время деятельности предприятия.

Капитализация — 1) процесс пересчета годового дохода, полученного от объекта, позволяющий определить стоимость последнего; 2) перевод вновь сформированных доходов (или определенной их части) в капитал; наиболее распространенными операциями капитализации доходов являются:

- капитализация чистой прибыли (направление определенной ее части на производственное развитие);
- капитализация чистого денежного потока от инвестиций (его реинвестирование);
- капитализация суммы депозитного процента (его направление на прирост депозитного вклада);

— капитализация дивидендов (дивидендные выплаты в форме новых акций).

Капитал заемный, заемные финансовые средства — привлекаемые для финансирования развития предприятия на возвратной основе денежные средства и другое имущество. Заемный капитал классифицируется по видам, срокам использования и другим признакам. Все формы заемного капитала, используемого предприятием, представляют собой его финансовые обязательства, подлежащие погашению в предусмотренные сроки.

Капитальные вложения — совокупность затрат на создание новых основных фондов, расширение, реконструкцию, техническое перевооружение действующих основных фондов как производственного, так и непроизводственного назначения.

Комиссионный доход — доход банка от деятельности по открытию и обслуживанию счетов, кредитов и предоставлению услуг.

Конкурсная масса — объем финансовых и материальных активов, выявленных конкурсным управляющим в виде имущества и на счетах фирмы-банкрота и используемых в приоритетной последовательности для возврата кредиторам.

Конкурсное производство — процедура при банкротстве, применяемая к должнику, признанному банкротом, в целях соразмерного удовлетворения требований кредиторов.

Конкурсный управляющий — арбитражный управляющий, утвержденный арбитражным судом для проведения конкурсного производства и осуществления иных установленных законодательством полномочий.

Контроль через владение акциями — степень контроля, получаемая владельцем пакета акций, от которой зависит возможность участия в управлении предприятием.

Корректировки (поправки) — прибавляемые или вычитаемые суммы или процентные отклонения, учитывающие различия между оцениваемым и сопоставимым объектами.

Кредитный риск — вероятность того, что заемщик не выполнит своих обязательств перед кредитором в соответствии с первоначальными условиями кредитного соглашения.

Кредит с плавающей процентной ставкой — уровень процента по ссуде, изменяющийся в течение срока пользования ею в зависимости от избранной банком базы (в западной практике относительно ставки Libor, в российской практике относительно ставки рефинансирования ЦБ РФ или ставок межбанковского рынка).

Л

Ликвидационная стоимость — денежная сумма в виде разницы между доходами от ликвидации предприятия, полученными в результате отдельной распродажи его активов, и расходами на ликвидацию.

Ликвидность — 1) способность предприятия своевременно выполнять свои платежные обязательства; 2) способность актива быстро переводиться в деньги.

Под ликвидностью какого-либо актива понимают способность превращения его в денежные средства без значительных потерь в цене, а степень ликвидности определяется продолжительностью временного периода, в течение которого это превращение может быть осуществлено. Чем короче период, тем выше ликвидность данного вида актива.

Под ликвидностью предприятия имеют в виду его способность погашать свои долговые обязательства, хотя бы и с нарушением сроков погашения, предусмотренных контрактами.

М

Меньшая доля — часть акций предприятия, составляющая менее 50%, владение которой дает право контроля за деятельностью предприятия.

Метод капитализации — способ определения рыночной стоимости предприятия путем деления годового дохода на соответствующую этому доходу ставку капитализации.

Метод кумулятивного построения — способ расчета ставки капитализации или дисконтирования, при котором к безрисковой процентной ставке прибавляют премию, учиты-

вающую риск инвестирования в оцениваемое предприятие (объект).

Метод отраслевых коэффициентов — использование коэффициентов отношения цены к определенным экономическим показателям, рассчитанным на основе обобщенных статистических данных о продажах предприятий малого бизнеса, учитывающих их отраслевую специфику.

Метод сравнения продаж — оценка рыночной стоимости путем сравнения недавних продаж сопоставимых объектов с оцениваемым объектом после внесения корректировок, учитывающих различия между объектами.

Мировое соглашение. На любой стадии рассмотрения арбитражным судом дела о банкротстве должник, его конкурсные кредиторы и уполномоченные органы вправе заключить мировое соглашение, т. е. соглашение сторон о прекращении судебного спора и взаимных уступках.

Мировое соглашение утверждается арбитражным судом. При утверждении мирового соглашения арбитражный суд выносит определение об утверждении мирового соглашения, в котором указывается на прекращение производства по делу о банкротстве. В случае, если мировое соглашение заключается в ходе конкурсного производства, в определении об утверждении мирового соглашения указывается, что решение о признании должника банкротом и об открытии конкурсного производства не подлежит исполнению.

Мировое соглашение может быть утверждено арбитражным судом только после погашения задолженности по требованиям кредиторов первой и второй очереди.

Модель Гордона — формула оценки стоимости объекта бизнеса в послепрогнозный период, построенная на капитализации годового дохода послепрогнозного периода при помощи коэффициента, рассчитанного как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста доходов.

Мораторий — приостановление исполнения должником денежных обязательств и уплаты обязательных платежей.

Мультипликатор (оценочный) — коэффициент, отражающий соотношение между ценой компании и ее финансовыми показателями. В оценочной деятельности используются два типа мультипликаторов: интервальные — “цена/прибыль”, “цена/денежный поток”, “цена/дивиденды”, “цена/выручка от реализации”; моментные — “цена/чистые активы” и др.

Мультипликатор “цена/выручка от реализации” — коэффициент, характеризующий соотношение между ценой предприятия и стоимостью годового объема выручки от реализуемой продукции и услуг. Используется для оценки предприятий сферы услуг, а также предприятий, производящих узкую номенклатуру продукции.

Мультипликатор “цена/дивиденды” — коэффициент, характеризующий соотношение между ценой акции и дивидендными выплатами — реальными или потенциальными. Под потенциальными дивидендами понимают типичные дивидендные выплаты по группе сходных предприятий, рассчитанные в процентах от чистой прибыли.

Мультипликаторы “цена/прибыль” и “цена/денежный поток” — коэффициенты, характеризующие соотношение между ценой и доходами предприятия.

Н

Наблюдение — процедура банкротства, применяемая к должнику в целях обеспечения сохранности имущества должника, проведения анализа финансового состояния должника, составления реестра требований кредиторов и проведения первого собрания кредиторов.

Наблюдение — первый этап арбитражного управления предприятием, начинающийся с момента принятия арбитражным судом заявления о признании должника банкротом до момента назначения судом иной процедуры.

Налогооблагаемая стоимость — стоимость имущества, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов.

Недвижимая собственность — совокупность материальных объектов недвижимости, а также правомочий и преимуществ, вытекающих из права собственности на эту недвижимость.

Недвижимость — земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей. К недвижимости относятся объекты, расположенные на и под поверхностью земли, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно: здания, сооружения, многолетние насаждения и т. п. Предприятие в целом как имущественный комплекс признается недвижимостью. Ее основные свойства — неподвижность и материальность.

Нематериальные активы — объекты, используемые для получения дохода в течение длительного периода (не менее года), либо не имеющие материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не играет существенной роли в процессе их эксплуатации. В составе нематериальных активов различают интеллектуальную собственность, имущественные права, отложенные или отсроченные расходы, гудвилл.

Неплатежеспособность (во внесудебных процедурах) — неустойчивое финансовое положение государственного предприятия или организации с долей участия государства в капитале не менее 25%, выявляемое уполномоченным органом в соответствии с утвержденной Правительством РФ системой критериев.

Неплатежеспособность банка — неспособность выполнять обязательства перед кредиторами и вкладчиками вследствие того, что рыночная стоимость активов меньше рыночной стоимости обязательств.

Несостоятельность (банкротство) — признанная арбитражным судом неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей.

Неустранимый износ (в оценке) — износ актива, затраты на устранение которого превышают соответствующее увеличение его стоимости.

Норма возмещения инвестиций — процентная ставка, по которой капитал, инвестированный в актив, подверженный износу, возмещается из дохода, получаемого от использования этого актива.

Нормализация — определение доходов и расходов, характерных для нормально функционирующего бизнеса; исключает единовременные доходы и расходы, корректирует методы учета операций с отражением отраслевой специфики, определяет рыночную стоимость активов.

Ноу-хау — полностью или частично конфиденциальные экономические, технические, управленческие или финансовые знания и опыт, обеспечивающие доход или определенные преимущества их владельцу.

О

Оборотный капитал — часть вещественного капитала с коротким сроком оборачиваемости (наличность в кассе, товарно-материальные запасы и др.).

Объект оценки — движимое и недвижимое имущество, нематериальные и финансовые активы предприятия или бизнес в целом.

Денежное обязательство — обязанность должника уплатить кредитору определенную денежную сумму по гражданско-правовому договору или по иным основаниям, предусмотренным законодательством РФ.

Обязательные платежи — налоги, сборы и иные обязательные взносы в бюджет соответствующего уровня и во внебюджетные фонды в порядке и на условиях, которые определяются законодательством Российской Федерации.

Обязательства — существующая на отчетную дату задолженность организации, которая является следствием свершившихся проектов ее хозяйственной деятельности и расчеты по которой должны привести к оттоку активов.

По срочности погашения разделяют обязательства краткосрочные (со сроком погашения до одного года) и долгосрочные (со сроком погашения свыше одного года). В составе крат-

косрочных обязательств выделяют неотложные обязательства (со сроком погашения до одного месяца).

Операционные расходы — текущие расходы по эксплуатации объекта недвижимости, необходимые для воспроизводства дохода (не включая обслуживание долга и подоходный налог).

Операционный цикл (ОЦ) — период полного оборота оборотных активов).

$$\text{ОЦ (в днях)} = \text{ОЗ} + \text{ОДЗ},$$

где ОЗ — производственно-коммерческий процесс (оборачиваемость производственных запасов);

ОДЗ — оборачиваемость дебиторской задолженности (период погашения дебиторской задолженности).

Чем выше данный период, тем в меньшей степени для формирования активов может быть использован заемный капитал.

Основной капитал — часть вещественного капитала, используемая в производственном процессе в течение длительного времени (земельные участки, здания, сооружения, машины, оборудование и т. п.).

Отчет об оценке — документ установленной формы, в котором обосновывается проведенная оценка стоимости объекта.

Оферта — адресованное одному или нескольким конкретным лицам предложение, которое достаточно определенно и выражает намерение лица, сделавшего предложение, считать себя заключившим договор с адресатом, которым будет принято предложение. Оферта должна содержать существенные условия договора.

Оценка — систематизированный сбор и анализ рыночных и нормативных данных, необходимых для определения стоимости различных видов имущества (бизнеса) на основе действующего законодательства, государственных стандартов и требований этики оценщика.

Оценка предприятия — означает измерение в денежном выражении его стоимости; она может быть его вероятной продажной ценой и должна отражать свойства предприятия как товара:

- а) его полезность для покупателя;
- б) затраты, сопутствующие этой полезности.

П

Пассив — 1) совокупность вещей, принадлежащих другим лицам, но временно находящихся во владении данного лица; 2) часть бухгалтерского баланса, отражающая источники средств предприятия (уставный капитал, различные фонды, кредиты и займы, кредиторская задолженность).

Период (срок) окупаемости — время, необходимое для получения от инвестиционного проекта денежных доходов, равных первоначальной инвестированной сумме.

План финансового оздоровления — прогнозный документ, реализация которого имеет целью восстановление платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия-должника.

Политический риск — изменение стоимости или угроза национализации или конфискации активов, вызванные политическими событиями.

Потенциальный валовой доход — денежные поступления, которые были бы получены при сдаче в аренду всех единиц объекта недвижимости и получении всей арендной платы.

Предмет оценки — вид стоимости объекта, а также имущественные и прочие права, связанные с его оценкой.

Предприятие — имущественный объект и определенная структура организованной хозяйственной деятельности по производству и (или) реализации продукции, работ и услуг. Предприятие является имущественным комплексом, имеет права юридического лица, самостоятельный баланс, расчетный и иные счета в банках.

Премия за контроль — денежное выражение преимущества, обусловленного владением контрольным пакетом акций.

Принцип вклада — заключается в том, что для оценки стоимости предприятия необходимо определить вклад каждого фактора производства и его важнейших элементов в формирование полезности и стоимости этого предприятия.

Принцип замещения — означает, что при наличии определенного количества однородных (по полезности или доходности) объектов бизнеса самым высоким спросом будут пользоваться объекты с наименьшей ценой.

Принцип изменения внешней среды — предполагает учет при оценке объектов бизнеса возможных изменений экономических, социальных и юридических условий, при которых они используются, а также внешнего окружения и перспектив развития.

Принцип конкуренции — означает, что цены на объекты бизнеса устанавливаются посредством постоянного соперничества субъектов рынка, которые стремятся к получению максимальной прибыли.

Принцип наиболее эффективного использования — означает, что из возможных вариантов использования объекта выбирается тот, при котором наиболее полно реализуются функциональные возможности земельного участка с улучшениями.

Принцип ожидания — согласно этому принципу рыночная стоимость определяется как текущая стоимость будущих доходов и других выгод, вытекающих из прав владения данным предприятием.

Принцип предельной производительности — согласно этому принципу расширение основных факторов производства эффективно до тех пор, пока чистая отдача увеличивается быстрее роста затрат.

Принцип разделения предприятия и имущественных прав означает, что физические элементы предприятия и имущественные права на них можно разделять и соединять таким образом, чтобы достигнуть максимальной стоимости объекта.

Продленная стоимость — то есть приведенная стоимость денежного потока предприятия за пределами прогнозного периода. Оценка продленной стоимости необходима и важна, так как она может составлять значительную часть стоимости предприятия. Продленная стоимость оценивается путем дисконтирования денежного потока.

Реверсия — остаточная стоимость объекта при прекращении поступления потока доходов.

Реальное (юридическое) банкротство — характеризует полную неспособность предприятия восстановить в предстоящем периоде свою платежеспособность.

Реинвестирование — полученный поток доходов от объектов недвижимости не изымается из хозяйственного оборота предприятия, а присоединяется к основному капиталу.

Рентабельность — под рентабельностью понимается отношение прибыли, полученной за определенный период, к объему капитала, инвестированного в предприятие.

Показатели рентабельности характеризуют эффективность работы организации в целом, доходность различных направлений деятельности (производственной, предпринимательской, инвестиционной), окупаемость затрат, вложенных в производство и реализацию продукции (работ, услуг), и имеют значение как для акционеров, так и для внешних и внутренних пользователей.

Рентабельность активов банка — отношение прибыли после налогообложения к среднему размеру активов. Показатель отражает эффективность работы управляющих банка.

Рентабельность акционерного капитала — соотношение чистой прибыли после налогообложения к совокупному акционерному капиталу.

Роялти — периодическая выплата лицензионного вознаграждения: в виде отчислений от стоимости произведенной по лицензии продукции; в форме процента от объема продажи, начисленного от суммы прибыли.

Рыночная стоимость — наиболее вероятная цена, по которой объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Рыночная цена — денежная сумма, фактически выплаченная в сделке.

С

Санирование — проведение мероприятий для предотвращения банкротства, например, реорганизация предприятия, испытывающего экономические трудности, как правило, путем изменения его финансового статуса.

Себестоимость — прямые и косвенные затраты на производство товаров, выполнение работ или услуг.

Скидка на неконтрольный характер пакета акций — денежная сумма, на которую уменьшается пропорциональная оцениваемому пакету доля стоимости акций в общей стоимости предприятия.

Скидка на низкую ликвидность — величина, на которую уменьшается рыночная стоимость объекта, чтобы отразить его недостаточную ликвидность.

Собственность — отношения между различными субъектами (физическими и (или) юридическими лицами) по поводу принадлежности средств и результатов производства; проявляются через правомочия владения, распоряжения и пользования, присвоения и отчуждения.

Собственный капитал — уставный, учредительский или акционерный капитал предприятия (компании), включающий внесенный (оплаченный) капитал и нераспределенную прибыль.

Сравнительный подход — один из трех традиционных подходов к оценке предприятия, основанный на сравнении цен продаж сходных предприятий или цен на акции сопоставимых компаний. При оценке используются финансовый анализ и мультипликаторы. Подход включает три метода: метод компании-аналога (рынок капитала), метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

Ставка (коэффициент) капитализации — процентная ставка, применяемая для пересчета доходов в рыночную стоимость объекта.

Ставка дисконтирования — процентная ставка, используемая для приведения ожидаемых будущих денежных сумм (доходов или расходов) к текущей стоимости на дату оценки.

Ставка дохода на инвестиции — процентное соотношение между полученным чистым доходом и инвестированными средствами за определенный период времени.

Ставка капитализации — процентная ставка, используемая для пересчета годового дохода, получаемого от объекта бизнеса, в его рыночную стоимость.

Ставка процента — ставка дохода на основной вклад, используемая для приведения первоначальной денежной суммы к будущей стоимости.

Стоимость — денежное выражение затрат факторов производства, овеществленных в конкретном объекте. Оценка стоимости предприятия есть определение конкретного стандарта стоимости (рыночной, инвестиционной, залоговой и др.) на дату оценки в соответствии с целью оценки.

Стоимость воспроизводства — затраты на строительство точной копии оцениваемого объекта из тех же материалов, по тому же проекту, технологиям и стандартам, рассчитанные в ценах на дату оценки.

Стоимость действующего предприятия — стоимость всего имущественного комплекса функционирующего предприятия (включая нематериальные активы) как единого целого.

Стоимость замещения — затраты на строительство объекта, аналогичного по полезности оцениваемому объекту бизнеса, но построенного с применением современных материалов, оборудования, проектов, технологий и стандартов.

Стоимость утилизационная — стоимость объекта, равная рыночной стоимости с учетом затрат на его утилизацию.

Страховая стоимость — вид специальной стоимости, представляющей денежную сумму, на которую могут быть застрахованы разрушаемые элементы имущества предприятия. Рассчитывается в соответствии с методиками, используемыми в системе государственного и частного страхования.

Текущая стоимость аннуитета — одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета текущей стоимости определенного количества будущих равновеликих поступлений или платежей денежных средств, дисконтированных по заданной процентной ставке

Текущая стоимость предприятия (бизнеса) — стоимость денежного потока от производственной деятельности и выручка от перепродажи объекта, дисконтированные по заданной ставке.

Текущие активы — денежные средства, товарно-материальные запасы и дебиторская задолженность, которые могут быть превращены в деньги в течение года.

Текущие обязательства — краткосрочные обязательства, подлежащие погашению в течение года.

Техническое банкротство — состояние неплатежеспособности предприятия, вызванное просрочкой его дебиторской задолженности. Техническое банкротство при эффективном антикризисном управлении предприятием, включая его санирование, может не привести к юридическому его банкротству.

Требуемый срок экспозиции — срок, в течение которого объект будет представлен на рынке в рамках продажи в условиях конкурсного производства (обычно 1–2 месяца).

Умышленное банкротство — характеризует преднамеренное создание (или увеличение) руководителем или собственником предприятия его неплатежеспособности; нанесение ими экономического ущерба предприятию в личных интересах или в интересах иных лиц; заведомо некомпетентное финансовое управление. Выявленные факты умышленного банкротства преследуются в уголовном порядке.

Устаревание — потеря стоимости в результате уменьшения полезности объекта под воздействием физических, технологических, эстетических факторов, а также изменений окружающей среды.

Устранимый износ (в оценке) — износ, затраты на ликвидацию которого оправданы ростом доходности или увеличением стоимости всего объекта.

Ф

Физический износ — снижение полезности и стоимости имущества в результате потери его элементами своих первоначальных свойств под влиянием природного воздействия, неправильной эксплуатации, ошибок при проектировании и нарушении правил строительства.

Фиктивное банкротство — характеризует заведомо ложное объявление предприятием о своей несостоятельности с целью введения в заблуждение кредиторов для получения от них отсрочки (рассрочки) выполнения своих кредитных обязательств или скидки с суммы кредитной задолженности. Такие действия также преследуются в уголовном порядке.

Финансовое оздоровление — процедура банкротства, применяемая к должнику в целях восстановления его платежеспособности и погашения задолженности в соответствии с графиком погашения задолженности.

Процедура финансового оздоровления предусматривает способы получения должником средств, необходимых для удовлетворения требований кредиторов в соответствии с графиком погашения задолженности.

Для проведения этого этапа арбитражный суд назначает административного управляющего, но непосредственное управление предприятием осуществляет прежний руководитель.

Финансовый кризис предприятия — нарушение финансового равновесия предприятия в результате противоречия между необходимым объемом финансовых потребностей и финансовым состоянием (потенциалом) предприятия.

Финансовый леверидж (финансовый рычаг) — определяется степенью использования заемных средств для покупки недвижимости или других активов. Расчеты показывают, что

увеличение доли заемных средств в финансировании пассивов повышает влияние прироста объема деятельности на рентабельность.

Финансовое равновесие предприятия — характеристика состояния финансовой деятельности предприятия, при котором потребность в приросте основного объема активов балансируется с возможностями формирования им финансовых ресурсов за счет собственных источников.

Фирма — определенное имя или наименование, которое относится к одному или нескольким предприятиям или индивидуальному предпринимателю. Право на фирменное наименование защищается законом.

Фундаментальная стоимость — аналитическая оценка стоимости объекта, основанная на предполагаемых внутренних характеристиках инвестиций, не затронутая особенностями, относящимися к любому конкретному инвестору.

Функциональный износ — снижение стоимости объекта недвижимости, обусловленное несоответствием конструктивных или планировочных решений, оборудования, качества выполненных работ требованиям современных рыночных стандартов.

Ц

Цена — денежная форма проявления стоимости объекта оценки в конкретных условиях спроса и предложения на него.

Ч

Чистая текущая стоимость — стоимость потока доходов от операционной деятельности и от продажи объектов при заданной ставке дисконтирования за минусом первоначальных инвестиционных затрат.

Чистый доход (в бухгалтерском учете и налогообложении) — разница между доходами и расходами (включая налоги).

Экономический (внешний) износ — уменьшение стоимости объекта недвижимости в результате воздействия неблагоприятных внешних факторов.

Юридическое лицо — предприятие, выступающее в качестве субъекта гражданства, в том числе хозяйственных прав и обязанностей, имеющее самостоятельный баланс, гербовую печать и расчетный счет в банке, действующее на основании устава или положения и отвечающее в случае банкротства принадлежащим ему имуществом.

Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135 ФЗ “Об оценочной деятельности в Российской Федерации”.

Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127 ФЗ “О несостоятельности (банкротстве)”.

Постановление Правительства РФ от 25 июня 2003 г. № 367 “Об утверждении правил проведения арбитражным управляющим финансового анализа”.

Бланк И. А. Антикризисное финансовое управление предприятием. — Киев: Эльга, Ника-Центр, 2006.

Джеймс Р. Хитчнер. Три подхода к оценке стоимости бизнеса. — М.: Маросейка, 2008.

Донцова Л. В., Никифорова Н. А. Анализ финансовой отчетности: Учебник. — 6-е изд, перераб. и доп. — М.: Дело и Сервис, 2008.

Есипов В. Е., Маховиков В. В., Терехов В. В. Оценка бизнеса. — 2-е изд. — СПб.: Питер, 2008. (Серия: Учебное пособие).

Жарковская Е. П., Бродский Б. Е. Антикризисное управление: Учебник. — 3-е изд, испр. и доп. — М.: Омега-Л, 2007.

Иванова Е. Н. Оценка стоимости недвижимости. — М.: КноРус, 2008.

Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник/под ред. В. М. Кокошина. — М.: ИКФ “ЭКМОС”, 2005.

Оценка бизнеса: Учебник/под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. — 2-е изд. — М.: Финансы и статистика, 2007.

Попков В. П., Евстафьева Е. В. Оценка бизнеса. Схемы и таблицы: Правовые аспекты. Виды стоимости предприятия. — СПб.: Питер, 2007.

Рутгайзер В. М. Оценка стоимости бизнеса: Учеб. пособие. — 2-е изд. — М.: Маросейка, 2008.

Справочник по оценке бизнеса. Среднеотраслевые характеристики финансовой деятельности предприятий. Приволжский центр финансового консалтинга и оценки. — Н. Новгород, 2007.

Царев В. В., Кантарович А. А. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: Учеб. пособие. — М.: ЮНИТИ ДАНА, 2007.

Шеремет А. Д., Сайфулин Р. С., Негашев Е. В. Методика финансового анализа. — М.: ИНФРА-М, 2007.

Главный редактор — А. Е. Илларионова
Редактор — Н. Л. Юдина
Художник — В. А. Антипов
Верстка — Н. В. Байкова
Корректор — Г. М. Мубаракшина

Ответственный за выпуск — С. М. Паскевич

Учебное издание

Чеботарев Николай Федорович

Оценка стоимости предприятия (бизнеса)

Санитарно-эпидемиологическое заключение
№ 77.99.02.953.Д.004609.07.04 от 13.07.2004 г.

Подписано в печать 10.10.2008. Формат 60x84 1/16.

Печать офсетная. Бумага офсетная № 1.

Печ. л. 16. Тираж 2500 экз. (1-й завод 1 – 1250 экз.). Заказ № 7351.

Издательско-торговая корпорация «Дашков и К»
129347, Москва, Ярославское шоссе, д. 142, к. 732.

Для писем: 129347, Москва, п/о И-347.

Тел./факс: 8 (499) 182-01-58, 182-11-79, 183-93-01.

E-mail: sales@dashkov.ru — отдел продаж;

office@dashkov.ru — офис;

<http://www.dashkov.ru>

Отпечатано в соответствии с качеством предоставленных диапозитивов
в ФГУП «Производственно-издательский комбинат ВИНТИ»,
140010, г. Люберцы Московской обл., Октябрьский пр-т, 403. Тел.: 554-21-86