ИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО СПЕЦИАЛЬНОГО
ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

Ташкентский государственный экономический университет

О. ХОДИЕВ, Б.Б. БЕРКИНОВ, А.Н. КРАВЧЕНКО

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Рекомендовано Министерством высшего и среднего специального образования Республики Узбекистан в качестве учебного пособия по экономическим направлениям бакалавриата

ТАШКЕНТ
«IQTISOD–MOLIYA»
2007

Х-69

МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО СПЕЦИАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

Ташкентский государственный экономический университет

Б.Ю. ХОДИЕВ, Б.Б. БЕРКИНОВ, А.Н. КРАВЧЕНКО

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Рекомендовано Министерством высшего и среднего специального образования Республики Узбекистан в качестве учебного пособия по экономическим направлениям бакалавриата

ТАШКЕНТ
«IQTISOD–MOLIYA»
2007

БИБЛИОТЕКА
Вых. ТИП и ЛП
№ 01477

ISBN 978-9943-13-027-2
9 789943 130272

Б. ХОДИЕВ, Б. БЕРКИНОВ, А. КРАВЧЕНКО

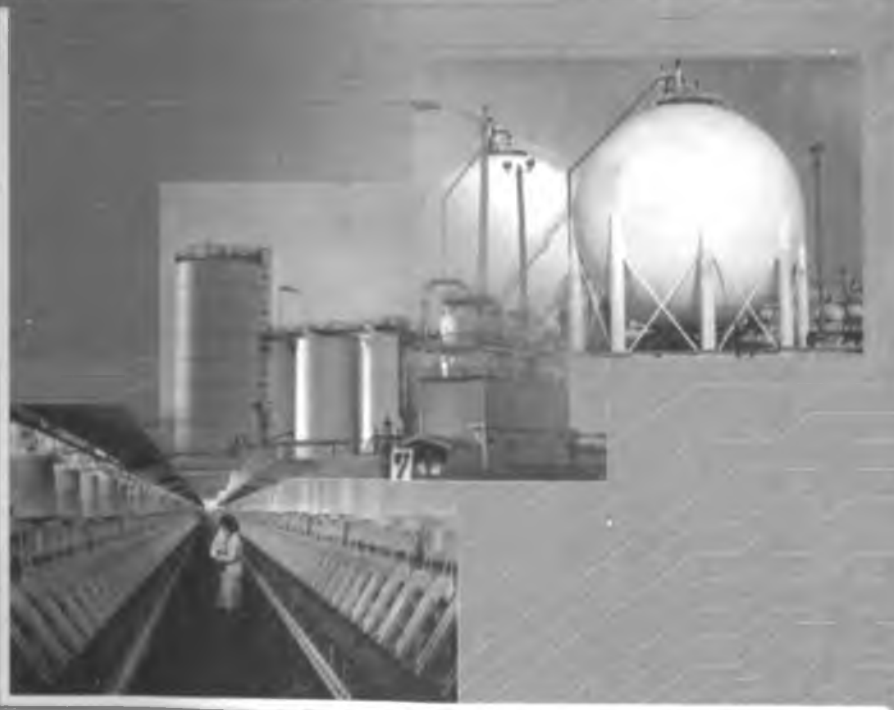
ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Б. ХОДИЕВ, Б. БЕРКИНОВ, А. КРАВЧЕНКО

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Б. ХОДИЕВ, Б. БЕРКИНОВ, А. КРАВЧЕНКО

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА



"IQTISOD - MOLIYA"

65.290
Х-69

Рецензенты: д-р экон.наук, проф. А.Ш. Бекмурадов;
председатель Общества оценщиков РУз. О. Галаутдинов

Ходиев Б.Ю.
Оценка стоимости бизнеса: Учеб. пособие / **Б.Ю. Ходиев, Б.Б. Беркинов, А.Н. Кравченко**; Ташкент, «IQTISOD–MOLIYA», 2007. 278 с.

Учебное пособие посвящено научно-методическим основам и подходам к стоимостной оценке (бизнеса) предприятия. Даны основные методы доходного, затратного походов и сравнительных продаж, применяемых при определении рыночной стоимости предприятия (бизнеса) и алгоритмы расчетов. Уделено особое внимание способам оценки стоимости материальных и нематериальных активов, как составляющих имущественного комплекса предприятия. Приводятся практические примеры оценки стоимости предприятий (бизнеса) и их активов, а также контрольные вопросы.

Для студентов, магистрантов, аспирантов и преподавателей высших учебных заведений экономического профиля, а также специалистов, руководителей и предпринимателей, интересующихся оценочной деятельностью.

Табл. 14. Ил. 13. Прилож. 7. Библ. 36.

ББК 65.290я73
65.012.1я73

ISBN 978-9943-13-027-2

© «IQTISOD–MOLIYA», 2007
© Б.Ю. Ходиев и др., 2007

ВВЕДЕНИЕ

В Узбекистане в результате разгосударствления и приватизации государственной собственности, широкой поддержки предпринимательства в сфере производства и услуг созданы предприятия различных организационно-правовых форм частной собственности. Эффективность деятельности таких вновь созданных предприятий и ускорение адаптации их к рыночной среде, как показывает мировая практика, во многом зависит от правильного управления их имуществом. В связи с этим возникает необходимость систематически проводить оценку рыночной стоимости имущества предприятия и его активов.

В зарубежных странах достаточно полно разработаны теоретические и методические основы оценки рыночной стоимости бизнеса и накоплен большой практический опыт их применения для различных целей. Они нашли свое отражение в многочисленных научных и учебно-методических изданиях. Как показывает практика, накопленный преимущественно за рубежом опыт, не всегда может быть применен в современных условиях стран с переходной экономикой, в том числе и в Узбекистане. Поэтому возникает необходимость адаптации их к условиям этих стран с учетом особенностей национальных экономик и их структуры.

Цель данного учебного пособия – формирование методических и практических подходов к оценочной деятельности бизнеса (предприятия) как самостоятельной дисциплине. В нём, с одной стороны, рассматриваются методы и подходы, широко применяемые в практике оценки бизнеса в странах с развитой рыночной экономикой, с другой – учитываются особенности процедуры оценочной деятельности, внедренной в республике.

Настоящая книга является одним из первых учебно-практических пособий, подготовленных в Узбекистане. Пособие включает в себя методические подходы стоимостной оценки предприятия (бизнеса) в условиях развития рыночных отношений и, на наш взгляд, будет способствовать подготовке квалифицированных оценщиков в сфере оценки предприятия (бизнеса), стоимости материальных и нематериальных активов, земельных участков, оценки и переоценки основных фондов,

рытое акционерное общество, дочернее хозяйственное общество, зависимое хозяйственное общество), производственные кооперативы и унитарные предприятия[1]. При всем многообразии коммерческих предприятий в их собственности могут находиться различные недвижимые, движимые и нематериальные активы. Так, в собственности коммерческих предприятий могут находиться земельные участки, здания и сооружения различного назначения, технологическое оборудование, машины, автотранспорт и т.д. К нематериальным активам этих предприятий следует отнести интеллектуальные активы, гудвил и франшизу. Структура активов бизнеса в обобщенном виде представлена на рис. 1-1.

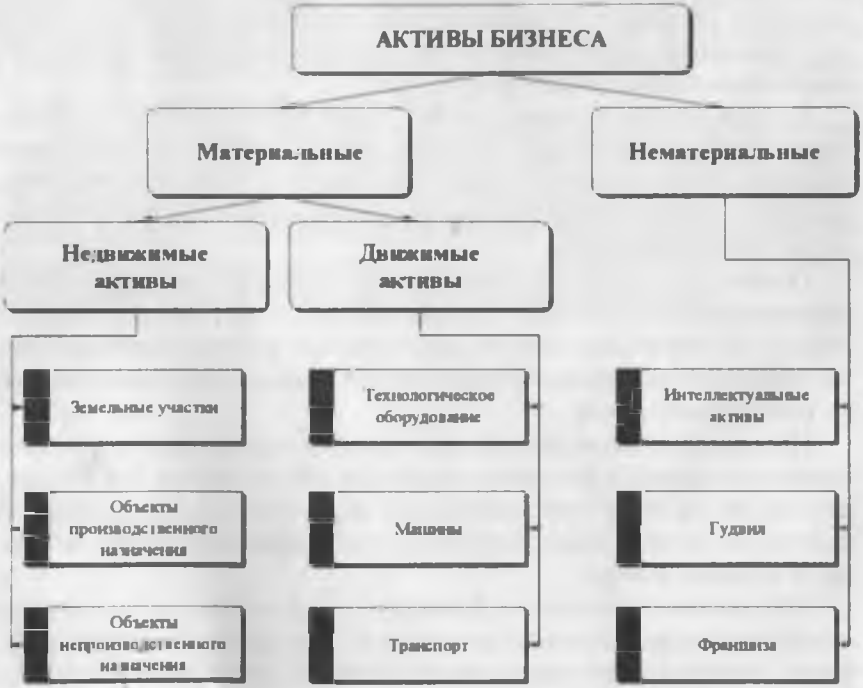


Рис. 1-1. Обобщенная структура активов бизнеса

[1] Гражданский кодекс Республики Узбекистан. Министерство юстиции Республики Узбекистан. Т., 2003. С. 32-39.

Хотя каждое предприятие своим внутренним экономическим содержанием имеет капитал, между ними существуют не только общие черты, но и отличия. Общим является материальная, трудовая, денежная, информационная основа, а отличия выражаются в нематериальных активах, оказывающих существенное влияние на эффективность, конкурентоспособность, положение на рынке и перспективы развития.

Бизнес, как вид предпринимательской деятельности нуждается во взаимодействии с многочисленными хозяйствующими субъектами, занятыми оказанием различных услуг (хозяйствующие субъекты, занятые кредитованием бизнеса, его страхованием, обеспечением ресурсами и технологическим оборудованием и т.д.). Кроме того, для его формирования и развития требуются рынки сбыта производимых товаров, работ и услуг, рынки реализации движимого и недвижимого имущества, ценных бумаг и т.д., что, в конечном счете, предполагает взаимодействие бизнеса и как товара, и как вида предпринимательской деятельности с различными рынками и рыночными структурами. Принципиальная схема участия бизнеса и его частей на различных рынках приведена на рис. 1-2.

Рис. 1-2. Участие бизнеса и его составляющих на различных рынках

В регулировании отношений собственников и развитии рыночных механизмов хозяйствования особое место отводится стоимостной оценке этого бизнеса. Собственник бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать, завещать и т.д., то есть бизнес может являться объектом сделки, товаром со всеми присущими ему свойствами, и как вся-

кий товар он должен обладать полезностью для покупателя. Прежде всего, он должен соответствовать потребности в получении доходов. Как и у любого другого товара полезность бизнеса проявляется в пользовании. Следовательно, если бизнес не приносит дохода собственнику, он теряет для него свою полезность и подлежит продаже. И если кто-то другой видит новые способы его использования, иные возможности получения дохода, то бизнес становится товаром. В то же время получение дохода, воспроизводство или формирование альтернативного бизнеса сопровождается определенными затратами. Полезность и затраты в совокупности составляют ту величину, которая является основой рыночной цены, которую можно определить как рыночную стоимость. Таким образом, бизнес, как определенный вид деятельности, в рыночной экономике удовлетворяет потребности собственника в доходах, для получения которых затрачиваются определенные ресурсы.

Бизнес обладает всеми признаками товара и может быть объектом гражданско-правового оборота. Но это товар особого рода. И эти особенности предопределяют принципы, модели, подходы и методы его оценки.

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

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

В-третьих, потребность в бизнесе как товаре зависит от процессов, которые происходят как внутри самого товара, так и во внешней среде. Причем, с одной стороны, нестабильность в обществе приводит бизнес к неустойчивости, с другой стороны, его неустойчивость ведет к даль-

нейшему нарастанию нестабильности и в самом обществе. Из этого вытекает еще одна особенность бизнеса как товара – потребность в регулировании его гражданско-правового оборота.

В-четвертых, учитывая особое значение устойчивости бизнеса для стабильности в обществе, необходимо участие государства не только в регулировании механизма оборота бизнеса, но и в формировании рыночных цен на бизнес, а также в проведении его оценки.

Бизнес, как товар, обусловливает необходимость развития соответствующих рынков и их инфраструктуры. При этом этот товар может реализовываться как в целом, так и отдельными его частями, что предполагает возможность вовлечения бизнеса как на рынки движимого и недвижимого имущества, так и на фондовые рынки (рынки капитала). Участие бизнеса на имущественных рынках соответствует порядку и набору механизмов, посредством которых передаются права на собственность и связанные с ними интересы, устанавливаются цены и распределяется пространство между различными конкурирующими вариантами землепользования. Участие имущественной части бизнеса на имущественных рынках осуществляется в соответствии с механизмами, установленными для различных видов движимого и недвижимого имущества, которые, на наш взгляд, достаточно подробно изложены в учебно-практическом пособии «Оценка недвижимости»[1]. Здесь же считаем целесообразным более подробно рассмотреть участие бизнеса на фондовом рынке (рынке капитала).

В зависимости от оборота продаваемых и покупаемых финансовых активов (ценных бумаг)[2] фондовый рынок делится на первичный и вторичный.

Первичный фондовый рынок – эта такая экономическая ситуация, когда ценные бумаги как товар впервые поступают на рынок. В условиях перехода от административно-командной системы хозяйствования к рыночной экономике и проведения приватизации основным эмитентом на фондовом рынке выступает государство посредством своих органов управления.

Вторичный фондовый рынок – предоставление ценных бумаг на рынок как товара, ранее бывшего в употреблении и принадлежащего

---

[1] Алимов Р.А., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н., Ходиев Б.Ю. Оценка недвижимости. Т.: Фан, 2005.

[2] Бутиков И. Рынок ценных бумаг. Т.: Консаудитинформ, 2002.

определенному владельцу (собственнику) – физическому или юридическому лицу.

Эти две составляющие фондового рынка взаимосвязаны. Рост предложений на вторичном рынке может привести к обесцениванию ценных бумаг на первичном рынке. Взаимодействие этих составляющих способствует созданию в зависимости от соотношения спроса и предложения, ***«рынка продавцов»*** или ***«рынка покупателей»***. Учет этих факторов позволяет добиться оптимальных условий для развития рынка капитала.

Фондовый рынок, как сфера деятельности государства и хозяйствующих субъектов, требует обязательного присутствия на нем соответствующих участников (субъектов) рынка. Этот рынок немыслим без участия в нем основных субъектов – эмитентов (продавцов) и инвесторов (покупателей). При этом следует подчеркнуть особую роль государства, как участника этого рынка. Выступая в роли эмитента (продавца) при продаже государственной собственности и инвестора (покупателя) при покупке ценных бумаг в государственную собственность, государство, как участник фондового рынка, осуществляет его управление посредством установления «правил игры» на нем, что является основой создания и развития любого цивилизованного рынка. К субъектам фондового рынка относятся и хозяйствующие субъекты, занятые организацией продаж ценных бумаг, оформлением и регистрацией сделок.

Подавляющая часть основных субъектов фондового рынка (эмитенты и инвесторы) являются непрофессиональными его участниками и в этой связи нуждается в услугах профессиональных специалистов рыночной инфраструктуры. Профессиональные участники данного рынка специализируются на различных этапах развития фондового рынка по видам предоставляемых услуг и по типам функционального использования ценных бумаг (рис. 1-3).

Приведенная структура субъектов фондового рынка убедительно свидетельствует о том, что его цивилизованное функционирование требует тщательной координации и взаимодействия всех его составляющих, направленных, в конечном счете, на удовлетворение нужд потребителей.

Многоплановость выполняемых государством задач на фондовом рынке требует постоянного совершенствования его работы как в качестве эмитента и инвестора, так и в качестве управляющего этим рынком. В этой работе важное значение отводится четкому разграничению полномочий органов государственной власти и управления, как участников (субъектов) фондового рынка. В соответствии с действующей

нормативно-законодательной базой в Республике Узбекистан установлена компетенция органов государственной власти и управления при решении вопросов развития законодательной базы по фондовому рынку, создания механизмов по ее реализации, разграничения полномочий по операциям с ценными бумагами в зависимости от вида государственной собственности (республиканская, муниципальная) и т.д.

Рис. 1-3. Субъекты фондового рынка и их функции

Условные обозначения: 1.1 – управление нормативно-законодательной базой; *1.2* – эмитент ценных бумаг при разгосударствлении и приватизации предприятий; *1.3* – инвестор при национализации ценных бумаг; *2.1* – юридические и физические лица – эмитенты ценных бумаг; *2.2* – юридические и физические лица – инвесторы ценных бумаг; *2.3* – юридические и физические лица – дилеры; *3.1* – изучение рынка фондов; *3.2* – подготовка операций по продаже и покупке ценных бумаг; *3.3* – проведение операций с ценными бумагами; *4.1* – оформление операций с ценными бумагами; *4.2* – регистрация ценных бумаг.

Определены конкретные органы, на которые возложены функции оформления сделок с ценными бумагами и их регистрации (рис. 1-4).

Подготовка и проведение операций с ценными бумагами требует выполнения широкого спектра специальных работ и исследований (маркетинговых исследований, оценки, организации и проведения биржевых торгов и аукционов и др.). Выполнить эти работы силами самих эмитентов и инвесторов, как субъектов фондового рынка, не представляется возможным. Поэтому успешное развитие этого рынка в значительной степени зависит от деятельности профессиональных участников и хозяйствующих субъектов рыночной инфраструктуры, от того спектра услуг, которые они могут оказать эмитентам и инвесторам для максимального удовлетворения потребительского спроса по всем видам ценных бумаг.

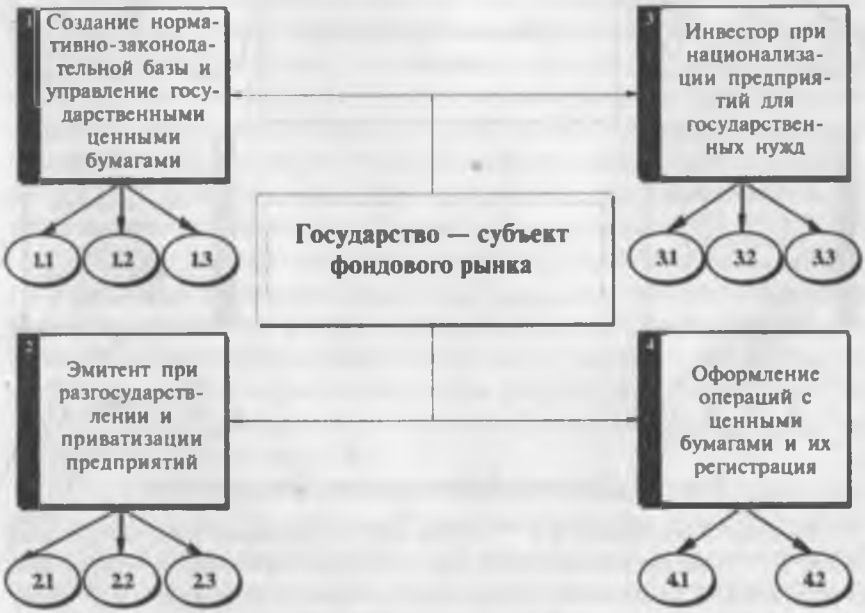


Рис. 1-4. Органы государственной власти и управления – субъекты фондового рынка

Условные обозначения: 1.1 – Президент Республики Узбекистан, Олий Мажлис Республики Узбекистан – принятие указов и законодательных актов; *1.2*

– Кабинет Министров Республики Узбекистан – принятие подзаконодательных и распорядительных актов; *1.3* – уполномоченные органы по управлению государственными фондами и контроль за рынком ценных бумаг; *2.1* – Кабинет Министров Республики Узбекистан, Госкомимущество – продажа фондов республиканской государственной собственности; *2.2* – Хокимияты, территориальные органы Госкомимущества Республики Узбекистан – продажа фондов муниципальной государственной собственности; *2.3* – Кабинет Министров Республики Узбекистан – продажа фондов республиканской государственной собственности за рубежом; *3.1* – Кабинет Министров Республики Узбекистан, Госкомимущество – покупка ценных бумаг в республиканскую государственную собственность; *3.2* – Хокимияты, территориальные органы Госкомимущества Республики Узбекистан – покупка ценных бумаг в муниципальную государственную собственность; *3.3* – Кабинет Министров Республики Узбекистан – покупка фондов в республиканскую собственность за рубежом; *4.1* – органы по оформлению операций с ценными бумагами; *4.2* – органы по регистрации операций с ценными бумагами.

Основные функции инфраструктуры фондового рынка и виды ее деятельности условно делятся на три группы:

- изучение фондового рынка;
- подготовка операций с ценными бумагами;
- проведение операций с ценными бумагами.

Деятельность инфраструктуры при выполнении функций **первой группы** включает маркетинговые исследования, юридические консультации и информационное обслуживание.

Деятельность инфраструктуры при выполнении функций **второй группы** включает информационные, консалтинговые, юридические, оценочные, страховые и другие услуги.

Третья группа видов деятельности инфраструктуры фондового рынка включает дилерские, биржевые, депозитарные и другие услуги.

Развитие фондового рынка, увеличение вовлеченных в его оборот ценных бумаг и субъектов должно сопровождаться устойчивой тенденцией расширения видов и услуг, оказываемых рыночной инфраструктурой, развития в нём конкурентной среды и на этой основе дальнейшего становления и совершенствования его функционирования.

Таким образом, обобщая вышеизложенное, следует подчеркнуть, что бизнес, являясь специфическим товаром, обусловливает необходимость, наряду с рынками движимого и недвижимого имущества, формирования специфических рынков – рынков капитала (ценных бумаг),

соответствующей инфраструктуры (фондовой биржи, Депозитариев, органов по контролю за рынком ценных бумаг и т.д.), то есть гражданско-правовой оборот бизнеса, его эффективное функционирование возможно только при условии формирования в полном объеме рыночной среды, в которой при регулировании отношений собственников имущества и капитала важное место занимает стоимостная оценка как бизнеса в целом, так и его составных частей. И в этой связи неслучайно в процессе реформирования экономики республики важное значение придается не только развитию и поддержке предпринимательства, как вида бизнеса, но и формированию условий, необходимых для его функционирования, базирующихся на рыночных механизмах хозяйствования.

1.2. Потребность в оценке бизнеса и его частей

Поэтапный переход к рыночной экономике потребовал широкого развития ряда новых областей науки и практики. Процесс приватизации, возникновение фондового рынка, развитие системы страхования, переход коммерческих банков к выдаче кредитов под залог имущества постепенно сформировали потребность в новом виде услуг – оценке стоимости предприятия (бизнеса), определении рыночной стоимости его капитала.

Капитал предприятия – товар уникальный и сложный по составу, его природу в значительной мере определяют конкретные факторы. Поэтому возникла необходимость в его комплексной оценке с учетом всех внутренних и внешних условий развития.

Потребность в определении рыночной стоимости предприятия не исчерпывается операциями купли-продажи. Возрастает потребность в оценке бизнеса предприятий при многочисленных и сложных вариантах реализации имущественных прав – акционировании, привлечении новых пайщиков и выпуске дополнительных акций, страховании имущества, получении кредита под залог имущества, исчислении налогов, использовании прав наследования и т.д.

Определение рыночной стоимости предприятия способствует его подготовке к борьбе за выживание на конкурентном рынке, дает реалистичное представление о его потенциальных возможностях. Процесс оценки бизнеса предприятия служит основанием для выработки его стратегии. Он выявляет альтернативные подходы и определяет, какой из них обеспечит предприятию максимальную эффективность, а, следовательно, и более высокую рыночную цену.

По мере того, как в нашей стране появляются независимые собственники предприятий и фирм, все острее становится потребность в определении рыночной стоимости их капитала. Оценка бизнеса необходима для принятия решений по широкому кругу вопросов в сфере создания, использования и управления бизнесом и как товаром, и как видом предпринимательской деятельности. В проведении оценочных работ заинтересованы различные стороны: от государственных структур до частных лиц. В оценке бизнеса нуждаются контрольно-ревизионные органы, управленческие структуры, кредитные организации, страховые компании, налоговые органы и другие организации, частные владельцы бизнеса, инвесторы и т.п. (рис. 1-5). Стороны, заинтересованные в проведении оценочных работ, стремясь реализовать свои экономические интересы, определяют цели оценки.

Рис. 1-5. Потребители стоимостной оценки бизнеса

Оценку бизнеса в целом проводят в следующих случаях:

- разработки системы мер по повышению эффективности текущего управления предприятием;
- определения стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятий на фондовом рынке (для принятия обоснованного инвестиционного решения необходимо оценить собственность предприятия и долю этой собственности, приходящуюся на приобретаемый пакет акций, а также возможные будущие доходы от бизнеса);
- определения стоимости предприятия в случае его купли-продажи целиком или по частям (когда владелец предприятия решает продать свой бизнес или когда один из совладельцев намерен продать свою

долю, возникает необходимость определения рыночной стоимости предприятия или части его активов);

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

· разработки плана развития предприятия (в процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы фирмы, степень ее устойчивости и ценность имиджа);

· определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании (в этом случае оценка требуется в силу того, что величина стоимости активов по бухгалтерской отчетности может резко отличаться от их рыночной стоимости);

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

· уточнения налогообложения (при определении налогооблагаемой базы необходимо провести объективную оценку предприятия);

· принятия обоснованных управленческих решений (инфляция искажает финансовую отчетность предприятия, поэтому периодическая переоценка имущества независимыми оценщиками позволяет повысить реалистичность финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений);

· осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса (в этом случае для его обоснования необходимо знать исходную стоимость предприятия в целом, его собственного капитала, активов, бизнеса).

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

Оценка стоимости имущественной части бизнеса проводится в следующих случаях:

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

· получения кредита под залог части недвижимости;

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

· передачи недвижимости в аренду;

· определения налоговой базы для исчисления налога на имущество;

· оформления части недвижимости в качестве вклада в уставной капитал другого создаваемого предприятия;

· оценки реализации какого-либо инвестиционного проекта при разработке бизнес-плана;

· оценки недвижимого имущества как промежуточного этапа в общей оценке стоимости предприятия при использовании затратного подхода.

Оценка стоимости оборудования необходима в следующих случаях:

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

· оформления залога под какую-то часть движимого имущества для обеспечения сделок кредита;

· страхования движимого имущества;

· передачи машин и оборудования в аренду;

· организации лизинга машин и оборудования;

· определения налоговой базы для основных средств при исчислении налога на имущество;

· оформления машин и оборудования в качестве вклада в уставной капитал другого предприятия;

· оценки стоимости машин и оборудования при реализации инвестиционного проекта.

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

· при их перекупке, приобретении другой фирмой;

· при предоставлении франшизы новым компаньонам, когда расширяется рынок сбыта и увеличивается объем продаж;

· при установлении ущерба, нанесенного деловой репутации предприятия незаконными действиями со стороны других предприятий;

· при использовании их в качестве вклада в уставной капитал;

· при определении стоимости нематериальных активов, гудвила для общей оценки стоимости предприятия.

БИБЛИОТЕКА
Бух. ТИП и ЛП
№ 41474

Вышерассмотренные потребности в стоимостной оценке бизнеса и его составляющих обусловлены имущественными правами на него как на товар. В то же время бизнес является капиталом, что может быть подтверждено ценными бумагами и пакетами акций того или иного предприятия. Более того, отдельные организационно-хозяйственные формы бизнеса не могут формироваться и функционировать без эмиссии ценных бумаг, в частности, закрытые и открытые акционерные общества. В этой связи развитие бизнеса тесным образом связано с оценкой эмиссированных предприятием пакетов акций и различных ценных бумаг.

Оценка пакетов акций и ценных бумаг предприятия осуществляется в следующих случаях:

- акционирования предприятия, в том числе привилегированных и обыкновенных акций, контрольных и неконтрольных пакетов и т.д.;
- увеличения уставного капитала предприятия;
- передачи пакетов акций в уставной капитал других предприятий;
- определения долей собственников при разукрупнении бизнеса или его реструктуризации;
- при использовании их в качестве залога для кредитования;
- приобретения акций поглощаемых предприятий для предотвращения «разводнения» поглощающего предприятия;
- определения отношений, в которых должны обмениваться акции одних предприятий на акции других предприятий при реализации акционерных обществ (особенно в ходе слияния и поглощений);
- вступления в бизнес новых собственников имущественным взносом в виде акций и ценных бумаг;
- эмиссии новых акций открытыми акционерными обществами.

Обоснованность и достоверность оценки во многом зависят от того, насколько правильно определена область использования оценки (купля-продажа, получение кредита, страхование, налогообложение, реструктуризация и т.д.). Указанные выше цели оценки предполагают различные уровни стоимости. Мировая практика рекомендует следующие соотношения целей оценки и уровней стоимости:

- **передача прав собственности** – обоснованная рыночная стоимость;
- **финансирование** – (с целью предоставления кредитов и т.д.) – обоснованная рыночная стоимость при продолжающемся использовании (обычно эта стоимость дает наивысший результат), обоснованная

рыночная стоимость при перемещении, стоимость (при) упорядоченной ликвидации, стоимость (при) ускоренной ликвидации;

- **налогообложение имущественной части бизнеса** – обычно западное законодательство склоняется к обоснованной рыночной стоимости в пользовании, так как этот уровень стоимости дает самые высокие показатели;
- **страхование имущественной части бизнеса** – полная стоимость воспроизводства или замещения за вычетом физического износа. В некоторых странах – обоснованная рыночная стоимость при продолжающемся использовании, обоснованная рыночная стоимость при замещении;
- **лизинг** – как и в финансировании, возможны многовариантные расчеты;
- **распоряжение партнерства** – обоснованная рыночная стоимость в пользовании, обоснованная рыночная стоимость при замещении;
- **вклад в уставной капитал** – обоснованная рыночная стоимость имущества, обоснованная рыночная стоимость при замещении;
- **налогообложение наследства** (в зависимости от обстоятельств) – обоснованная рыночная стоимость в пользовании, обоснованная рыночная стоимость при замещении;
- **исследование осуществимости проектов** (в зависимости от обстоятельств) – все виды стоимости;
- **определение ставок и тарифов** – используется компаниями, представляющими услуги, обычно полная стоимость воспроизводства, полная стоимость замещения или обоснованная рыночная стоимость при продолжающемся использовании.

Из общего правила, по которому оценщик обязан соотнести необходимый уровень стоимости и цель оценки, есть исключение и касается оно определения ликвидационных стоимостей. В этих случаях заказчик может требовать определить конкретный вид ликвидационной стоимости, а оценщик должен выполнить эти требования.

Конечно, универсальным общим практическим применением оценки бизнеса было и остается *«обоснование разумных цен при купле-продаже крупных пакетов акций (долей) в компаниях, когда и их продавец, и покупатель имеют доступ к внутренней информации фирмы, на основе которой можно использовать методы оценки бизнеса»*[1].

---

[1] Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. Учебное пособие. М.: Юнити-Дана, 2002. С. 73.

Анализ приведенных уровней стоимостей позволяет произвести их типичное ранжирование в порядке убывания:

- полная стоимость воспроизводства;
- полная стоимость замещения;
- обоснованная рыночная стоимость при продолжающемся использовании;
- обоснованная рыночная стоимость имущества, которое не используется;
- обоснованная рыночная стоимость при замещении;
- планомерная ликвидационная стоимость (стоимость упорядоченной ликвидации);
- стоимость при ускоренной ликвидации;
- утилизационная стоимость;
- стоимость скрапа (лома).

Приведенное ранжирование стоимостей может на практике принимать другое соотношение уровней стоимостей. Так, иногда стоимость замещения может превысить стоимость воспроизводства из-за существенных преимуществ новой техники перед старой и связанных с этим увеличением капитальных затрат. Обоснованная рыночная стоимость при продолжающемся использовании может оказаться меньше ликвидационной стоимости или даже стоимости лома, что особенно часто происходит при большом экономическом устаревании основных фондов, характерном для современной ситуации во многих секторах экономики республики.

Вышерассмотренные, а также другие области использования и применения стоимостной оценки бизнеса и его составляющих убедительно свидетельствуют о многоплановости оценочных работ в этом секторе экономики, их высокой сложности и необходимости изыскания специальных методов оценки как бизнеса в целом, так и его имущественных и неимущественных составляющих. Оценка бизнеса в общей системе оказания оценочных услуг представляет собой наиболее сложный и аналитический, и технологический, и организационный процесс, реализация которого предъявляет повышенные требования к квалификации специалистов-оценщиков, требует глубоких знаний в различных сферах хозяйствования. Исходя из этого, стоимостная оценка бизнеса и его составляющих в научно-методическом и технологическом отношениях вполне оправдано выделяется как самостоятельная дисциплина в практике оценочных услуг.

1.3. Факторы и принципы стоимостной оценки бизнеса

Оценка бизнеса является функцией (деятельностью), которую в разных ситуациях часто приходится осуществлять в рыночной экономике. Ею необходимо заниматься и при оценке подлежащего продаже предприятия-банкрота, и при определении того, на какую сумму нормально работающее открытое акционерное общество имеет право выпустить новые акции (на сумму превышающую балансовую стоимость собственного капитала предприятия), и при исчислении цены, по которой любое акционерное общество (открытое либо закрытое) должно выкупать акции выходящих из него акционеров и т.д.

При этом не важно, о какой стране с рыночной экономикой идет речь. Это универсально и касается, в соответствии с действующим законодательством, также и Республики Узбекистан.

В основе всей оценочной деятельности лежит понятие стоимостной оценки.

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

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

Основными факторами стоимостной оценки бизнеса являются **время и риск.**

Время, как важнейший фактор, влияет на все рыночные процессы, на цену, на стоимость, на принятие решений. Непродуктивно потраченное время означает потерю денег. Единственный способ избежать этого — заставить капитал работать. Деньги не приносят доход, если лежат «мертвым грузом». При этом важно время получения дохода, поскольку уже полученный доход может быть употреблен для увеличения еще большего дохода. Время получения дохода измеряется интервалами, периодами. Интервал или период может быть равен дню, неделе, месяцу, кварталу, полугодию или году. Время, в течение которого должны быть

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

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

Для того чтобы определить стоимость предприятия, необходимо иметь представление о совокупности факторов, влияющих на стоимость, а также о влиянии каждого конкретного фактора.

Важнейшей совокупностью факторов, влияющих на стоимость предприятия, являются факторы со стороны **спроса**. Спрос определяется предпочтениями потребителей, которые, в первую очередь, зависят от **полезности** товара, т.е. его будущих прибылей, времени их получения, степени риска, с которым сопряжено их получение; возможности присвоения и, при необходимости, перепродажи.

Прибыль, которую может получить собственник от реализации предприятия, зависит от характера его операционной деятельности, определяемой соотношением доходов и расходов, и возможности получить прибыль от самой продажи данного предприятия.

На доход предприятия влияют объем продаж и цены реализации, которые также зависят от платежеспособности спроса и его эластичности. Эластичность спроса определяется отраслевой принадлежностью продукции и наличием товаров-заменителей, и дополняющих товаров. На цены оказывают влияние также уровень конкуренции на рынке, степень монополизации рынка и доля оцениваемого предприятия на нем. На величину платежеспособного спроса влияют уровень доходов потребителей, состояние экономики, прогноз на будущее. Спрос на продукцию зависит от стадии его жизненного цикла. На величину выручки влияет качество продукции, определяемое состоянием активов предприятия и технологией производства.

Объем сбыта предприятия ограничивается его производственными мощностями, а при их недостатке, для того чтобы предприятие вышло на возможный с точки зрения потребностей рынка сбыт, нужны дополнительные инвестиции в расширении производственных мощностей.

Расходы предприятия зависят от того, что и как производит предприятие, какова потребность предприятия в факторах производства, их цены и условия оплаты.

Одним из важнейших факторов, влияющих на рыночную стоимость предприятия, является **степень контроля**, которую получает новый собственник. Предприятие может быть куплено в индивидуальную частную собственность или приобретаться контрольный пакет акций. В первом случае рыночная цена будет выше, чем во втором.

Другим важным фактором, определяющим рыночную цену, является **ликвидность** собственности. Рынок предполагает премию за активы, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери стоимости.

Стоимость акций ликвидных предприятий (а значит и стоимость самих предприятий), как правило, выше, чем акций неликвидных. С этим положением связано правило: акции открытых акционерных обществ стоят выше акций закрытых. Разница порой весьма значительна (35-50%), что обусловлено многими причинами, в том числе и большими затратами на публичное размещение акций.

Рыночная цена реагирует на **любые ограничения**, которые имеет бизнес. Если государство ограничивает цены на продукцию предприятия, то рыночная цена на такое предприятие будет ниже, чем на предприятия, не имеющие таких ограничений.

Стоимость предприятия в значительной степени зависит и от квалификации управленческого персонала, и это учитывается при подборе коэффициента капитализации, либо на этот фактор делается специальная корректировка (скидка или премия) к общей расчетной стоимости предприятия.

Отсутствие вертикальной производственной интеграции значительно влияет на стабильность функционирования предприятия. Если предприятие производит какой-либо элемент для сборки оборудования или машины и покупатель этого элемента, осуществляющий сборку, принимает решение организовать собственное производство данного элемента, то первое предприятие рискует лишиться всех доходов. Данное обстоятельство отражается на стоимости предприятия и должно учитываться при его оценке.

Наличие научной базы, масштабы и качество активов, в том числе прогрессивность и изношенность машин и оборудования, также влияют на стоимость предприятий, что следует учесть при его оценке.

И конечно же, рыночная цена предприятия зависит от того, каковы перспективы предприятия: будет ли оно развиваться или будет закрыто в силу неэффективности. При определении рыночной цены предприятия учитывается только часть его капитала, которая может приносить доходы в той или иной форме в будущем. Поэтому анализ рыночной конъюнктуры при оценке бизнеса имеет существенное значение.

Выше уже шла речь о неопределенности будущих доходов компании, лежащих в основе ее стоимости. Соответственно, не может быть единой универсальной формулы, по которой можно было бы оценить стоимость любой компании в разных обстоятельствах. Поэтому и возникли разные **принципы и подходы к оценке стоимости бизнеса**.

Принципов, которые необходимо учитывать оценщику, весьма много, и при оценке предприятия необходимо по возможности учесть все или хотя бы основные из них, помня, что все принципы взаимосвязаны между собой. В результате многолетнего опыта зарубежных экспертов-оценщиков сформулированы три группы принципов, связанные с:

- представлением владельца об имуществе;
- рыночной средой;
- эксплуатацией имущества (рис. 1.6).

Принципы, связанные с представлением владельца об имуществе. Данная группа включает в себя принципы полезности, замещения и ожидания.

Принцип полезности гласит, что предприятие обладает стоимостью, если оно может быть полезным потенциальному владельцу, т.е. предназначено для производства определенного вида продукции, ее реализации и получения прибыли.

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

Принцип ожидания, т.е. ожидание будущей прибыли или других выгод, которые могут быть получены в будущем от использования имущества предприятия, а также размера денежных средств от его перепродажи.

Принципы, связанные с рыночной средой. Эта группа включает следующие принципы: зависимости, соответствия взаимосвязи между спросом и предложением, конкуренции, изменения стоимости.

Рис. 1-6. Основные принципы оценки бизнеса

Зависимость. Стоимость предприятия зависит от множества факторов. Но и само оцениваемое предприятие влияет на стоимость окружающих объектов недвижимости и других предприятий, находящихся в данном регионе.

Соответствие. Любое предприятие должно соответствовать рыночным и градостроительным стандартам, действующим в данном регионе, а проекты предприятий – общепринятым традициям использования земельных участков в данном районе.

Предложение и спрос. Обычно спрос оказывает на цену предприятия большее влияние, чем предложение, так как он более изменчив. На стоимость предприятий оказывает большое влияние соотношение спроса и предложения. Если спрос превышает предложение, то при постоянстве факторов, цены растут; если предложение превышает спрос, цены падают; если же спрос соответствует предложению, цены стабильны.

Конкуренция. Это соревнование предпринимателей в получении прибыли; она обостряется в тех сферах экономики, где намечается рост прибыли, ведёт к росту предложения и снижению массы прибыли.

Изменение стоимости. Ситуация на рынке постоянно изменяется: появляются новые предприятия, изменяется профиль действующих; изменяются также экономическая, социальная, техническая и политическая сферы деятельности предприятия. Объекты собственности изнашиваются, изменяется техника, технология, сырьевая база. Характер использования земли зависит от влияния государства и частного сектора. Экономические условия открывают новые возможности, колеблются объем денежной массы и процентные ставки. Человеческие вкусы и устремления претерпевают изменения. Поэтому оценка стоимости предприятия должна проводиться на конкретную дату.

Принципы, связанные с эксплуатацией имущества. Группа принципов, связанных с эксплуатацией имущества, включает: принципы остаточной продуктивности, вклада, возрастающей и уменьшающейся отдачи, сбалансированности, экономической (оптимальной) величины и экономического разделения и соединения прав собственности.

Остаточная продуктивность земельного участка. Любой вид предпринимательской деятельности, как правило, требует наличия четырех факторов производства: труда, капитала, управления и земли. Каждый используемый фактор производства должен оплачиваться вновь произведенной стоимостью, создаваемой данной деятельностью.

Земля недвижима, а труд, капитал и управление «привязаны» к ней. Вначале оплачиваются три «привязанных» фактора производства, а затем собственник земли из остатка прибыли получает ренту (либо налог на землю, либо арендную плату). Таким образом, земля имеет «остаточную стоимость», т.е. компенсируется тогда, когда есть остаток дохода после оплаты воспроизводства всех других факторов производства.

Вклад – это сумма, на которую увеличивается или уменьшается стоимость предприятия или чистая прибыль, полученная от него вследствие наличия или отсутствия какого-либо улучшения или дополнения к действующим факторам производства. Некоторые факторы увеличивают стоимость имущественного комплекса предприятия на большую величину, чем связанные с ними затраты, а некоторые уменьшают.

Возрастающая или уменьшающаяся отдача. Данный принцип гласит: по мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистая прибыль имеет тенденцию увеличиваться растущими темпами до определенного момента, после которого она хотя и растет, но замедляющимися темпами. Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не становится меньше, чем прирост затрат на добавленные ресурсы.

Сбалансированность (пропорциональность) предприятия. Данный принцип означает, что любому виду производства соответствуют оптимальные сочетания факторов производства, при которых достигается максимальная прибыль, а значит, и максимальная стоимость предприятия.

Оптимальный размер (масштаб). Данный принцип гласит: любой фактор производства должен иметь оптимальные размеры – будь то само предприятие, его отдельные производства либо участок земли, на котором находится предприятие.

Экономическое разделение и соединение имущественных прав собственности. Данный принцип означает следующее: имущественные права следует разделять и соединять так, чтобы увеличить общую стоимость предприятия.

Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования собственности – это основной принцип оценки, означающий разумное и возможное использование предприятия, обеспечивающее ему наивысшую текущую стоимость на эффективную дату оценки, или то использование, выбранное из разумных возможных альтернативных вариантов, которое приводит к наивысшей стоимости земельного участка, на котором находится предприятие. Данный принцип – синтез трех групп рассмотренных выше принципов.

Перечисленные принципы в обобщенном виде универсальны и применимы ко всем видам бизнеса. Их содержание может меняться в зависимости от специфики предприятия и его составных частей.

1.4. Концепция и основные виды стоимостной оценки бизнеса

Предприятие или фирма представляет собой организационно-экономическую форму существования бизнеса. Поэтому особенности бизнеса как товара присущи и им. Но вместе с этим у предприятия есть и свои отличительные черты. Предприятие, как юридическое лицо, является объектом гражданских прав и рассматривается как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности[1] и, как имущественный комплекс, включает все виды имущества, предназначенного для его деятельности: земельные участки, здания и сооружения, машины и оборудование, сырье и продукцию, нематериальные активы, имущественные обязательства.

Оценка предприятия означает определение в денежном выражении стоимости, которая может быть наиболее вероятной продажной ценой и должна отражать оба свойства предприятия как товара, т.е. и его полезность, и затраты, необходимые для этой полезности. Поскольку представление о полезности зависит от конкретных интересов покупателя, постольку приходится определять различные виды стоимости (рыночную, восстановительную, ликвидационную, инвестиционную и т.п.). Принципиальное значение имеет тот факт, что качественная рыночная оценка не ограничивается учетом лишь одних затрат, связанных с производством товара, она обязательно принимает во внимание экономический имидж – положение предприятия на рынке, фактор времени, риски, уровень конкуренции. При определении стоимости предприятия должна учитываться и его экономическая концепция. Эта концепция в противовес бухгалтерской модели позволяет определить рыночную ценность фирмы. Она учитывает такие факторы, как время, риск, неосязаемые активы, внешнюю конкурентную сферу и внутренние особенности оцениваемого бизнеса. Согласно такому взгляду на оценку рыночная цена любого бизнеса, порождающего доход или поток денежной наличности, определяется исходя из текущей оценки ожидаемого будущего

---

[1] Гражданский кодекс Республики Узбекистан. Министерство юстиции Республики Узбекистан. Т., 2003. С. 21.

потока наличности, дисконтированного по норме процента, отражающего требуемую инвестором норму прибыли для сопоставимых по риску инвестиций.

При балансовой (book values) или бухгалтерской (accounting) оценке активы предприятия (фирмы) равны пассивам плюс чистый собственный капитал:

$$A=П+СК,$$

где A – активы;

$П$ – пассивы (обязательства);

$СК$ – собственный капитал.

При рыночной оценке здесь появляется еще одно слагаемое – неосязаемые активы, которые включают такие элементы, как ценность, гарантии, страховки, лицензии, хорошие взаимоотношения с клиентами и другие нерегистрируемые активы, включая ценность доброго имени компании (гудвил). Уравнение рыночной оценки реального собственного капитала в этом случае выглядит так:

$$A^{*}+НА^{*}=СК^{*}+О^{*}[1]$$

или после преобразования:

$$СК=(A^{*}+НА^{*})-О^{*}=(A^{*}-О^{*})+НА^{*}.$$

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

Если балансовая оценка собственного капитала и его реальная (рыночная) ценность не совпадают, то, следовательно, существует скрытый или внебалансовый капитал, который имеет два источника:

разницу между рыночной и балансовой оценками активов ($A^{*}-A$);

неучет внебалансовых позиций ($НА^{*}$), которые в соответствии с общепринятыми принципами и правилами бухгалтерского учета не подлежат внесению в баланс.

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

---

[1] Означает рыночную оценку.

Бухгалтерская модель исходит из того, что «один риск подходит всем». Но каждое предприятие при получении дохода фактически сталкивается с различными видами риска и имеет собственный уровень получения дохода. **Таким образом, бухгалтерская модель не позволяет сделать реальную оценку бизнеса. Оценка же, проводимая на базе экономической концепции, даёт реалистичное представление о том, как предприятие работает сейчас и как оно может работать в будущем.**

Следуя этой концепции, при стоимостной оценке бизнеса в будущем, должны учитываться разница между рыночной и балансовой стоимостью активов и внебалансовые позиции, которые оказывают влияние на формирование рыночной стоимости этого предприятия.

Общие принципы и правила бухгалтерского учета активов и основные факторы, влияющие на стоимостную оценку конкретных видов активов предполагают необходимость **позицирования предприятий по целевому назначению и использованию активов**. Такой подход позволяет широко использовать при стоимостной оценке бизнеса предприятие-аналог, рыночную информацию и т.д. Следуя экономической модели стоимостной оценки предприятия и его составных частей, необходимо исходить из различной **разницы рыночной и балансовой стоимости отдельных видов активов, и различного их влияния на формирование скрытого капитала.** Отсюда стоимостная оценка предприятия не является простой суммой стоимостей его составляющих частей, а стоимость составляющих частей не является простой долей стоимости всего предприятия.

Анализ вышеприведенного уравнения рыночной оценки реального собственного капитала свидетельствует о многообразии составных частей оценки предприятия, включающей оценку рыночной стоимости: активов (движимого и недвижимого имущества, различных видов собственности и т.д.); пассивов (обязательств, задолженности и т.д.); внебалансовых позиций. В указанном контексте под оценкой предприятия можно подразумевать определение:

- стоимости акционерного общества, в том числе такого общества, чьи акции не размещены на фондовом рынке, либо фирмы, которая предварительно перерегистрировалась бы в акционерное общество и разместила бы свои акции на фондовом рынке;
- возможной стоимости предприятия, либо доли в нем при подготовке сделок по купле-продаже всего предприятия или долевых частей в нем;

· стоимости предприятия, какой она сложится через заданное время в будущем (т.е. размещении акций владельцев либо вновь выпускаемых акций на фондовом рынке);

· действительной стоимости предприятия, чьи акции размещены и обращаются на фондовом рынке, в случае, если на этом рынке это предприятие недооценивается или переоценивается из-за того, что участники фондового рынка пользуются неполной или недостоверной информацией о предприятии;

· действительной стоимости предприятия, чьи акции размещены на фондовом рынке, котируются, но не торгуются, по ним отсутствуют фактически совершаемые сделки купли-продажи, подтверждающие или не подтверждающие имеющиеся котировки;

· стоимости имущественного комплекса, который состоит из совокупности материальных и нематериальных активов, заключенных контрактов, а также прав собственности, позволяющих выпускать и продавать конкретную продукцию;

· стоимости имущественного комплекса многономенклатурного предприятия по выпуску и продаже нескольких типов продукции;

· стоимости «бизнес-линии» или «дела» по выпуску и продаже той или иной продукции, включая, в отличие от оценки имущественного комплекса и обязательства (долги), возникшие или которые могут возникнуть в связи с данным «делом»;

· ценности имущественного интереса в некотором льготном или обусловленном конкурентными преимуществами контракты (аналогично оценке такого контракта как нематериального актива).

Сохраняется и масса ситуаций, когда предметом оценки бизнеса остается собственный, как правило, малый бизнес индивидуальных предпринимателей – физических лиц.

Определив основные (характерные) направления оценки бизнеса более подробнее рассмотрим вопросы сущности этой оценки.

Стоимостная оценка – это определение денежного эквивалента, который собственник готов обменять на какой-либо предмет или объект. Стоимость отличается от цены и затрат. По степени рыночности различают рыночную стоимость и нормативно рассчитываемую стоимость.

Под рыночной стоимостью в Международных стандартах оценки понимается расчетная величина, за которую предполагается переход бизнеса или его составляющей части из рук в руки на дату оценки в результате коммерческой сделки между добровольным покупателем и

добровольным продавцом после адекватного маркетинга; при этом предполагается, что каждая сторона действовала компетентно, расчетливо и без принуждения.

Рыночная стоимость – это наиболее вероятная цена при осуществлении сделки между типичным покупателем и продавцом. Это определение отражает тот факт, что рыночная стоимость рассчитывается исходя из конкретной ситуации на рынке, поэтому при изменении рыночных условий рыночная стоимость будет меняться. При этом на покупателя и продавца не должно оказываться внешнее давление и обе стороны должны быть достаточно проинформированы о сущности и характеристике продаваемого бизнеса или его составных частей.

Нормативно–рассчитываемая стоимость – это стоимость объекта собственности (бизнеса или его составных частей), рассчитываемая на основе методик и нормативов, утвержденных соответствующими органами (Кабинетом Министров Республики Узбекистан, Госкомимуществом Республики Узбекистан и др.). При этом применяются единые шкалы нормативов. Как правило, нормативно–рассчитываемая стоимость не совпадает с величиной рыночной стоимости, однако нормативы периодически обновляются в соответствии с базой рыночной стоимости.

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

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

При обосновании инвестиционных проектов рассчитывается инвестиционная стоимость. **Инвестиционная стоимость** – стоимость собственности для конкретного инвестора при определенных целях инвестирования. В отличие от рыночной стоимости, определяемой мотивами поведения типичного покупателя и продавца, инвестиционная стоимость зависит от индивидуальных требований к инвестициям, предъявляемых конкретным инвестором.

Существует ряд причин, которые могут отличать инвестиционную стоимость от рыночной. Среди них могут быть различия: в оценке будущей прибыльности; в представлениях о степени риска; в налоговой ситуации; в сочетаемости с другими объектами, принадлежащими владельцу или контролируемыми ими.

Страховая стоимость – стоимость собственности, определяемая положениями страхового контракта или полиса. **Налогооблагаемая стоимость** – стоимость, рассчитываемая на базе определений, содержащих-

ся в соответствующих нормативных документах, относящихся к налогообложению собственности.

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

В зависимости от характера используемого при оценке аналога различают стоимость воспроизводства и стоимость замещения. **Стоимость воспроизводства** – это стоимость объекта собственности, создаваемой по той же планировке и из тех же материалов, что и оцениваемая, но по ныне действующим ценам. **Стоимость замещения** – это стоимость близкого аналога оцениваемого объекта. Стоимость воспроизводства и стоимость замещения широко используют в сфере страхования.

В бухгалтерском учете различают балансовую стоимость и остаточную стоимость. **Балансовая стоимость** – затраты на строительство или приобретение объекта собственности. Балансовая стоимость бывает первоначальной и восстановительной. *Первоначальная стоимость* отражается в бухгалтерских документах на момент ввода в эксплуатацию. *Восстановительная стоимость* – стоимость воспроизводства ранее созданных основных средств в современных условиях; определяется в процессе переоценки основных фондов.

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

Оценка действующего предприятия предполагает, что бизнес имеет благоприятные перспективы развития, поэтому можно ожидать сохра-

нение предприятия как системы, а ценность целого обычно всегда больше, чем простая сумма стоимостей отдельных элементов.

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

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

Любой вид стоимости является не историческим фактом, а оценкой конкретного объекта собственности в данный момент в соответствии с выбранной целью (табл. 1-1).

Таблица 1-1

Взаимосвязь между целью оценки и видами стоимости, используемыми для оценки

Цель оценки	Виды стоимости
Помочь потенциальному покупателю (продавцу) определить предполагаемую цену	Рыночная
Определить целесообразность инвестиций	Инвестиционная
Обеспечить заявки на получение ссуды	Залоговая
Имущественная оценка	Рыночная или иная стоимость, признаваемая налоговым законодательством
Определить суммы покрытия по страховому договору или сформулировать требования в связи с потерей или повреждением застрахованных активов	Страховая
Возможная ликвидация (частичная или полная) действующего предприятия	Ликвидационная

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

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

Себестоимость – это денежная сумма, требуемая для создания или производства товара или услуги. Себестоимость включает совокупность затрат, издержек или расходов. По завершении процесса создания или акта купли-продажи себестоимость становится историческим фактом. Цена, заплаченная покупателем за товар или услугу, становится для него затратами на приобретение. Себестоимость влияет на рыночную стоимость, однако однозначно ее не определяет. Умелое сочетание и использование всех указанных понятий позволяет проводить качественную оценку объектов собственности. Наряду с фундаментальными понятиями и едиными принципами, лежащими в основе сделки, существуют и общепринятые методы оценки собственности, которые будут подробно рассмотрены ниже.

1.5. Нормативно-правовое и технологическое обеспечение оценочной деятельности

Формирование нормативно-правовой и технологической базы стоимостной оценки бизнеса является важнейшей предпосылкой развития цивилизованного рынка материальных и нематериальных активов. Создание этой базы тесным образом связано с проводимыми экономическими реформами и предопределяет общий уровень оценочной деятельности, методологические и технические подходы и требования к проведению оценочных работ, взаимодействие государства и оценочных структур в этом процессе и т.д.

Анализ нормативно-правовой базы стоимостной оценки бизнеса и его составных частей в республике позволил выделить три основные группы документов, которые оказывают решающее влияние на развитие стоимостной оценки и как механизма регулирования отношений собственников, и как механизма реализации рыночных принципов хозяйствования, и как вида предпринимательской деятельности (рис. 1-7).

Рис. 1-7. Нормативно-правовое и технологическое обеспечение оценочной деятельности

Первая группа документов обеспечивает формирование и становление социально-экономической среды для развития бизнеса и его участия в гражданско-правовом обороте.

Вторая группа документов регулирует оценочный процесс как вид деятельности, включая специальное законодательство об оценочной деятельности, механизм лицензирования этого вида деятельности, поддержку общественных профессиональных объединений и подготовку специалистов-оценщиков.

Третья группа документов определяет требования к стоимостной оценке бизнеса, методике и технологии производства оценочных работ. При этом важное значение придается обеспечению соответствия стоимостной оценки принятым международным требованиям, исходя из собственной модели реформирования экономики республики.

Все приведенные группы документов в рыночных условиях представляют собой взаимосвязанную и взаимообусловленную системную нормативно-правовую базу стоимостной оценки. При этом каждая из указанных групп документов позволяет решать отдельные важные направления формирования, становления и развития стоимостной оценки бизнеса.

К нормативно-правовым документам, формирующим социально-экономическую среду для развития бизнеса относятся основополагающие документы по экономической реформе, переводу экономики на рыночные механизмы хозяйствования и т.д. Именно эти правовые документы по реформированию экономики явились основой формирования бизнеса. К ним относятся Конституция Республики Узбекистан, принятый в 1991 году с внесенными в него изменениями и дополнениями Закон Республики Узбекистан «О собственности», которые гарантируют неприкосновенность собственности, экономическую и юридическую самостоятельность предпринимателей. Законом «О собственности» ***«допускается существование любых форм собственности, способствующих эффективному функционированию экономики и росту народного благосостояния»***. Формы и методы хозяйствования, основанные на различных формах собственности, нашли отражение в Законе Республики Узбекистан «О разгосударствлении и приватизации» от 19 ноября 1991 года с изменениями от 7 мая 1993 года, 23 сентября 1994 года, 31 августа 1995 года, 26 декабря 1997 года, 25 декабря 1998 года, 13 декабря 2002 года и принятых подзаконных актах Кабинета Министров Республики Узбекистан в 2000-2005 годах по этому вопросу. Важную роль в становлении и развитии разнообразных форм хозяйствования в республике сыграли

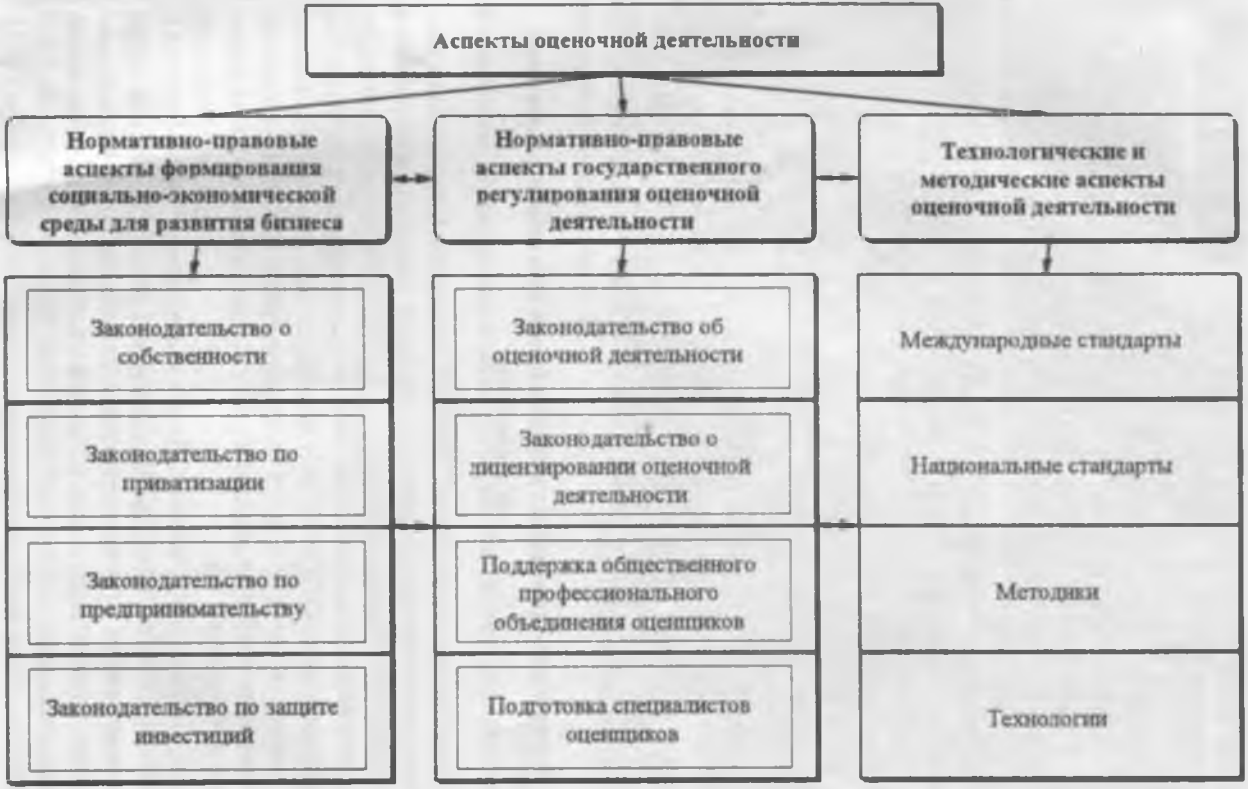


Рис. 1-7. Нормативно-правовое и технологическое обеспечение оценочной деятельности

Первая группа документов обеспечивает формирование и становление социально-экономической среды для развития бизнеса и его участия в гражданско-правовом обороте.

Вторая группа документов регулирует оценочный процесс как вид деятельности, включая специальное законодательство об оценочной деятельности, механизм лицензирования этого вида деятельности, поддержку общественных профессиональных объединений и подготовку специалистов-оценщиков.

Третья группа документов определяет требования к стоимостной оценке бизнеса, методике и технологии производства оценочных работ. При этом важное значение придается обеспечению соответствия стоимостной оценки принятым международным требованиям, исходя из собственной модели реформирования экономики республики.

Все приведенные группы документов в рыночных условиях представляют собой взаимосвязанную и взаимообусловленную системную нормативно-правовую базу стоимостной оценки. При этом каждая из указанных групп документов позволяет решать отдельные важные направления формирования, становления и развития стоимостной оценки бизнеса.

К нормативно-правовым документам, формирующим социально-экономическую среду для развития бизнеса относятся основополагающие документы по экономической реформе, переводу экономики на рыночные механизмы хозяйствования и т.д. Именно эти правовые документы по реформированию экономики явились основой формирования бизнеса. К ним относятся Конституция Республики Узбекистан, принятый в 1991 году с внесенными в него изменениями и дополнениями Закон Республики Узбекистан «О собственности», которые гарантируют неприкосновенность собственности, экономическую и юридическую самостоятельность предпринимателей. Законом «О собственности» ***«допускается существование любых форм собственности, способствующих эффективному функционированию экономики и росту народного благосостояния»***. Формы и методы хозяйствования, основанные на различных формах собственности, нашли отражение в Законе Республики Узбекистан «О разгосударствлении и приватизации» от 19 ноября 1991 года с изменениями от 7 мая 1993 года, 23 сентября 1994 года, 31 августа 1995 года, 26 декабря 1997 года, 25 декабря 1998 года, 13 декабря 2002 года и принятых подзаконных актах Кабинета Министров Республики Узбекистан в 2000-2005 годах по этому вопросу. Важную роль в становлении и развитии разнообразных форм хозяйствования в республике сыграли

и продолжают играть законодательные документы по развитию акционерных обществ и малого бизнеса.

Большое влияние на формирование социально-экономической среды развития бизнеса оказало принятие Гражданского Кодекса Республики Узбекистан, законодательных и нормативных актов по банкротству, аренде, залоговому кредитованию, ипотеке, доверительному управлению имуществом, продаже активов под инвестиционные обязательства и многие другие. **Таким образом практическая реализация курса экономических реформ стала отправной точкой формирования и становления бизнеса, а дальнейшее углубление этих реформ обусловливает главные направления ее совершенствования.**

Среди нормативно-правовых документов, регулирующих оценочную деятельность и управление государством этим видом деятельности в Республике Узбекистан особое место занимает Закон Республики Узбекистан «Об оценочной деятельности» от 19 августа 1999 года, которым отрегулирован широкий спектр вопросов, связанных с понятиями оценочной деятельности, объектами оценки, видами стоимости объектов оценки, областями их применения и отличительными особенностями. Весьма важным в законе является регулирование понятий рыночной стоимости объекта оценки (статья 7) и отличной от рыночной стоимости объекта оценки (статья 8).

Особо в законе подчеркнута обязательность проведения оценки в случае вовлечения в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично государству, в том числе при:

- определении стоимости активов в целях их разгосударствления, приватизации, передачи в доверительное управление либо сдачи в аренду;
- использовании объектов оценки в качестве предмета залога;
- продаже или ином отчуждении объектов оценки;
- переуступке долговых обязательств, связанных с объектами оценки;
- передаче объектов в качестве вклада в уставные фонды.

Кроме того, закон определил обязательность оценки также в случае возникновения спора о стоимости объекта оценки при:

- национализации имущества;
- ипотечном кредитовании;
- выкупе или ином, предусмотренном законодательством, изъятии имущества у собственников для государственных нужд;
- проведении контроля за правильностью уплаты налогов и других обязательных платежей.

Особое место в законе нашли отражение права, обязанности и независимость оценщика. В соответствии со статьей 14 закона оценщику предоставлены следующие права:

- применять самостоятельно методы оценки;
- требовать от заказчика при проведении обязательной оценки объекта обеспечения доступа к документации, получать разъяснения и дополнительные сведения, необходимые для осуществления этой оценки;
- запрашивать у третьих лиц информацию, необходимую для проведения оценки объекта. В случае, если отказ в предоставлении указанной информации существенным образом влияет на достоверность оценки, оценщик указывает это в отчете об оценке;
- привлекать, при необходимости, на договорной основе к участию в проведении оценки иных оценщиков либо других специалистов;
- отказаться от проведения оценки в случаях, если заказчик нарушил условия договора, не обеспечил предоставления необходимой информации об объекте оценки либо не обеспечил соответствующие договору условия работы.

Оценщик может иметь и иные права, предусмотренные законодательством. Сопоставление предоставленных законодательством прав оценщикам республики с аналогичными правами оценщиков других стран свидетельствует об их соответствии международной практике.

Выполнение возложенных законом на оценщиков обязанностей позволяет обеспечить:

- соблюдение при осуществлении оценочной деятельности требований законодательства и стандартов оценки;
- невозможность участия оценщика в проведении оценки вследствие возникших обстоятельств, препятствующих проведению объективной оценки;
- сохранность документов, получаемых в ходе проведения оценки;
- представление по требованию заказчика лицензии на осуществление оценочной деятельности;
- конфиденциальность информации, полученной от заказчика в ходе проведения оценки, за исключением случаев, предусмотренных законодательством;
- сохранность копий отчетов по оценке в течение трех лет.

Особо важно, что законодательно не допускается вмешательство заказчика либо иных заинтересованных лиц в деятельность оценщика.

Кроме того, определены конкретные случаи, когда проведение оценки не допускается, в том числе, если:

· заказчик является собственником, учредителем (акционером), кредитором, страховщиком оценщика;

· оценщик является заказчиком или учредителем (акционером) либо должностным лицом юридического лица – заказчика;

· оценщик является собственником, учредителем, должностным лицом юридического лица или физическим лицом, которое имеет имущественный интерес в объекте либо состоит с имеющими такой интерес лицами в близком родстве или свойстве;

· оценщик имеет вне договора вещные или обязательные права в отношении заказчика или объекта оценки.

Законодательно отрегулированы основания для проведения оценки, обязательные требования к договору, ответственность оценщика и др.

Принятие рассматриваемого закона явилось важным шагом по приведению оценочной деятельности в правовое поле, соответствующее высоким международным требованиям.

Для обеспечения оценочной деятельности в соответствии с нормативно-правовой базой создан механизм лицензирования этого вида деятельности. На основании Законов Республики Узбекистан «О лицензировании отдельных видов деятельности» и «Об оценочной деятельности», Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан «О лицензировании оценочной деятельности» от 8 мая 2003 года № 210 утверждено «Положение о лицензировании оценочной деятельности», в котором определены: лицензионные требования и условия; документы, необходимые для получения лицензии; порядок рассмотрения заявлений и принятия решений о выдаче лицензии или об отказе в выдаче лицензии; порядок контроля за соблюдением лицензионных требований и условий; механизмы приостановления, прекращения действия, аннулирования лицензий и порядок их регистрации и др.

Введение механизма лицензирования оценочной деятельности явилось важным потому, что в условиях становления рынка оценочных услуг, он позволил обеспечивать высокий уровень ответственности оценщиков за результаты своей работы.

Среди нормативно-правовых документов, регулирующих технию и методологию оценки и требования, предъявляемые к оценочной документации, важное место занимают государственные стандарты Республики Узбекистан в области оценочной деятельности. Постановлени-

ем Госкомимущества № 01/19-19 от 14 июня 2006 года в республике введён ряд Национальных стандартов оценки: «Рыночная стоимость как база оценки»; «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости»; «Оценка в целях финансовой отчетности и смежной документации»; «Оценка для обеспечения ссуд, закладных и долговых обязательств». Вместе с тем, действуют также стандарты «Оценка недвижимого имущества (земельных участков, незавершенного строительства, зданий и сооружений). Основные положения»; «Оценка производственных и транспортных средств, машин и оборудования. Основные положения»; «Оценка производственных и транспортных средств, машин и оборудования. Основные положения»; «Термины и определения», введённые постановлением Узгосстандарта № 12-234 от 2 августа 1999 года.

Стандарты оценки показывают минимальный уровень качества, на основании которого оценщики должны оценивать свою продукцию. Пользователи оценок, в свою очередь, получают базу для измерения своих разумных ожиданий в отношении компетентности оценщика, а также соблюдения им профессиональных и этических стандартов[1].

Разрабатываемая нормативно-правовая база оценочной деятельности в Республике Узбекистан, исходя из особенностей реформирования экономики, учитывает требования Международных стандартов оценки – МКСОИ. Для подтверждения этого достаточно отметить, что общепринятое в Международном стандарте «Рыночная стоимость как база оценки» определение *«рыночной стоимости и общие критерии, связанные с этим определением и его применением при оценке имущества, когда цели и функции оценки заключаются в расчете рыночной стоимости, нашли полное отражение в одноименном отечественном стандарте»*[2]. Использован в действующем отечественном стандарте и стандарт Международного комитета по стандартам оценки «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости», имеющий основное назначение, с одной стороны, определить и разъяснить базы стоимости, отличные от рыночной стоимости, установить область их применения и, с другой стороны, провести различие между ними и рыночной стоимостью. Это позволило обеспечить требование Международного комитета по стандартам, свя-

---

[1] Турсунов Б., Ермолик Е. Организационно-управленческие аспекты оценочной деятельности // Экономика и класс собственников. 2002. № 3. С. 38.

[2] Абдурахманов И. Рыночная стоимость – это стандартная база оценки // Частная собственность. 2003. № 6.

занное с недопущением возникновения на международном уровне и/или неправильных истолкований в нашей стране в отношении использования нерыночных баз оценки. Выполнение требования этого стандарта гарантирует выбор подходящих баз оценки, что позволяет, используя все разумные средства, добиться наилучшего понимания пользователями результатов оценки, избегая ситуаций, которые могли бы ввести в заблуждение заинтересованные стороны и представляя в отчетах результаты подкрепленные объективными данными.

В национальных стандартах учтены и требования Международного комитета по стандартам оценки, касающиеся оценок для финансовой отчетности. При этом установлено, что целью финансовой отчетности является объективное отражение результатов деятельности и финансового состояния предприятия, по которому составляется отчет. Стандарты, применяемые к оценкам для финансовой отчетности и соответствующих бухгалтерских счетов, определяют нерыночные концепции стоимости. В частности, следует выделить такие нерыночные базы оценки, которые связаны с распределением стоимости между активами. В подходящих случаях может использоваться при оценках неспециализированных объектов имущества для финансовой отчетности метод затрат на замещение с учетом износа.

Важное место в развитии технологии и методологии стоимостной оценки активов государственной собственности занимают подзаконные акты, изданные Кабинетом Министров Республики Узбекистан. Так, определение оценочной стоимости разгосударствляемого (приватизируемого) предприятия (объекта) государственной собственности и стартовой (первоначальной) цены предложения при его продаже в республике регулируется Положением о порядке разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности (приводится в приложениях 2 и 3), утвержденным Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 9 марта 2001 года № 119 (приложение 5), которым установлено, что в состав оцениваемого имущества включаются:

- все средства, числящиеся на балансе предприятия, независимо от их технического состояния как действующие (включая объекты, временно находящиеся в капитальном ремонте и модернизации), так и находящиеся на консервации, в запасе или резерве (неустановленное оборудование), производственный и хозяйственный инвентарь, рабочий и продуктивный скот, многолетние насаждения и другие виды

основных средств, а также переданные в пользование, аренду другим предприятиям и организациям;

- другие долгосрочные активы, включая нематериальные активы;
- оборотные активы;
- прочие активы.

Этим документом установлена последовательность действий при оценке имущества, предприятия, определены механизмы пересчета балансовой стоимости основных фондов по коэффициентам индексации цен и применения коэффициентов удорожания для определения восстановительной стоимости основных фондов, определены минимальные размеры остаточной стоимости основных фондов. Установлено, что оценка автотранспортных средств осуществляется в соответствии с Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан «О порядке продажи государственных автотранспортных средств» от 28 сентября 1999 года № 489.

Весьма важным является то, что вышеуказанным Положением признано обязательным производить оценку стоимости прав пользования земельными участками, недрами и другими природными ресурсами. *«За стоимость прав пользования земельным участком принимается текущая стоимость суммы денежных потоков, которые определяются как установленные среднегодовые нормативы налога на землю, при этом необходимо использовать ставку дисконта, равную ставке рефинансирования Центрального банка Республики Узбекистан на дату оценки»*[1].

Утверждение рассмотренного Положения явилось важным звеном в упорядочении оценочных работ по приватизируемым государственным материальным и нематериальным активам.

Анализ современной нормативно-правовой базы оценки бизнеса будет не полным, если не отметить то, что органами управления республики принят ряд нормативно-методических и рекомендательных документов, относящихся к отдельным видам оценочных работ. Так, Министерством юстиции Республики Узбекистан зарегистрирована «Временная методика определения качественной, экономической и стоимостной оценки земель сельскохозяйственного назначения в Республике Узбекистан» от 6 августа 1998 года № 469, в которой определены поря-

---

[1] Комментарии к «Положению о порядке разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности» (приложение № 5 к Постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан от 9 марта 2001 года № 119), утвержденные Госкомимуществом Республики Узбекистан от 30 апреля 2001 года № 02-Э-13.

занное с недопущением возникновения на международном уровне и/или неправильных истолкований в нашей стране в отношении использования нерыночных баз оценки. Выполнение требования этого стандарта гарантирует выбор подходящих баз оценки, что позволяет, используя все разумные средства, добиться наилучшего понимания пользователями результатов оценки, избегая ситуаций, которые могли бы ввести в заблуждение заинтересованные стороны и представляя в отчетах результаты подкрепленные объективными данными.

В национальных стандартах учтены и требования Международного комитета по стандартам оценки, касающиеся оценок для финансовой отчетности. При этом установлено, что целью финансовой отчетности является объективное отражение результатов деятельности и финансового состояния предприятия, по которому составляется отчет. Стандарты, применяемые к оценкам для финансовой отчетности и соответствующих бухгалтерских счетов, определяют нерыночные концепции стоимости. В частности, следует выделить такие нерыночные базы оценки, которые связаны с распределением стоимости между активами. В подходящих случаях может использоваться при оценках неспециализированных объектов имущества для финансовой отчетности метод затрат на замещение с учетом износа.

Важное место в развитии технологии и методологии стоимостной оценки активов государственной собственности занимают подзаконные акты, изданные Кабинетом Министров Республики Узбекистан. Так, определение оценочной стоимости разгосударствляемого (приватизируемого) предприятия (объекта) государственной собственности и стартовой (первоначальной) цены предложения при его продаже в республике регулируется Положением о порядке разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности (приводится в приложениях 2 и 3), утвержденным Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 9 марта 2001 года № 119 (приложение 5), которым установлено, что в состав оцениваемого имущества включаются:

· все средства, числящиеся на балансе предприятия, независимо от их технического состояния как действующие (включая объекты, временно находящиеся в капитальном ремонте и модернизации), так и находящиеся на консервации, в запасе или резерве (неустановленное оборудование), производственный и хозяйственный инвентарь, рабочий и продуктивный скот, многолетние насаждения и другие виды

основных средств, а также переданные в пользование, аренду другим предприятиям и организациям;

- другие долгосрочные активы, включая нематериальные активы;
- оборотные активы;
- прочие активы.

Этим документом установлена последовательность действий при оценке имущества, предприятия, определены механизмы пересчета балансовой стоимости основных фондов по коэффициентам индексации цен и применения коэффициентов удорожания для определения восстановительной стоимости основных фондов, определены минимальные размеры остаточной стоимости основных фондов. Установлено, что оценка автотранспортных средств осуществляется в соответствии с Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан «О порядке продажи государственных автотранспортных средств» от 28 сентября 1999 года № 489.

Весьма важным является то, что вышеуказанным Положением признано обязательным производить оценку стоимости прав пользования земельными участками, недрами и другими природными ресурсами. *«За стоимость прав пользования земельным участком принимается текущая стоимость суммы денежных потоков, которые определяются как установленные среднегодовые нормативы налога на землю, при этом необходимо использовать ставку дисконта, равную ставке рефинансирования Центрального банка Республики Узбекистан на дату оценки»*[1].

Утверждение рассмотренного Положения явилось важным звеном в упорядочении оценочных работ по приватизируемым государственным материальным и нематериальным активам.

Анализ современной нормативно-правовой базы оценки бизнеса будет не полным, если не отметить то, что органами управления республики принят ряд нормативно-методических и рекомендательных документов, относящихся к отдельным видам оценочных работ. Так, Министерством юстиции Республики Узбекистан зарегистрирована «Временная методика определения качественной, экономической и стоимостной оценки земель сельскохозяйственного назначения в Республике Узбекистан» от 6 августа 1998 года № 469, в которой определены поря-

---

[1] Комментарии к «Положению о порядке разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности» (приложение № 5 к Постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан от 9 марта 2001 года № 119), утвержденные Госкомимуществом Республики Узбекистан от 30 апреля 2001 года № 02-Э-13.

ций оценки, определение вида стоимости, ознакомление заказчика с ограничительными условиями.

При *идентификации предприятия* указывается его полное и сокращенное название, организационно-правовая форма, место его регистрации, местоположение, отрасль производства, основные виды выпускаемой продукции и пр.

Предмет оценки – это вид имущественных прав, которые оцениваются: права на предприятие; права на материальные активы предприятия; права на акционерный капитал акционерного общества; доля участника в уставном капитале предприятия; права на пакет акций предприятия или какой-либо иной интерес.

Определение даты оценки, или момент времени, на который выполняется оценка – это может быть дата продажи предприятия, дата его осмотра, дата судебного разбирательства, связанная с разделением имущественного комплекса и другие случаи.

Определение цели оценки (какой вид стоимости требуется определить) – важный этап, от которого зависит выбор методики проведения оценки. Так, методы, используемые для оценки предприятия в целях налогообложения, могут значительно отличаться от тех, которые применяются в целях его ликвидации.

Стадия II. Предварительный осмотр предприятия и заключение договора на оценку. Эта стадия состоит из следующих этапов: предварительный осмотр предприятия, определение исходной информации и источников информации, составление задания на оценку и календарного плана, подготовка и подписание договора на оценку.

Стадия III. Сбор и анализ информации. Данную стадию оценки можно разбить на следующие этапы: сбор и систематизация общих данных, сбор и анализ специальных данных, анализ наилучшего и наиболее эффективного использования. Самый распространенный *способ представления общих данных* – это разбивка их на подразделы, касающиеся сектора рынка, на котором функционирует предприятие, вида продукции, цен на нее, местоположения предприятия (данные о городе, районе, где расположено предприятие), финансового и технико-экономического состояния оцениваемого предприятия и т.д. Преимущество данного способа представления собранных данных заключается в том, что собрав и систематизировав информацию один раз, в дальнейшем ее можно использовать для проведения оценок других предприятий.

Кроме общих необходимо собрать еще и *специальные данные*, к которым можно отнести данные о предприятии и сопоставимых продажах. Данные о предприятии включают в себя информацию о документах, удостоверяющих право собственности, состав участников предприятия, их доли в уставном капитале, информацию об использовании земельного участка, зданий и сооружений, расположенных на этом участке, включая финансово-экономические и технические характеристики предприятия, физические характеристики зданий и сооружений и т.д.

Определив виды данных, необходимых для оценки, важно выявить источники их получения (подробно о данной стадии оценки изложено в главе 2).

Стадия IV. Анализ конъюнктуры рынка. Конъюнктура рынка (рыночная конъюнктура) – ситуация на рынке, сложившаяся на данный момент или за какой-то промежуток времени под воздействием совокупности условий.

Постоянно действующие факторы конъюнктуры: научно-технический прогресс, влияние монополий, вмешательство государства, инфляция, сезонность и др. Непостоянные (стихийные) факторы конъюнктуры: социальные конфликты, стихийные бедствия, политические кризисы и др.

Важнейшим элементом методологии анализа и прогноза рыночной конъюнктуры является установление активности и характера действия циклических факторов, определение фазы цикла, сроков перехода цикла в следующую фазу и его динамики в перспективе. *Цикличность рынка* – постоянные краткосрочные и долгосрочные колебания рынка, связанные с глубинными экономическими и социальными процессами. Экономический цикл содержит фазы подъема, высокой конъюнктуры (бум), спада (рецессия) и низкого уровня экономической активности (депрессия).

Изучение конъюнктуры рынка осуществляется с помощью показателей, позволяющих количественно оценить происходящие на рынке изменения и определить тенденции в развитии конъюнктур, т.е. составить прогноз.

В число этих показателей входят:

1. Данные о производстве: валовой внутренний продукт, индекс физического объема промышленной продукции, использование производственных мощностей, индекс цен производителей, расходы на капитальное строительство, заказы на товары длительного пользования и

прочие товары, уровень безработицы. Данные о производстве дают возможность судить о конкурентоспособности той или иной отрасли производства.

2. Динамика капиталовложений. Анализ динамики капиталовложений позволяет сделать вывод о том, как в дальнейшем будет развиваться производство. Если объем инвестиций в ту или иную отрасль увеличивается, значит, спрос на ее продукцию находится на высоком уровне, поступление заказов растет и производство, скорее всего, будет расширяться. И наоборот, если капиталовложения сокращаются – спрос снижается, что может привести к свертыванию производства.

3. Сведения о заказах – показатель, позволяющий оценить загрузку производственных мощностей на перспективу.

4. Показатели по труду.

5. Показатели внутреннего товарооборота (обороты розничной торговли, индексы стоимости жизни, данные о движении товарных запасов, размеры продаж в кредит и т.д.).

6. Показатели внешней торговли (объем и географическое распределение экспорта и импорта, дефицит торгового баланса).

7. Данные, характеризующие положение в кредитно-денежной сфере (эмиссия ценных бумаг, курс акций, учетный процент, валютный курс, количество денег в обращении, показатели движения банковских депозитов и т.д.).

8. Цены (средние цены по товарным группам, индекс цен производства, индекс потребительских цен, индекс-дефлятор).

Цены являются одним из важнейших показателей, в динамике и колебаниях которого отражаются изменения многих других данных. Анализ движения товарных цен необходим как для полной характеристики состояния экономики в целом, так и при изучении положения конъюнктуры на каком-либо товарном рынке.

Стадия V. Выбор методов оценки и их применение для оценки анализируемого предприятия. Эта стадия оценочных работ является одной из важнейших в оценочном процессе. В этой связи вопросы использования различных подходов и методов при оценке предприятий для различного целевого назначения подробно рассмотрены в главе 3 «Основные подходы и методы, применяемые при оценке бизнеса».

Стадия VI. Согласование результатов, полученных с помощью различных подходов. На основе анализа достоверности использованных данных при каждом подходе к стоимостной оценке, их адаптированности к

рыночным условиям и т.д. устанавливается удельный вес каждого примененного подхода и определяется итоговая величина стоимостной оценки предприятия. Подробно данный подход рассмотрен в книге «Оценка недвижимости»[1].

Стадия VII. Подготовка отчета по оценке стоимости бизнеса. Отчет по оценке стоимости бизнеса подготавливается в письменной форме. Обычно используются одновременно две формы – полный отчет и заключение.

К отчету по оценке стоимости бизнеса предъявляются следующие основные требования:

1. Изложение всех логических построений и выводов из них должно быть ясным и четким.

2. Все факты отчета должны быть документально подтверждены.

3. Отчет должен содержать цель и функцию оценки, четкое описание оцениваемого объекта, определение вида оцениваемой стоимости, расчет издержек, прогноз будущих чистых доходов предприятия, документальное подтверждение используемых фактов, выводы.

4. Отчет должен содержать обоснование используемых методов оценки.

5. В приложении к отчету лица, принимавшие участие в оценке, должны подтвердить, что они не имеют какого-либо интереса в оцениваемом объекте собственности и не заинтересованы в результате оценки.

6. Отчет должен быть оформлен по стандартной форме и подписан всеми лицами, принимавшими участие в оценке.

7. Отчет должен содержать копии документов об образовании оценщика, копию лицензии на осуществление оценочной деятельности, копию страхового полиса о страховке гражданской ответственности оценщика.

Форма, размеры и содержание отчета могут значительно различаться в зависимости от характера оцениваемого объекта, поставленных целей и функций оценки. Если отчет предназначен для внешнего пользователя, необходимо детальное описание предприятия, но это не обязательно, если отчет подготовлен для внутреннего пользования.

Основные разделы отчета следующие:

1. Введение.

2. Описание макроэкономических параметров.

3. Характеристика отрасли.

---

[1] Алимов Р.А., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н., Ходиев Б.Ю. Оценка недвижимости. Т.: Фан, 2005.

товку оценщиков, участвующих в написании отчета; табличная информация, обосновывающая использование в отчете тех или иных величин.

Контрольные вопросы

1. Что в экономике понимается под словом «бизнес»?
2. Из чего состоят активы предприятия (бизнеса)?
3. На каких рынках участвует предприятие (бизнес) и его составляющие?
4. В чем заключаются особенности предприятия (бизнеса) как товара?
5. Кто является субъектами фондового рынка?
6. Чем обусловлена потребность оценки предприятия (бизнеса) и его составных частей?
7. В каких случаях проводят оценку бизнеса в целом?
8. В каких случаях проводят оценку имущественной части бизнеса?
9. Что понимается при стоимостной оценке под «бизнес-линией»?
10. В чем заключаются различия при оценке имущественного комплекса и «бизнес-линии»?
11. Каковы особенности оценки «бизнес-линии» в многопрофильном предприятии?
12. Когда производится оценка фирменного знака или других средств индивидуальности предприятия и его продукции?
13. В каких случаях производится оценка пакета акций и ценных бумаг предприятия?
14. Какие основные факторы влияют на стоимостную оценку предприятия (бизнеса)?
15. Каковы основные принципы и подходы к оценке стоимости предприятия (бизнеса)?
16. В чем заключается экономическая модель оценки и ее отличие от бухгалтерской модели?
17. Что следует подразумевать под оценкой предприятия?
18. Что такое рыночная стоимость предприятия?
19. Какие виды стоимости могут определяться при оценке?
20. Какими нормативно-правовыми документами регулируется оценка стоимости бизнеса?
21. Какими документами регулируются технологии оценочных работ?
22. Каковы основные этапы стоимостной оценки предприятия (бизнеса) и их сущность?
23. Какие основные положения должен в обязательном порядке содержать отчет по оценке предприятия (бизнеса)?

Глава 2. СИСТЕМА ИНФОРМАЦИИ ДЛЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Для оценки бизнеса крайне необходимо обеспечить подготовку необходимой информационной базы. Информация, используемая в процессе оценки, должна отвечать требованиям достоверности, точности и комплексности. Она должна достоверно отражать ситуацию на предприятии, точно соответствовать целям оценки и комплексно учитывать внешние условия функционирования оцениваемого предприятия.

Существуют различные пути организации сбора и подготовки информации: хронологический, журналистский, логический.

Хронологический путь сбора информации предусматривает последовательный переход от прошлого к будущему (или от будущего к прошлому). Так, изучение производства при оценке должно начинаться с истории создания компании.

Журналистский путь предполагает размещение материала от более важного к менее важному. При анализе финансовой информации, как правило, не имеет смысла использовать всю ретроспективную информацию, а внимание следует акцентировать на наиболее важных пропорциях или коэффициентах.

Логический порядок предполагает распределение информации от общего к частному или от частного к общему. Прежде чем перейти к анализу оцениваемого предприятия, следует провести обзор информации по макроэкономической ситуации, позволяющий определить инвестиционный климат в отрасли.

Оценка бизнеса основана на анализе стоимости предприятия, как товара инвестиционного, т.е. с учетом прошлых затрат, текущего состояния и будущего потенциала. Для реализации такого комплексного подхода необходимо провести сбор и анализ большого количества информации, которую можно классифицировать следующим образом:

- **внешняя информация**, характеризующая условия функционирования предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом;
- **внутренняя информация**, дающая представление о деятельности оцениваемого предприятия.

В основе анализа этих информационных блоков должна лежать следующая последовательность инвестиционного анализа: макроэкономика – отрасль – предприятие.

2.1. Внешняя информация

Нормальное функционирование бизнеса основано на оптимальном сочетании объема продаж, получаемой прибыли и финансовых ресурсов для обеспечения запланированного роста, что в значительной степени определяется **внешними условиями** функционирования предприятия. К ним относятся макроэкономические и отраслевые факторы: уровень инфляции, темпы экономического развития страны, условия конкуренции в отрасли и т.д.

Информационный блок внешней информации характеризует условия функционирования предприятия в отрасли и экономике в целом.

Объем и характер внешней информации различаются в зависимости от целей оценки. При составлении отчета необходимо показать, что собранная и изученная оценщиком информационная база является необходимой и достаточной для итогового заключения о стоимости предприятия. Информацию следует давать в оптимальном объеме и ориентированной на оцениваемый объект.

Макроэкономические показатели должны содержать информацию о том, как сказывается или скажется на деятельности предприятия изменение макроэкономической ситуации, и характеризовать инвестиционный климат в отрасли. В зависимости от целей оценки макроэкономический обзор может выделяться как отдельный раздел отчета об оценке или рассматриваться в общем контексте отчета.

Факторы макроэкономического риска образуют систематический риск, возникающий из внешних событий, влияющих на рыночную экономику, устранение этого риска за счет **диверсификации** (сокращение риска с помощью портфельных инвестиций и приобретения широкого круга ценных бумаг) не представляется возможным.

Риск – степень определенности, которой характеризуется достижимость в будущем ожидаемых результатов. По определению, любое возможное отклонение от прогнозируемой величины есть отражение риска. Анализ фактора риска имеет субъективный характер. Уверенность в будущем росте предприятия определяет ее текущую стоимость выше по сравнению с аналитиком, составляющим пессимистичный прогноз. Дру-

гими словами, чем шире разброс ожидаемых будущих доходов вокруг наилучшей оценки, тем рискованнее инвестиции. Различия в оценках рисков ведут к множеству заключений о стоимости предприятия.

Текущая стоимость предприятия, деятельность которого связана с высоким риском, ниже, чем текущая стоимость аналогичного предприятия, но функционирующего в условиях меньшего риска. Чем выше оценка инвестором уровня риска, тем большую ставку дохода он ожидает. Большинство заказов на оценку связано с анализом закрытых предприятий, владельцы которых не диверсифицируют свои акции в той же мере, что и владельцы открытых компаний. Поэтому при оценке компаний закрытого типа наряду с анализом систематического риска должны учитываться факторы несистематического риска. К ним относятся отраслевые риски и риски инвестирования в конкретное предприятие.

Основные факторы макроэкономического риска:

- уровень инфляции;
- темпы экономического развития страны;
- изменение ставок процента;
- изменение обменного курса валют;
- уровень политической стабильности.

Инфляционный риск – это риск непрогнозируемого изменения темпов роста цен. Инвестор стремится получить доход, покрывающий инфляционное изменение цен. Высокая или непрогнозируемая инфляция может свести к нулю ожидаемые результаты производственной деятельности, обеспечивает перераспределение доходов в экономике и повышает предпринимательский риск. Результатом является занижение реальной стоимости предприятия.

В процессе оценки сопоставляются ретроспективные, текущие и будущие (прогнозируемые) данные. Стоимость предприятия, полученная в различные годы, может сравниваться только в том случае, если стоимость денежной единицы не меняется. Однако практически изменение стоимости денежной единицы происходит каждый год (как правило, в сторону повышения). Уровень цен измеряется в виде индекса, являющегося измерителем соотношения цен за разные периоды:

$$\textit{Индекс цен в текущем году} = \frac{\textit{Цена в текущем году}}{\textit{Цена в базовом году}} \times 100\%.$$

Индекс цен, рассчитанный по основной группе потребляемых товаров, может рассматриваться как показатель уровня цен в текущем году.

Пример. *Цена рыночной корзины в 2000 году составила 25,0 тыс. ед., а в 2005 году – 60,0 тыс. ед. Индекс цен 2005 года равен 140% (60,0:25,0× 100%).*

Инфляционный рост цен обусловливает необходимость учета номинальных и реальных величин.

Номинальная величина не скорректирована с учетом инфляции. Самый простой способ корректировки – разделить номинальную величину на индекс цен:

$$\textit{Реальная величина} = \frac{\textit{Номинальная величина}}{\textit{Индекс цен}}$$

В процессе оценки, кроме абсолютных величин, рассчитываются и относительные, например, ставка дисконта (*в %*). Она также может определяться как номинальная или реальная. В случае, если темп инфляционного роста цен в стране превышает *15%*, рекомендуется проводить пересчет с применением формулы Фишера:

$$R_r = \frac{R_n - i}{1 + i},$$

где R_r – реальная ставка дохода (дисконта);

R_n – номинальная ставка дохода (дисконта);

i – индекс инфляции.

Пример. *Требуемая инвестором ставка дохода в номинальном выражении равна 25%. Индекс цен в текущем году составил 15%. Рассчитаем реальную ставку дохода:*

$$(0{,}25 - 0{,}15) : (1 + 0{,}15) = 0{,}087\ (8{,}7\%).$$

Основные источники информации:

- программы правительства и прогнозы;
- периодическая экономическая печать.

Риск, связанный с изменением темпов экономического развития. Цикличность рыночной экономики определяет необходимость учитывать при расчетах общее состояние экономического развития и ожидаемые темпы экономического роста на ближайшую перспективу.

В периоды спада деловой активности снижается размер получаемой прибыли, увеличивается вероятность банкротства. Общие макроэкономические закономерности развития экономики необходимо учитывать при анализе конкретного предприятия и составлении прогнозов.

Основные источники информации:

- программы правительства;

- аналитические обзоры информационных, консалтинговых структур, органов власти и управления;
- периодическая экономическая печать.

Риск, связанный с изменением величины ставки процента. Движение процентной ставки является реакцией на проводимые меры макроэкономического регулирования и может приводить как к стимулированию инвестиционной активности, так и сдерживать увеличение совокупных расходов в экономике. В процессе оценки факторы систематического и несистематического риска взвешиваются при расчете ставок дисконта, коэффициента капитализации, рыночных мультипликаторов и т.д. В качестве безрисковой ставки в этих расчетах, как правило, принимаются ставки дохода по государственным долгосрочным ценным бумагам.

Основные источники информации:

- информационные и консалтинговые структуры;
- периодическая экономическая печать.

Риск, связанный с изменением валютного курса. Курсы валют меняются под влиянием экономических и политических факторов. Изменение валютного курса не точно отражает колебания розничных цен в стране, в то же время инфляционная корректировка финансовой информации в процессе оценки, как правило, проводится по колебаниям курса национальной валюты (приложение 1).

При составлении прогноза объемов продаж на конкретный год необходимо проводить расчеты, учитывающие прогнозируемые инфляционные ожидания.

Основные источники информации:

- программы правительства;
- информационные и консалтинговые структуры;
- периодическая экономическая печать.

Политический риск – это угроза активам, вызванная политическими событиями. Факторы политического риска определяются, как правило, на основе экспертных оценок, проводимых крупными фирмами или аналитическими агентствами.

Основные источники информации:

- данные аналитических обзоров;
- национальные информационные агентства;
- законодательство Республики Узбекистан.

Информационный блок **«внешняя информация»**, кроме макроэкономической информации, включает отраслевую: состояние и перспек-

тивы развития отрасли, в которой функционирует оцениваемое предприятие. Содержание данного раздела определяется степенью доступности отраслевых данных. В нем должны быть отражены: условия конкуренции в отрасли, рынки сбыта и возможные варианты использования производимой продукции; факторы, влияющие на потенциальный объем производимой продукции и динамику изменения спроса на нее. Условия функционирования предприятия в отрасли могут оказать серьезное влияние на итоговую величину стоимости.

Основные отраслевые факторы риска: нормативно-правовая база; рынки сбыта; условия конкуренции.

Направления сбора и анализа отраслевой информации можно представить в виде схемы (рис. 2-1).

Рис. 2-1. Направления анализа отраслевой информации

Нормативно-правовая база определяется с учетом наличия у предприятий ограничений для вступления в отрасль. Если существуют среднеотраслевые данные по основным финансовым коэффициентам, их необходимо использовать в ходе оценки. Сопоставление данных оцениваемого предприятия с аналогичными показателями других предприятий отрасли является важным этапом в отраслевом исследовании, поскольку позволяет определить рейтинг оцениваемого предприятия, сделать более достоверные прогнозы относительно прибыльности и требуемой величины затрат.

Основные источники информации:

- данные органов статистики;
- законодательство Республики Узбекистан;

- информационные отраслевые бюллетени;
- бизнес-план.

Рынки сбыта. Предложение, спрос, цена являются важными регуляторами рыночной экономики. Достижение сбалансированности между спросом и предложением определяет как общее макроэкономическое равновесие, так и особенности сбыта продукции. Для анализа выбранной предприятием стратегии сбыта товаров можно использовать четыре альтернативные стратегии:

1. Проникновение на уже сложившийся рынок с тем же продуктом, что и у конкурентов.
2. Развитие рынка за счет создания новых сегментов рынка.
3. Разработка принципиально новых товаров или модернизация существующих.
4. Диверсификация производимой продукции для освоения новых рынков.

В зависимости от стратегии сбыта товаров составляется прогноз объемов реализуемой продукции. Особого внимания оценщиков заслуживают ограничения в проведении выбранной стратегии: объем спроса и взаимоотношения с поставщиками.

Спрос – количество товаров и услуг, которое будет куплено по конкретной цене за определенный период. Спрос на товары в количественном выражении измеряется в обратной зависимости от цены при прочих равных условиях. Рыночная цена в конечном итоге устанавливается в результате взаимодействия спроса и предложения. Таким образом, объем спроса и цена – важные внешние ограничения при оценке текущего и будущего потенциалов предприятия.

Особого внимания в процессе сбора информации заслуживают отношения с поставщиками с точки зрения юридической определенности договоров и их надежности.

Целью сбора данной информации является определение потенциала отечественного (если необходимо, и зарубежного) рынка сбыта товара: объем продаж в текущих ценах, ретроспектива за последние 2-5 лет по оцениваемому предприятию, объем продаж в текущих ценах по конкурентам, прогнозы по расширению рынков сбыта в Республике Узбекистан и за ее пределами.

Основные источники информации:

- данные маркетинга оцениваемого предприятия;
- данные органов по статистике;

- отраслевые информационные издания;
- периодическая экономическая печать;
- бизнес-план;
- личные контакты.

Условия конкуренции. Рыночной экономике наиболее типичны рынки несовершенной конкуренции, на которых механизм свободного конкурентного ценообразования имеет серьезные ограничения. Оценка конкурентоспособности предприятия проводится с учетом типа рынка, а, следовательно, наличия ограничений для вступления в отрасль конкурентов, производящих товары-заменители. Анализ должен дополняться сведениями об объеме производства конкурирующего товара в натуральном и стоимостном выражениях, характеристикой продукции конкурентов (объем, качество обслуживания, цены, каналы сбыта, реклама), о доле реализуемой продукции в общем объеме отечественного производства в регионе или отрасли в целом, а также перечнем основных отечественных импортеров этого товара.

Основные источники информации:

- данные органов по статистике;
- данные маркетинга оцениваемого предприятия;
- фирмы-дилеры;
- таможенное управление;
- отраслевые информационные издания;
- бизнес-план.

Перечисленные информационные источники при анализе отраслевой информации имеют различную степень достоверности. Поэтому на один и тот же вопрос можно получить разные ответы.

2.2. Внутренняя информация

Внутренняя информация должна в полном объеме характеризовать деятельность оцениваемого предприятия, содержать максимально полные и точные данные о предприятии, чтобы понять его особенности.

Данный информационный блок включает:

- ретроспективные данные об истории предприятия;
- маркетинговую стратегию предприятия;
- характеристику поставщиков;
- производственные мощности;
- рабочий и управленческий персонал;

· внутреннюю финансовую информацию (данные бухгалтерского баланса, отчета о финансовых результатах и движении денежных средств за 3-5 лет);

· прочую информацию.

Если на предприятии разработан бизнес-план, то приводятся основные сведения о предприятии: виды деятельности, характеристика отрасли, основные показатели текущего финансового состояния предприятия и т.д. Кроме того, в бизнес-плане должны быть следующие данные: организационно-правовая форма, размер уставного капитала, сведения о владельцах наибольших долей уставного капитала, контрольных пакетов акций, принадлежность предприятия к концернам, ассоциациям, холдингам.

История предприятия. В этом разделе должна быть представлена информация о процессе производства продукции по каждому виду продукции, история становления и развития предприятия и т.д.

Маркетинговая стратегия предприятия. Маркетинговая стратегия предприятия определяется внешними факторами, о которых речь шла выше, а также периодом жизненного цикла производимых товаров (рис. 2-2) и наличием производственных мощностей.

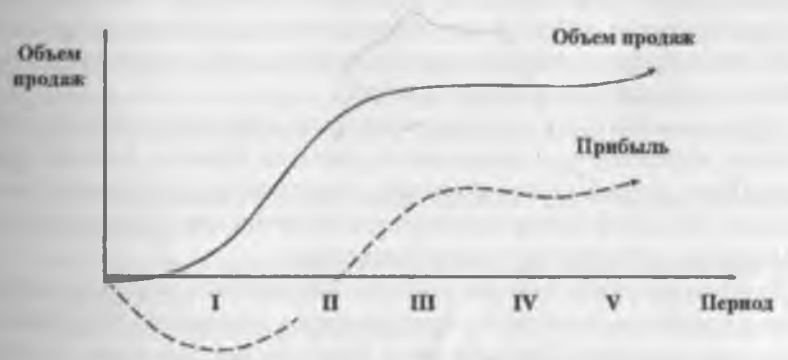


Рис. 2-2. Периоды жизненного цикла товара

I-II периоды – разработка и внедрение товара на рынок; **III** период – рост объемов продаж товара. Увеличение объемов сбыта продукции обеспечивает преодоление предприятием так называемой точки безубыточности. Условно-постоянные издержки фиксированы и выручка покрывает растущие переменные затраты; **IV** период – период насыщения рынка производимой продукцией, предельная отдача снижается; **V** период –

сокращение объемов реализации, необходимость выработки дальнейшей стратегии: модернизация выпускаемой продукции или освоение новой.

Анализируя маркетинговую стратегию предприятия, необходимо сопоставить информацию по:

- объемам продаж за прошлый (ретроспективный), текущий и прогнозируемый периоды;
- себестоимости реализованной продукции;
- ценам на товары и услуги, их динамике;
- прогнозу изменения объемов спроса;
- производственным мощностям.

Производственные мощности. Объем выпускаемой продукции определяется, с одной стороны, спросом на нее, а с другой – наличием производственных мощностей для ее производства. Поэтому, особенно при составлении прогнозов, должны учитываться данные о наличии производственных мощностей на предприятии с учетом будущих капиталовложений.

Рабочий и управленческий персонал. Данный фактор производства оказывает значительное влияние на величину стоимости предприятия. На предприятиях закрытого типа труд работников может частично компенсироваться его акциями (программа участия служащих в прибыли) и работники предприятия могут рассматриваться как совладельцы предприятия с определенным пакетом акций.

Управляющий предприятием может быть ключевой фигурой, обеспечивать эффективное управление и развитие бизнеса. Данный факт должен быть учтен в процессе оценки, в частности, при расчете ставок дисконта, так как в случае продажи предприятия его планы в отношении будущей деятельности могут измениться.

Важным аспектом анализа информации данного раздела является уровень заработной платы на предприятии в сравнении со среднеотраслевыми данными. Отклонение в большую или меньшую сторону должно рассматриваться с целью выявления особенностей оцениваемого бизнеса и оно также может корректироваться при нормализации отчетности.

Основные источники информации:

- бизнес-план;
- интервью с руководителем предприятия;
- данные маркетинга;
- ретроспективная финансовая отчетность.

Внутренняя финансовая отчетность. Целью использования и анализа текущей и ретроспективной финансовой информации является определение реального финансового состояния предприятия на дату оценки, действительной величины чистой прибыли, финансового риска и рыночной стоимости материальных и нематериальных активов.

В зависимости от целей оценки направления анализа финансового состояния предприятия могут изменяться. Так, если оценивается стоимость миноритарного (неконтрольного) пакета акций предприятия, то потенциального инвестора в большей степени будут интересовать прогнозная оценка рентабельности предприятия, его способности выплачивать дивиденды.

Основные документы финансовой отчетности, анализируемые в процессе оценки:

- бухгалтерский баланс;
- отчет о финансовых результатах;
- отчет о движении средств.

Кроме того, могут использоваться и другие официальные формы бухгалтерской отчетности, а также внутренняя отчетность предприятия.

На любом предприятии, особенно закрытого типа, для оценочных работ должна использоваться информация из набора важных документов, а также непосредственно от руководителей предприятия.

Целями работы по сбору внутренней информации являются:

- анализ истории предприятия с целью выявления будущих тенденций;
- сбор информации для прогнозирования объемов продаж, денежных потоков прибыли;
- учет факторов несистематического риска, характерных для оцениваемого бизнеса;
- анализ финансовой документации;
- интервью с руководителями и сбор дополнительной информации, позволяющей сделать оценку более реалистичной.

2.3. Подготовка финансовой документации в процессе оценки

Работа с внутренней финансовой документацией проводится по следующим направлениям:

- инфляционная корректировка;
- нормализация бухгалтерской отчетности;

- трансформация бухгалтерской отчетности;
- вычисление относительных показателей.

Инфляционная корректировка документации проводится в целях приведения ретроспективной информации за прошедшие периоды к сопоставимому виду, учета инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконта.

Простейшим способом корректировки является переоценка всех статей баланса по изменению курса сума относительно курса более стабильной валюты, в частности, американского доллара (приложение 5).

Пример. Оборудование было приобретено за 1 млн. сумов (курс сума по отношению к доллару на дату приобретения 500 : 1). На дату оценки курс сума к доллару составлял 600 : 1, следовательно, скорректированная стоимость покупки оборудования составляла:

$$\frac{600}{500} \times 1000000 = 1200000 \text{ сум.}$$

Этот способ имеет свои достоинства и недостатки. Главное достоинство – простота и возможность работы без большого объема дополнительной информации. С другой стороны, корректировка по курсу валюты дает неточные результаты в силу того, что курсовые соотношения сума и доллара не совпадают с их реальной покупательной способностью.

Более точной является переоценка статей актива и пассива баланса по колебаниям уровней товарных цен. Она может быть ориентирована как на товарную массу в целом, так и на каждый конкретный товар или товарную группу.

Распространенным методом освобождения финансовой отчетности от инфляции является **метод учета изменения общего уровня цен**.

Использование данного метода позволяет абстрагироваться от материально-вещественной структуры активов предприятия и делать упор на общей оценке всего предприятия с учетом покупательной способности денежной единицы и ее колебаний во времени, отражающих изменение среднего уровня цен. Этот метод заключается в том, что различные статьи финансовых отчетов рассчитываются в денежных единицах одинаковой покупательной силы (в сумах базового или текущего периода на отчетную дату). Для пересчетов используется либо индекс динамики валового национального продукта, либо индекс потребительских или оптовых цен. Универсальная формула пересчета ста-

тей баланса и финансовых отчетов в денежные единицы одинаковой покупательной силы имеет следующий вид:

$$B_{н} = \frac{B_{б}}{i_1 : i_0},$$

где $B_{н}$ – реальная величина статьи, скорректированной по уровню инфляции, сум;

$B_{б}$ – номинальная величина статьи по данным бухгалтерского учета и отчетности, сум;

i_1 – индекс инфляции на момент или за период анализа;

i_0 – индекс инфляции в базовом периоде или на начальную дату отслеживания величины статьи баланса.

Инфляционной корректировке по индексам $(i_1:i_0)$ должны подвергаться лишь так называемые неденежные статьи: основные средства (в том числе нематериальные активы), производственные запасы, незавершенное производство, готовая продукция, малоценные и быстроизнашивающиеся предметы, обязательства, которые должны быть погашены поставкой определенных товаров и (или) оказанием определенных услуг. Денежные статьи (денежные средства, дебиторская и кредиторская задолженность, кредиты, займы, депозиты, финансовые вложения) независимо от изменения общего уровня цен инфляционной корректировке не подлежат. В данном случае речь не идет о нормализующих корректировках отчетности в процессе оценки.

На практике пересчет по индексу изменения общего уровня цен осуществляется в несколько этапов. На первом – составляют финансовую отчетность в учетных ценах, т.е. с использованием первоначальных оценок. На втором – проводят классификацию всех статей отчетности на денежные и неденежные. На третьем – денежные статьи пересчитываются по текущим ценам с помощью общих индексов цен, взятых по годам приобретения активов (возникновения обязательств). Баланс по активу и пассиву достигается регулированием статьи «Нераспределенная прибыль». На четвертом этапе составляют переоцененную отчетность и рассчитывают прибыль (убыток) от изменения покупательной способности денежной единицы. Определяют ее с помощью общего индекса цен путем пересчета денежных активов и обязательств на начало и конец года и последующего их сравнения (приложение 5).

Оценка неденежных активов (обязательств) в денежных единицах одинаковой покупательной силы осуществляется следующим образом.

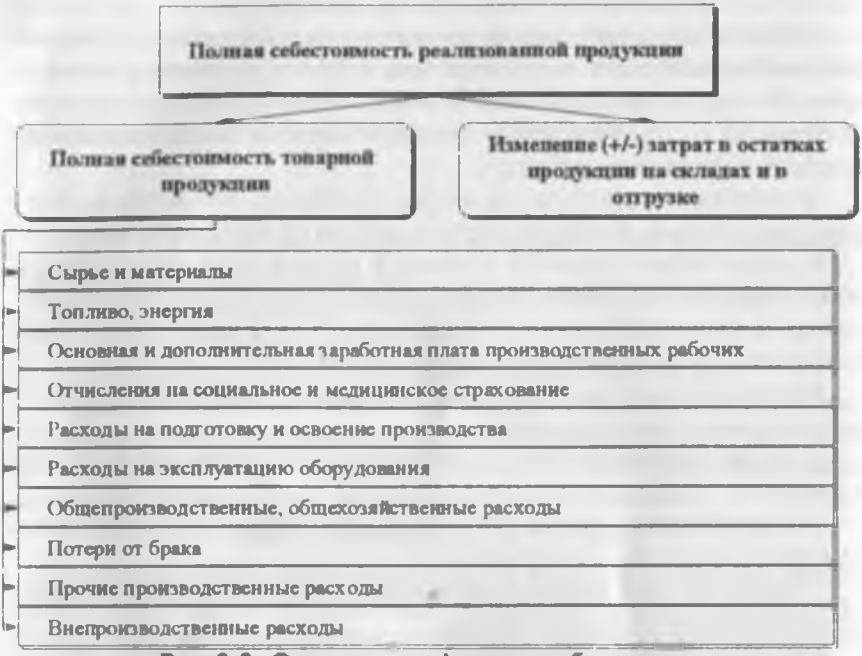


Рис. 2-3. Формирование факторов себестоимости

потока становится следующим критерием при принятии инвестиционного решения.

Если ожидаемая будущая прибыль играет решающую роль в процессе оценки, то важно принимать этот показатель как отражение экономического дохода, получаемого предприятием. Именно с этой целью и проводится нормализация финансовой отчетности в процессе оценки. Ниже приводится пример нормализации и корректировки на нетипичные расходы по одному из предприятий (табл. 2-1).

Долгосрочные финансовые вложения предприятия представлены средствами, потраченными на приобретение имущества, не имеющего отношения к основной производственной деятельности и они были исключены в ходе нормализации. В итоге был получен нормализованный бухгалтерский баланс, скорректированный на расходы, не относящиеся к оцениваемому бизнесу.

Изменения, полученные при корректировке баланса, нашли отражение и в отчете о финансовых результатах. При этом, корректировке могли подвергнуться и расходы, превышающие средние значения по анало-

гам (табл. 2-2, 2-3 и 2-4). Нормализованный доход был рассчитан с учетом нетипичных расходов, не относящихся к основной деятельности.

Отчет о финансовых результатах после нормализации представлен в табл. 2-4.

Корректировка метода учета операций. На величину прибыли и денежных потоков большое влияние оказывают методы учета запасов и начисления амортизации.

В практике могут быть приняты следующие методики учета запасов:

- по средней себестоимости;
- по себестоимости первых по времени закупок – первым получен, первым отгружен;

Таблица 2-1

Нормализация бухгалтерского баланса на начало и конец периода

(Усл. единицы)

Показатели	Данные бухгалтерского баланса		Корректировка		Нормализованный бухгалтерский баланс	
	На начало периода	На конец периода	На начало периода	На конец периода	На начало периода	На конец периода
1. Текущие активы (current assets), всего	734607	776092			734607	776092
2. Внеоборотные активы						
В том числе:						
Основные средства за вычетом износа (net fixed assets)	758180	809594			758180	809594
Долгосрочные финансовые вложения (long term financial investments)	105139	100410	- 105139	- 100410	-	-
Прочие активы (other assets)	6413	13230			6413	13230
Всего внеоборотных активов	869732	923234			764593	
Пассивы, всего	1604339	1669326	- 105139	- 100410	1499200	1598916
1. Текущие обязательства (current liabilities)	660314	561727			660314	561727
2. Долгосрочный долг (long term debt)	274987	174056			274987	174056
3. Собственный капитал (stockholders equity)	669041	963543	- 105139	- 100410	563902	863133
Пассивы, всего	1604339	1669326	- 105139	- 100410	1499200	1598916

• по себестоимости последних по времени закупок – последним получен, первым отгружен.

Оценка запасов методом первых покупок основана на допущении того, что ресурсы, первые поступившие в производство (продажу), должны быть оценены по себестоимости первых по времени закупок, с учетом стоимости ценностей, числящихся на начало месяца.

Таблица 2-2

Отчет о финансовых результатах

(Усл. единицы)

Показатели	На конец периода
Нетто-выручка от реализации (net sales)	7 147 474
Себестоимость реализованной продукции (cost of sales)	3 794 476
Валовая прибыль (gross profit)	3 352 998
Операционные расходы (operating expenses)	2 640 707
Прибыль до выплаты процентов и налогообложения (profit before interests & taxes)	712 291
Выплата процентов (interests expense)	59 674
Прибыль до налогообложения (profit before taxes)	652 617
Налог на прибыль (taxes)	282 053
Чистая прибыль (net profit)	370 564

Таблица 2-3

Корректировка отчета о доходах

(Усл. единицы)

Показатели	На конец периода
Чистая прибыль (по данным бухгалтерской отчетности)	370 564
+ Расходы на выплату налогов	282 053
+/- Корректировка по расходам:	
+ Реально выплаченная заработная плата	356 725
- Признаны обоснованными выплатами	313 500
+ Расходы на выплату заработной платы, превышающие среднеотраслевые значения	41 153
+ Расходы по хранению имущества, не имеющего отношения к деятельности	7 600
Нормализованный доход до выплаты налогов	744 595
- Расходы на выплату налогов	320 177
Нормализованный чистый доход	424 418

Таблица 2-4

Нормализованный отчет о финансовых результатах

(Усл. единицы)

Показатели	На конец периода
Нетто-выручка от реализации (net sales)	7 147 474
Себестоимость реализованной продукции (cost of sales)	3 794 476
Валовая прибыль (gross profit)	3 352 998
Операционные расходы (operating expenses)	2 548 729
Прибыль до выплаты процентов и налогообложения (profit before interests & taxes)	804 269
Выплата процентов (interests expense)	59 674
Прибыль до налогообложения (profit before taxes)	744 595
Налог на прибыль (taxes)	320 177
Чистая прибыль (net profit)	424 418

Метод последних покупок основан на допущении того, что ресурсы, первые поступившие в производство (продажу), должны быть оценены по себестоимости последних в последовательности по времени закупок.

При росте цен метод последних покупок уменьшает налогооблагаемую прибыль и с этой точки зрения в условиях инфляции является более предпочтительным.

Пример.

Время	*Запасы*	
01.09	*100 кг x 10 тыс. сумов*	*= 1000 тыс. сумов*
10.09	*50 кг x 15 тыс. сумов*	*= 750 тыс. сумов*
20.09	*100 кг x 25 тыс. сумов*	*= 2500 тыс. сумов*
Итого	*250 кг*	*= 4250 тыс. сумов*

Допустим, что за анализируемый период было израсходовано 200 кг запасов.

Средняя фактическая себестоимость:

4250/250 x 200 = 3400 тыс. сумов.

Себестоимость реализованной продукции по методу первых закупок:

100 x 10 + 50 x 15 + 50 x 25 = 3000 тыс. сумов.

двумя системами учета существуют различия. Среди них есть формальные различия:

- по составу отчетности (отчетность западных предприятий содержит изменения собственного капитала и соответствующие примечания);
- по принципу построения основных показателей (баланс отечественных предприятий построен по принципу возрастания ликвидности, в то время как баланс западных предприятий по убыванию ликвидности).

В то же время существуют и принципиальные отличия. Основным органом, регламентирующим формирование системы бухгалтерского учета в республике, является Министерство финансов Республики Узбекистан – государственная структура, которая при выработке учетной модели руководствуется интересами государства. Поэтому отчетность направлена, прежде всего, на предоставление информации государственным органам с целью обеспечения ими функций контроля за налоговыми платежами в бюджет.

Международные стандарты учета разработаны Международным комитетом по бухгалтерским стандартам – независимой организацией. В соответствии с этими стандартами задачей финансовой отчетности является предоставление информации о финансовом положении, результатах деятельности предприятия, что является полезным при принятии экономических решений для широкого круга пользователей.

Следовательно, цели отчетности принципиально отличаются, что обусловливает расхождения по ряду позиций.

Себестоимость реализованной продукции. В отечественной отчетности о финансовых результатах себестоимость реализованной продукции может включать часть общехозяйственных расходов, т.е. расходов на управление. В соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета себестоимость включает только прямые и накладные производственные затраты. В случае продажи продукции ниже ее себестоимости без достаточных оснований предприятие платит налог на прибыль с суммы разницы между рыночной ценой и ценой реализации. Такой подход неприемлем для международных бухгалтерских стандартов.

Общехозяйственные расходы (управленческие расходы). Общехозяйственные расходы могут распределяться между себестоимостью реализованной продукции, незавершенным производством и готовой продукцией, и поэтому, соответственно, отсутствовать в отчете о прибылях и убытках. В условиях увеличения остатков товаров на складах при трудностях со сбытом такое распределение общехозяйственных расходов позволяет предпри-

ятиям формально увеличивать прибыль за счет оседания части общехозяйственных расходов в составе готовой продукции на складе.

Состав управленческих расходов. В состав управленческих расходов включаются проценты по кредитам банка. В соответствии с международным подходом они выделяются отдельной строкой в отчете о прибылях и убытках. Некоторые расходы при выплате процентов могут погашаться за счет прибыли, остающейся в распоряжении предприятия после налогообложения (в частности, проценты по кредитам банка на строительство объектов, уплаченные после введения в эксплуатацию основных средств). В отчетности резерв безнадежных долгов не включается в состав управленческих расходов. Эти суммы показываются в составе прочих внереализационных расходов. Кроме того, часть расходов, относящихся к управленческим, погашается за счет прибыли, остающейся в распоряжении предприятия после выплаты налогов (в частности, расходы по содержанию центров подготовки кадров, сверхнормативные расходы на подготовку кадров и др.).

Часть расходов, понесенных предприятием в отчетном периоде, списывается за счет прибыли, остающейся в его распоряжении, что не допускается международными бухгалтерскими стандартами. Это расходы социального характера, финансируемые за счет фонда потребления, расходы на благотворительные цели, комиссионные, выплачиваемые банкам за посреднические услуги при приобретении основных средств, затраты по подбору кадров.

Большую группу затрат представляют налоги (на превышение фонда оплаты труда сверх нормируемой величины, налог на перепродажу автомобилей, списание НДС по имуществу, приобретенному за счет фондов специального назначения и др.) и штрафы по актам налоговой инспекции, пенсионного фонда и др.

Нераспределенная прибыль представляет собой разницу между суммой прибыли до налогообложения и налогом на прибыль и расходами, погашаемыми за счет прибыли (включая отчисления в фонды специального назначения: фонд потребления, фонд социальной сферы, фонд накопления), остающейся в распоряжении предприятия. Использование средств двух последних фондов на приобретение имущества на счетах бухгалтерского учета не отражается. В соответствии с международными бухгалтерскими стандартами нераспределенная прибыль отчетного года определяется как разница между прибылью до налогообложения и налогом на прибыль.

Отечественные нормы начисления амортизации значительно ниже используемых в международной практике. Так, норма амортизации по компьютерной технике составляет 11-12 %, в соответствии с международным подходом – 20 %.

Для того чтобы снизить влияние инфляции на достоверность отчетных данных об имущественном состоянии предприятия производится дооценка только основных средств на основе либо коэффициентов пересчета, либо данных риэлтерских фирм или производителей о рыночной стоимости аналогичного имущества. Однако такая дооценка не позволяет выявить влияние инфляции на другое имущество, находящееся в распоряжении предприятия, и финансовые результаты. В международной практике рекомендуется использовать индекс общего уровня цен для переоценки имущества и финансовых результатов. В республике пока такого показателя нет, что вынуждает аудиторские компании при проведении трансформации отчетности использовать стабильную валюту (например, доллар США).

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

2.5. Вычисление относительных показателей в процессе оценки

Ретроспективная финансовая отчетность за последние 3-5 лет анализируется с целью определения будущего потенциала бизнеса на основе его текущей и прошлой деятельности. При этом желательно использовать отчетность, прошедшую аудиторскую проверку. В любом случае (есть заключение аудитора или нет) в отчете данная информация должна быть отражена.

Вертикальный и горизонтальный анализы финансовой документации являются частью экспресс-анализа финансового состояния предприятия и позволяют увидеть в динамике происходящие изменения в структуре капитала предприятия, источниках финансирования, доходности и т.п.

Вертикальный анализ – представление данных различных статей баланса, отчета о финансовых результатах и др. в процентах от общей суммы средств предприятия и сопоставимых данных. Оперирование относительными показателями позволяет избежать инфляционной корректировки ретроспективной финансовой документации.

Горизонтальный анализ – представление данных в виде индексов по отношению к базисному году или процентное изменение по статьям за анализируемый период и сопоставление полученных данных (табл. 2-5).

Таблица 2-5

Данные бухгалтерской отчетности в сопоставимом виде для оценки бизнеса

(Ф. № 1 и ф. № 2)

Показатели	На начало года		На конец года	
	сумов	%	сумов	%
БАЛАНС	548715121	100	564478959	100
I. Внеоборотные активы – всего	456313002	83,00	458158881	81,00
В том числе имеет основные средства	383613755	69,90	382791434	67,80
II. Оборотные активы – всего	92302822	16,80	106320390	18,70
В том числе:				
Запасы	50758467	9,30	59104565	10,50
Дебиторская задолженность	37943611	6,90	39953350	7,10
Денежные средства	329229	0,60	451583	0,80
III. Капитал и резервы	450456588	82,10	450467662	79,80
IV. Долгосрочные пассивы	11177921	2,00	11068897	1,96
V. Краткосрочные пассивы	87041475	15,90	102942399	18,20
Выручка (нетто) от реализации	53520338	100	61923037	100
Себестоимость реализации товаров	25743283	48,10	24397676	39,40
Прибыль от реализации	26599608	49,70	36919360	60,60
Прибыль после уплаты налогов	4923871	9,20	5387304	8,70

Если эту таблицу дополнить данными за несколько прошедших лет, то можно сделать вывод о динамике происходивших изменений в структуре активов, пассивов и финансовых результатов.

По данным отчетности на начало и конец периода можно сделать следующие выводы: значительную долю активов составляют основные средства (более 80 %), что связано с особенностями производственного цикла на предприятии; доля оборотных активов несколько увеличилась (с 16,8 до 18,7 %), значительная величина их аккумулируется в запасах; доля наиболее ликвидных активов низка. Величина собственных оборотных средств (собственные средства с учетом долгосрочной задолженности минус основные средства и иные внеоборотные активы) на конец периода составила:

$$(450467662 + 11068897) - 458158881 = 3377678$$

или *текущие (оборотные активы) минус текущие обязательства:*

$$106320390 - 102942399 = 3377991.$$

Управление собственными оборотными средствами на предприятии осуществляется постоянно и от этого во многом зависит результат всей текущей его деятельности. Соотношение в структуре баланса между основными и оборотными активами меняется в зависимости от отраслевой принадлежности предприятия. Так, в сфере обслуживания основную долю активов составляют оборотные средства, наоборот, у предприятий с продолжительным операционным циклом основную долю активов составляют основные средства (как в приведенном примере). Структура источников: 20 % - собственные средства; 18 % - краткосрочные обязательства.

При снижении себестоимости реализации товаров обращает на себя внимание сокращение прибыли после выплаты налогов за анализируемый период, что может свидетельствовать об увеличении операционных внереализационных расходов, а также налоговых выплат.

При анализе структуры активов и пассивов предприятия особое внимание должно уделяться:

- соотношению между собственными и заемными средствами;
- обеспеченности запасов и затрат собственными источниками (анализ собственного оборотного капитала);
- структуре кредиторской и дебиторской задолженности;
- анализу ликвидности баланса (ликвидность определяется покрытием обязательств предприятия его активами, срок превращения которых в деньги соответствует сроку погашения обязательств);
- удельному весу наиболее ликвидных активов (наиболее ликвидные активы – денежные средства и ликвидные ценные бумаги – должны быть больше или равны наиболее срочным обязательствам).

При анализе отчета о финансовых результатах особое внимание должно уделяться:

- соотношению выручки от реализации, себестоимости и прибыли предприятия за анализируемый период;
- выявлению тенденции в уровне доходов на предприятии.

Расчет сводной таблицы финансовых коэффициентов. С помощью анализа финансовых коэффициентов финансовых отчетов можно выявить:

- сильные и слабые стороны данного бизнеса;
- диспропорции в структуре капитала;
- уровень риска при инвестировании средств в данный бизнес;
- базу для сравнения с предприятиями-аналогами.

Финансовый коэффициент – отношение одного бухгалтерского показателя к другому. В целях финансового анализа можно использовать

большое количество коэффициентов, однако следует выбирать наиболее важные с учетом целей оценки. Важным требованием использования коэффициентов в сравнительном подходе является единая методика расчетов по сравнению с предприятиями-аналогами. Рассмотрим наиболее важные группы показателей[1].

Показатели ликвидности. Коэффициенты ликвидности применяются для оценки способности предприятия выполнять свои краткосрочные обязательства. Все рассчитанные коэффициенты, как правило, сравниваются со среднеотраслевыми показателями, хотя существуют и общие нормативы.

Коэффициент покрытия показывает, сколько сумов текущих активов предприятия приходится на 1 сум текущих обязательств. Ориентировочное нижнее значение показателя – 2.

$$\textit{Коэффициент покрытия} = \frac{\textit{Текущие активы}}{\textit{Текущие обязательства}}.$$

Рассчитаем значение коэффициента по данным табл. 2-5 на конец периода:

$$106320390 : 102942399 = 1{,}03.$$

В этом показателе не учитывается степень ликвидности отдельных компонентов оборотного капитала, поэтому необходимо рассчитать коэффициенты быстрой и абсолютной ликвидности.

Коэффициент быстрой ликвидности показывает, какие средства могут быть использованы, если срок погашения всех или некоторых текущих обязательств наступит немедленно.

При расчете данного коэффициента не учитываются товарно-материальные запасы, так как их перевод в денежные средства осуществляется, как правило, значительно медленнее, чем других видов оборотных средств. К денежным средствам и дебиторской задолженности в числителе можно добавить легкореализуемые ценные бумаги. Ориентировочное нижнее значение коэффициента – 1.

$$\textit{Коэффициент быстрой ликвидности} = \frac{\textit{Денежные средства} - \textit{Дебиторская задолженность}}{\textit{Текущие обязательства}}$$

$$\frac{106320390 - 59104656}{102942399} = 0{,}46.$$

[1] Формулы для расчета рассматриваемых коэффициентов приведены в табл. 2-7.

Коэффициент абсолютной ликвидности показывает, какая часть краткосрочных обязательств может быть погашена немедленно. Ориентировочное нижнее значение коэффициента – 0,2.

$$\text{Коэффициент абсолютной ликвидности} = \frac{\text{Денежные средства + Легкореализуемые ценные бумаги}}{\text{Текущие обязательства}}$$

По данным табл. 2-5 на конец периода:

$$\frac{451583}{102942399} = 0{,}004.$$

Все значения рассчитанных показателей ликвидности ниже нормативных, что потребует анализа причин данного состояния. Однако более показательным было бы сравнение со среднеотраслевыми показателями.

Показатели оборачиваемости активов (деловой активности). Данные показатели позволяют изучить отдельные компоненты оборотных средств. Несмотря на то, что в отечественной практике эти показатели относятся к группе показателей деловой активности, они также отражают ликвидность предприятия. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности показывает количество оборотов дебиторской задолженности за год.

Медленная оборачиваемость дебиторской задолженности, с одной стороны, ограничивает краткосрочную ликвидность предприятия, с другой стороны, короткий период сбора задолженности может указывать на кредитную политику, ограничивающую продажу. Ориентировочное нормативное значение коэффициента – 8 (45 дней).

$$\text{Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности} = \frac{\text{Нетто – выручка от реализации за год}}{\text{Дебиторская задолженность}}.$$

Величина дебиторской задолженности может рассчитываться на конец периода или как среднее на начало и конец периода (в случае значительного изменения объема продаж в течение года). Можно рассчитать средний период погашения дебиторской задолженности в днях:

$$\text{Период погашения дебиторской задолженности} = \frac{\text{Дебиторская задолженность} \cdot 360}{\text{Нетто – выручка от реализации}}.$$

Период погашения дебиторской задолженности показывает среднее число дней, в течение которых счета кредиторов остаются неоплаченными.

По данным табл. 2-5 на конец периода:

$$39953350 : 61923399 \times 360 = 240 \text{ дней}.$$

Данная статья активов в процессе нормализации должна быть глубоко проанализирована.

Коэффициент оборачиваемости запасов показывает скорость, с которой запасы переходят в разряд дебиторской задолженности в результате продажи готовой продукции:

$$\textit{Коэффициент оборачиваемости запасов} = \frac{\textit{Себестоимость реализованной продукции}}{\textit{Стоимость запасов}}.$$

Стоимость запасов рассчитывается как средняя на начало и конец периода или на конец периода (если нет значительного изменения запасов за год).

Медленная оборачиваемость товарно-материальных запасов указывает на наличие устаревших запасов. В то же время высокий показатель оборачиваемости запасов может быть связан с их дефицитом. Ориентировочное нормативное значение показателя – 3,5.

$$\textit{Оборачиваемость запасов в днях} = \frac{360}{\textit{Коэффициент оборачиваемости запасов}}.$$

По данным табл. 2-5:

$$360/24\,397\,676 : 59\,104\,565 = 900 \text{ дней}.$$

Вероятно, на складах предприятия скопились большие запасы. Если это не устаревшие запасы, которые нужно списывать, данный факт в условиях инфляции может положительно повлиять на деятельность предприятия; цены текущего года значительно выше прошлого, значит, предприятие получает дополнительную прибыль за счет снижения себестоимости продукции.

Коэффициент использования собственного оборотного капитала показывает эффективность использования текущих активов:

$$\textit{Коэффициент использования собственного оборотного капитала} = \frac{\textit{Нетто – выручка от реализации}}{\textit{Собственный оборотный капитал}}.$$

Высокое значение данного коэффициента свидетельствует об эффективном использовании текущих активов: быстрая оборачиваемость дебиторской задолженности и запасов. В то же время повышение значения коэффициента связано с риском краткосрочной неплатежеспособности. Если объем реализации растет, при этом период сбора дебиторской задолженности и оборачиваемость запасов не меняются, то собственный оборотный капитал должен увеличиваться.

По данным табл. 2-5:

61 923 037/3 377 678 = 18,3.

Коэффициенты структуры баланса. С помощью коэффициентов структуры баланса анализируется ликвидность предприятия в долгосрочном периоде.

Коэффициент концентрации привлеченного капитала показывает процент заемных средств от всей суммы активов:

$$\textit{Коэффициент концентрации привлечённого капитала} = \frac{\textit{Общая сумма задолженности}}{\textit{Всего активов}}.$$

По данным табл. 2-5:

(102 942 399+11 068 897)/564 478 959=0,2 или 20%.

В процессе вертикального анализа эти пропорции уже были рассчитаны.

Следующий коэффициент непосредственно связан с коэффициентом концентрации (1 – коэффициент концентрации) и в сводной таблице финансовых коэффициентов бывает достаточно рассчитать значение одного из показателей.

Коэффициент автономии показывает процент собственных средств от всей суммы активов:

$$\textit{Коэффициент автономии} = \frac{\textit{Собственные средства}}{\textit{Всего активов}}.$$

По мере приближения значения коэффициента к 1 уменьшается риск невыполнения предприятием своих долговых обязательств. Ориентировочное нормативное значение коэффициента – 0,5 – 0,7.

По данным табл. 2-5 капитал и резервы составляют 79,8 % валюты баланса.

Влияние структуры издержек предприятия на доходность анализируется с помощью показателей *левереджа*.

Левередж (рычаг) – показатель качества управления активами, направленного на возрастание прибыли.

Операционный (производственный) рычаг – показатель операционного (производственного) риска.

Операционный риск – неопределенность, связанная с получением дохода и обусловленная двумя факторами: колебанием объемов реализации и уровнем условно-постоянных издержек.

Любое изменение объема продаж (выручки от реализации) вызывает еще большее изменение прибыли. При снижении объемов производ-

ства на 1 % убытки увеличиваются на несколько процентов, так как доля условно-постоянных затрат в составе издержек не меняется даже в случае остановки производства.

Все расходы можно разделить на условно-переменные и постоянные.

Условно-переменные расходы изменяются пропорционально объемам производства; составляют технологическую себестоимость и учитываются как прямые расходы.

Постоянные расходы остаются постоянными в рамках отчетного периода или определенных пределов роста объемов продукции; составляют периодические накладные расходы и учитываются как косвенные расходы в себестоимости.

Таким образом, постоянные расходы отражают эффективность управления хозяйственной деятельностью; к ним относятся амортизация, оплата руководителей предприятия, реклама и т.д.

Взаимосвязь между себестоимостью, объемом продаж и прибылью является важной пропорцией, изучаемой в процессе оценки.

$$\textit{Коэффициент операционного рычага} = \frac{\textit{Процентное изменение прибыли до выплаты процентов и налогообложения (прибыль от реализации)}}{\textit{Процентное изменение нетто-выручки от реализации}}.$$

Результат показывает, что изменение в объеме реализации на 1 % приведет к изменению прибыли до выплаты процентов и налогообложения на величину, равную коэффициенту операционного (производственного) рычага. Чем выше удельный вес постоянных затрат, тем выше левередж и риск.

По данным табл. 2-5:

$$\frac{(36919360 - 26599608)\ 26599608}{(61923037 - 53520338)\ 53520338} = 2{,}47.$$

Кроме операционного (производственного) риска анализируется финансовый риск.

Финансовый риск – риск, связанный с возможным недостатком средств для выплаты по долгосрочным ссудам и займам. Возрастание финансового риска характеризуется повышением финансового левереджа.

Финансовый левередж – потенциальная возможность влиять на прибыль предприятия путем изменения объема и структуры долгосрочных обязательств; обусловлен риском, связанным с недостатком

средств для выплаты акционерам, в связи с необходимостью обслуживания долга.

Существуют две концепции финансового рычага:

- финансовый рычаг рассчитывается как процентное изменение чистой прибыли на акцию, порождаемое процентным изменением прибыли до уплаты процента и налогообложения (коэффициент финансового рычага);
- финансовый рычаг рассматривается как приращение к рентабельности собственных средств, получаемое за счет использования заемных средств.

$$\text{Коэффициент финансового рычага} = \frac{\text{Процентное изменение прибыли после налогообложения (чистая прибыль)}}{\text{Процентное изменение прибыли до выплаты процентов и налогов (прибыль от реализации)}}.$$

Чем выше финансовый рычаг, тем выше риск, так как увеличивается вероятность получения меньших доходов для акционеров.

По данным табл. 2-5:

$$\frac{(5387304 - 4923871)/4923871}{(36919360 - 26599608)\ 26599608} = 0{,}24.$$

Изменение рентабельности собственных средств за счет привлечения заемных средств – изменение величины налогооблагаемой прибыли за счет выплат по процентам.

$$\text{Рентабельность собственных средств} = \frac{\text{Прибыль после выплаты процентов и налогов (чистая прибыль)}}{\text{Собственные средства}}.$$

Пример. Рассмотрим два предприятия: первое финансируется только за счет собственных средств; второе – с привлечением заемных средств (50 %) (табл.2.6).

Рентабельность собственных средств предприятия 2 повысилась из-за сокращения налогооблагаемой базы. В то же время сокращение прибыли от реализации может привести к обратному результату: выплата по долговым обязательствам сведет к минимуму прибыль, остающуюся в распоряжении предприятия или предприятие не сможет выполнить обязательства перед кредиторами.

Таблица 2-6

Влияние источников финансирования на рентабельность собственных средств

Показатели	Предприятие 1	Предприятие 2
Собственные средства	50000	25000
Долгосрочная задолженность	-	25000
Прибыль от реализации	80000	80000
Выплата процентов	-	20000
Прибыль до налогообложения	80000	60000
Налог на прибыль	28000	21000
Прибыль после налогообложения	52000	39000
Рентабельность собственных средств	1,04	1,56

Показатели рентабельности. Данная группа показателей дает представление об эффективности хозяйственной деятельности предприятия. Можно выделить две группы показателей, которые характеризуют:

- рентабельность продаж;
- рентабельность части активов или совокупных активов.

Рентабельность продаж – отношение прибыли к нетто-выручке от реализации. В зависимости от целей оценки и данных по сопоставимым предприятиям можно рассчитывать рентабельность продаж с меняющимся числителем.

Рентабельность продукции показывает удельный вес прибыли до выплаты процентов и налогов в каждом суме оборота:

$$\textit{Рентабельность продукции} = \frac{\textit{Прибыль до выплаты процентов и налогов (прибыль от реализации)}}{\textit{Нетто – выручка от реализации}}.$$

Этот коэффициент свидетельствует об эффективности не только хозяйственной деятельности, но и ценообразования.

По данным табл. 2-5:

$$36919360 / 61923037 = 0{,}6.$$

$$\textit{Коммерческая маржа} = \frac{\textit{Прибыль после выплаты налогов (чистая прибыль)}}{\textit{Нетто – выручка от реализации}}$$

По данным табл. 2-5:

$$5387304 / 61923037 = 0{,}087.$$

Продолжение табл. 2-7

Коэффициент	Формула расчета	Источник данных
Концентрация привлеченного капитала	Общая сумма задолженности / Всего активов	стр.600 / стр.780 (ф.№1)
Автономии	Собственные средства / Всего активов	стр.480 / стр.780 (ф.№1)
Операционного рычага	Процентное изменение прибыли до выплаты процентов и налогов / Процентное изменение нетто – выручки от реализации	стр.240 / стр.010 (ф.№2)
Финансового рычага	Процентное изменение прибыли после налогообложения / Процентное изменение прибыли до выплаты процентов и налогов	стр.270 / стр.240 (ф.№2)
Рентабельность продукции	Прибыль до выплаты процентов и налогов / Нетто – выручка от реализации	стр.240 / стр.010 (ф.№2)
Коммерческая маржа	Прибыль после выплаты налогов (чистая прибыль) / Нетто – выручка от реализации	стр.270 / стр.010 (ф.№2)
Прибыль на акцию	Чистая прибыль – Дивиденды по привилегированным акциям / Общее число обыкновенных акций	На основе бухгалтерского отчёта

Коэффициент	Формула расчета	Источник данных
Цена: прибыль на акцию	*Рыночная цена обыкновенной акции* / *Прибыль на одну обыкновенную акцию*	*Данные по аналогам*
Дивидендный доход	*Дивиденд на одну обыкновенную акцию* / *Рыночная цена акции*	*Данные по аналогам*
Балансовая стоимость акции	*Собственные средства* / *Количество выпущенных обыкновенных акций*	*На основе бухгалтерского отчёта*

ции по бухгалтерскому учету и отчетности предприятия представляют собой один из сложных и ответственных этапов стоимостной оценки предприятия (бизнеса). К сожалению, в настоящее время эта работа при оценке предприятий (бизнеса) в полном объеме еще не проводится. Причины сдерживающие этот процесс следующие:

- отсутствие необходимой информационно-аналитической базы;
- недооценка значимости этой работы в достоверности оценочных услуг со стороны участников рынка материальных и нематериальных активов;
- недостаточный уровень квалификации кадров, занятых оценочной деятельностью.

Выполнение в неполном объеме обработки статико-аналитической информации по оцениваемому предприятию (бизнесу) зачастую влечет за собой занижение результатов его стоимостной оценки доходным подходом, затрудняет учет специфических особенностей этого предприятия при его оценке сравнительным подходом.

Исходя из международных требований, по мере формирования информационно-аналитической базы оценочных работ, накопления опыта стоимостной оценки предприятий (бизнеса), выполнение в полном объеме обработки, нормализации и трансформации документации по бухгалтерскому учету и отчетности оцениваемого предприятия, будет непременным условием качественного предоставления оценочных услуг.

Контрольные вопросы

1. Каким требованиям должна отвечать система информации, используемая в процессе оценки бизнеса?

2. Что включает в себя система информации, используемая в процессе оценки бизнеса?

3. Каковы пути организации информации при оценочном процессе?

4. Что включает в себя внешняя информация при оценке бизнеса?

5. Что включает в себя внутренняя информация при оценке бизнеса?

6. В чем заключается подготовка внутренней финансовой документации к процессу оценки?

7. Какими методами осуществляется инфляционная корректировка финансовой документации?

8. В чем заключается инфляционная корректировка финансовой документации методом учета изменения уровня цен?

9. С какой целью проводится нормализация финансовой отчетности?

10. Что включает в себя нормализация финансовой отчетности?

11. Как проводится корректировка разовых, нетипичных и неоперационных доходов?

12. В чем заключается корректировка метода учета операций?

13. В чем заключается трансформация бухгалтерской отчетности и чем она вызвана?

14. По каким позициям и в связи с чем производится трансформация бухгалтерской отчетности?

15. В каких целях производится вычисление относительных показателей?

16. Как определяются показатели ликвидности предприятия?

17. Что представляют собой показатели оборачиваемости (деловой активности) активов?

18. Как определить коэффициенты структуры бизнеса?

19. Что такое коэффициент автономии предприятия?

20. Что такое финансовый левередж?

21. Какие инвестиционные показатели используются в процессе оценки бизнеса?

22. Какие показатели характеризуют ликвидность акций предприятия?

23. Какие показатели характеризуют коммерческую маржу бизнеса?

24. Какие показатели характеризуют доходность акций предприятия?

25. Почему подготовка информации к оценке бизнеса проводится в строго определенной последовательности (инфляционная корректировка – нормализация отчетности – трансформация отчетности – вычисление относительных показателей)?

Глава 3. ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ, ПРИМЕНЯЕМЫЕ ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

Обоснованная рыночная стоимость любого предприятия состоит из двух частей: рыночной стоимости непосредственно самого предприятия с учетом нематериальных активов и инфраструктуры (если таковая имеется) и рыночной стоимости земельного участка, на котором оно расположено и который ему принадлежит на правах земельной собственности. Первую часть (производственную, нематериальную и инфраструктурную собственность предприятия) обычно называют его имуществом. Вторая часть, если рассматриваемый земельный участок не арендован, также является имуществом предприятия. В зависимости от того, что представляет собой предприятие, какова структура его капитала и имущества, при оценке стоимости предприятие рассматривается как:

- имущественный комплекс;
- имущественно-земельный комплекс;
- земельно-имущественный комплекс производственного, сервисного, торгового или иного назначения.

В первом случае земельный участок предприятия, имущество самого предприятия и имущество его инфраструктуры, если все это рассматривается как единое целое, в сумме составляет единый имущественный комплекс. Если же эти виды имущества при определении их стоимости рассматривают отдельно, то предприятие, для большей точности идентификации, классифицируют как имущественно-земельный комплекс. При этом первое (имущественное) слагаемое его стоимости по величине превышает второе (земельное). Предприятие рассматривается как земельно-имущественный комплекс - в противоположном случае. Как односложный имущественный комплекс может рассматриваться предприятие, организованное на арендованном земельном участке. Предприятие, находящееся на собственном земельном участке, может рассматриваться как своеобразное улучшение или же обременение последнего.

Таким образом можно сделать следующее заключение: экономически обоснованной и справедливой может считаться только такая оценка

тоимости отдельных видов выпускаемой продукции и их относительной конкурентоспособности. Умение учитывать текущие издержки позволяет корректировать номенклатуру производимой продукции в пользу наиболее конкурентоспособных позиций, строить разумную ценовую политику, реально оценивать отдельные структурные подразделения с точки зрения их вклада и эффективности.

Классификация затрат может производиться по нескольким признакам:

- составу: плановые, прогнозируемые или фактические;
- отношению к объему производства: переменные, постоянные, условно-постоянные;
- способу отнесения на себестоимость: прямые, косвенные;
- функциям управления: производственные, коммерческие, административные.

Для оценки бизнеса важны две классификации издержек. Первая – классификация издержек на *постоянные* и *переменные*. Постоянные издержки не зависят от изменения объемов производства (к примеру, административные и управленческие расходы; амортизационные отчисления; расходы по сбыту за вычетом комиссионных; арендная плата; налог на имущество и т.д.). Переменные же издержки (сырье и материалы; заработная плата основного производственного персонала; расход топлива и энергии на производственные нужды) обычно считают пропорциональными изменению объемов производства. Классификация издержек на постоянные и переменные используется, прежде всего, при проведении анализа безубыточности, а также для оптимизации структуры выпускаемой продукции. Вторая – классификация издержек на *прямые* и *косвенные* – применяется для отнесения издержек на определенный вид продукции.

Четкое и единообразное разделение на прямые и косвенные постоянные издержки особенно важно для поддержания отчетности по всем подразделениям. На одном уровне отчетности постоянные издержки могут быть прямыми, а на другом (более детальном) – косвенными. Так, на уровне производственной линии расходы на отопление являются прямыми издержками, но на уровне отчетности по видам продукции они становятся косвенными, так как стоимость отопления практически невозможно разнести по видам продукции.

Анализ и прогноз инвестиций. При этом рассматриваются три основные прогнозные направления инвестирования предприятия:

- собственные оборотные средства;

- капитальные вложения;
- потребности финансирования.

На основе анализа прогноза отдельных компонентов оборотных средств определяются дополнительные величины их финансирования, необходимые для будущего роста предприятия. Этот показатель может быть рассчитан с использованием процента от изменения объема продаж.

Объем потребных капитальных вложений устанавливается на основе расчета средств, необходимых для замены существующих активов по мере их износа и покупки или создания новых активов для увеличения производственных мощностей предприятия в будущем.

Прогноз потребностей в финансировании должен включать получение и погашение долгосрочных кредитов, а также выпуск акций. Систематизация анализа и прогноза инвестиций позволяет перейти к расчетам денежных потоков.

3.1.1.1. Расчет денежных потоков

Существуют два основных метода расчета величины потока денежных средств: косвенный и прямой. *Косвенный метод* анализирует движение денежных средств по направлениям деятельности. Он наглядно демонстрирует использование прибыли и инвестирование располагаемых денежных средств. *Прямой метод* основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, т.е. по бухгалтерским счетам.

При расчете величины денежного потока для каждого прогнозного года можно руководствоваться схемой, иллюстрирующей косвенный метод расчета денежного потока в табл. 3-1.

Таблица 3-1

Расчет денежного потока на конкретный год

№№ п/п	Показатели	Расчет и значение
1. Денежный поток по основной деятельности		
1.1	Прибыль (за вычетом налогов)	Чистая прибыль = прибыль отчетного года за вычетом налога на прибыль
1.2	Амортизационные отчисления	Амортизационные отчисления прибавляются к сумме чистой прибыли, так как они не вызывают оттока денежных средств

Продолжение табл. 3-1

№№ п/п	Показатели	Расчет и значение
1.3	Изменение суммы текущих активов (краткосрочные финансовые вложения, дебиторская задолженность, запасы, прочие текущие активы)	Увеличение суммы текущих активов означает, что денежные средства уменьшаются за счет связывания в дебиторской задолженности и запасах
1.4	Изменение суммы текущих обязательств (кредиторская задолженность, прочие текущие обязательства)	Увеличение текущих обязательств вызывает увеличение денежных средств за счет предоставления отсрочки оплаты от кредиторов, получения авансов от покупателей
	Итого по 1 разделу	***п.1.1 + п.1.2 – п.1.3 + п. 1.4***
2. Денежный поток по инвестиционной деятельности		
2.1	Изменение суммы долгосрочных активов (нематериальные активы, основные средства, незавершенные капитальные вложения, долгосрочные финансовые вложения, прочие внеоборотные активы)	Увеличение суммы долгосрочных активов означает уменьшение денежных средств за счет инвестирования в активы долгосрочного использования. Реализация долгосрочных активов (основных средств, акций других предприятий и пр.) увеличивает денежные средства
	Итого по 2 разделу	***п.2.1***
3. Денежный поток по финансовой деятельности		
3.1	Изменение суммы задолженности (краткосрочных кредитов и займов, долгосрочных кредитов и займов)	Увеличение (уменьшение) задолженности указывает на увеличение (уменьшение) денежных средств за счет привлечения (погашения) кредитов
3.2	Изменение величины собственных средств (уставного капитала, накопленного капитала, целевых поступлений)	Увеличение собственного капитала за счет размещения дополнительных акций означает увеличение денежных средств; выкуп акций и выплата дивидендов приводят к их уменьшению
	Итого по 3 разделу	***п.3.1 + п.3.2***
	Всего	***Итого сумма по разделам 1, 2 и 3***

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

3.1.1.2. Определение ставки дисконта

С технической точки зрения ставка дисконта – это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости бизнеса. В *экономическом смысле* в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования, т.е. – это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Если рассматривать ставку дисконта со стороны предприятия, как самостоятельного юридического лица, обособленного и от собственников (акционеров), и от кредиторов, то можно определить ее как стоимость привлечения предприятием капитала из различных источников. Ставка дисконта или стоимость привлечения капитала должна рассчитываться с учетом трех факторов.

Первый – наличие у многих предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации.

Второй – необходимость учета для инвесторов стоимости денег во времени.

Третий – фактор риска. В данном контексте определяется риск как степень вероятности получения ожидаемых в будущем доходов.

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

- *для собственного капитала*: модель оценки капитальных активов; метод кумулятивного построения.
- *для всего инвестированного капитала*: модель средневзвешенной стоимости капитала.

Расчет ставки дисконта зависит от того, какой тип денежного потока используется для оценки в качестве базы. Для денежного потока для собственного капитала применяется ставка дисконта, равная требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал; для денежного потока для всего инвестированного капитала применяется ставка дисконта, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капи-

вы, не занятые непосредственно в производстве, их стоимость не учитывается в денежном потоке. Такие активы имеют определенную стоимость, которая может быть реализована при продаже. Поэтому необходимо определить рыночную стоимость таких активов и суммировать ее со стоимостью, полученной при дисконтировании денежного потока.

Вторая поправка – это учет фактической величины собственного оборотного капитала. В модель дисконтированного денежного потока включается требуемая величина собственного оборотного капитала, привязанная к прогнозному уровню реализации (обычно она определяется по отраслевым нормам). Фактическая величина собственного оборотного капитала, которой располагает предприятие, может не совпадать с требуемой. Соответственно, необходимо внесение поправок: избыток собственного оборотного капитала должен быть прибавлен, а дефицит – вычтен из величины предварительной стоимости.

В результате оценки предприятия методом дисконтированных денежных потоков получается стоимость ликвидного пакета акций.

3.1.2. Метод капитализации прибыли

Метод капитализации прибыли является одним из вариантов доходного подхода к оценке бизнеса действующего предприятия и основан на определении стоимости доли собственности в предприятии равной текущей стоимости будущих доходов, которые принесет эта собственность. Сущность данного метода выражается формулой:

$$Оценённая\ стоимость = \frac{Чистая\ прибыль}{Ставка\ капитализации}.$$

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

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

Указанный метод включает следующие основные этапы:

1. Анализ финансовой отчетности, ее нормализация и трансформация (подробно рассмотрен в главе 2).

2. Выбор величины капитализируемой прибыли.
3. Расчет ставки капитализации.
4. Определение предварительной величины стоимости.
5. Внесение поправок на наличие нефункционирующих активов и характер оцениваемой доли и ее ликвидности.

3.1.2.1. Выбор величины капитализируемой прибыли

Этот этап фактически подразумевает выбор периода текущей производственной деятельности, результаты которой будут капитализированы, и в том числе:

- прибыль последнего отчетного года;
- прибыль первого прогнозного года;
- средняя величина прибыли за несколько последних отчетных лет (3-5 лет).

В качестве капитализируемой величины может выступать либо чистая прибыль после уплаты налогов, либо прибыль до уплаты налогов, либо величина денежного потока.

На практике в качестве капитализируемой величины в большинстве случаев выбирается прибыль последнего отчетного года.

3.1.2.2. Расчет ставки капитализации и величины стоимости предприятия

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

С математической точки зрения ставка капитализации – это делитель, который применяется для преобразования величины прибыли или денежного потока за один период времени в показатель стоимости. Чтобы определить ставку капитализации, нужно сначала рассчитать соответствующую ставку дисконта, используя различные методики, наиболее распространенными из которых являются:

- модель оценки капитальных активов;
- модель средневзвешенной стоимости капитала;
- метод кумулятивного построения.

Определение ставки дисконта по моделям оценки капитальных активов и средневзвешенной стоимости капитала нами уже было рассмотрено в подразделе 3.1.1.2. Что касается кумулятивного подхода, то он имеет определенное сходство с моделью оценки капитальных активов. В обоих случаях за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым ценным бумагам, к которой прибавляется дополнительный доход, связанный с риском инвестирования в данный вид ценных бумаг. Затем вносятся поправки (в сторону увеличения или уменьшения) на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данного предприятия.

Расчет стоимости собственного капитала согласно кумулятивному подходу проводится в два этапа:

- определение соответствующей безрисковой ставки дохода;
- оценка величины соответствующей премии за риск инвестирования в данную компанию.

После расчета ставки дисконта ставка капитализации определяется в общем виде по следующей формуле:

$$R = S - d,$$

где R – ставка капитализации;

S – ставка дисконта;

d – долгосрочные темпы роста прибыли или денежного потока.

Последующие этапы применения метода капитализации прибыли представляют собой несложные арифметические действия.

Предварительная величина стоимости предприятия P рассчитывается по формуле:

$$P = \frac{П}{R},$$

где $П$ – чистая прибыль;

R – ставка капитализации.

Для определения поправок на нефункционирующие активы производится оценка их рыночной стоимости в соответствии с принятыми методами для конкретного вида активов (недвижимость, машины и оборудование и т.д.).

Порядок применения поправки на характер оцениваемой доли и ее ликвидность будет подробно рассмотрен ниже.

Завершая рассмотрение метода капитализации прибыли, следует подчеркнуть, что этот метод, как и метод дисконтированных денежных

потоков, основан на прогнозах будущего развития рынка, что в наибольшей степени отвечает интересам инвестиционного процесса. При этом следует подчеркнуть, что метод капитализации прибыли применяется в оценке предприятий значительно реже, а в основном для оценки мелких предприятий.

3.2. Сравнительный подход к оценке бизнеса (предприятия)

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

Теоретической основой сравнительного подхода, доказывающей возможность его применения, а также объективность результативной величины, являются следующие базовые положения.

Во-первых, в качестве ориентира используется реально сформированная рынком цена на аналогичные предприятия (акции). При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия.

Во-вторых, сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает, прежде всего, будущий доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного предприятия интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный доход на размещенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен.

В-третьих, цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, а также перспективы развития. Следовательно, на аналогичных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими, как прибыль, дивидендные выплаты, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала. Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что он ориентируется на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий. При использовании других подходов стоимость предприятия определяется на основе расчетов.

Сравнительный подход базируется на ретроинформации и, следовательно, отражает фактически достигнутые результаты производственно-финансовой деятельности предприятия, в то время как доходный подход ориентирован на прогнозы относительно будущих доходов. Другим достоинством сравнительного подхода является реальное отражение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке.

Вместе с тем, сравнительный подход имеет ряд существенных недостатков, ограничивающих его использование в оценочной практике. Возможность применения этого подхода зависит от наличия активного финансового рынка, поскольку подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках. Второе условие – открытость рынка или доступность финансовой информации, необходимой для оценки. Третьим необходимым условием является наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию. Формирование соответствующего банка данных существенно облегчает стоимостную оценку предприятия, поскольку сравнительный подход является достаточно трудоемким и дорогостоящим.

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

- метод предприятия-аналога;
- метод сделок;
- метод отраслевых коэффициентов.

Метод предприятия-аналога или метод рынка капитала основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. Базой для сравнения служит цена на единичную акцию акционерных обществ открытого типа. Следовательно, в чистом виде данный метод используется для оценки миноритарного пакета акций.

Метод сделок или метод продаж ориентирован на цену приобретения предприятия целиком либо контрольного пакета акций. Это определяет наиболее оптимальную сферу применения данного метода оценки предприятия или контрольного пакета акций.

Метод отраслевых коэффициентов или метод отраслевых соотношений основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. В результате обобщения разрабатываются достаточно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия. Так, цена бензозаправочной станции ориентировочно колеблется в диапазоне 1,2-2,0 месячной выручки. Цена предприятия розничной торговли формируется следующим образом: 0,75-1,5 величины чистого годового дохода увеличивается на стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие и т.д.

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

Суть сравнительного подхода при определении стоимости предприятия заключается в:

- выборе предприятия аналогичного оцениваемому, которое было недавно продано;
- расчете соотношения между ценой продажи и каким-либо финансовым показателем по предприятию-аналогу (определение мультипликаторов);
- пересчете величины мультипликатора на тот же базовый финансовый показатель оцениваемого предприятия.

Пример. *Требуется оценить предприятие, получившее в последнем финансовом году чистую прибыль в размере 95 млн. сумов. Недавно было продано сходное предприятие за 800 млн. сумов, чистая прибыль которого за аналогичный период составила 80 млн. сумов.*

1. Мультипликатор цена/чистая прибыль по предприятию-аналогу составит:

$$800/80 = 10.$$

2. Стоимость оцениваемого предприятия составит:

$$95 \times 10 = 950 \text{ млн. сумов.}$$

Несмотря на кажущуюся простоту, этот метод требует высокого профессионализма, так как предполагает внесение достаточно сложных корректировок для обеспечения максимальной сопоставимости оцениваемого предприятия с аналогами.

Сравнительный подход к оценке предприятия во многом аналогичен методу капитализации доходов. В обоих случаях определяется стоимость предприятия, опираясь на величину его дохода. Основное отличие заключается в способе преобразования величины дохода в стоимость предприятия. Метод капитализации предполагает деление величины дохода на коэффициент капитализации, построенный на основе общих рыночных данных. Сравнительный подход оперирует рыночной ценовой информацией в сопоставлении с достигнутым доходом. Однако в данном случае доход умножается на величину соотношения.

Процесс оценки предприятия методом предприятия-аналога и сделок включает следующие основные этапы[1]:

1 этап. Сбор необходимой информации.

2 этап. Финансовый анализ.

3 этап. Отбор предприятий-аналогов.

4 этап. Расчет и выбор оценочных мультипликаторов.

5 этап. Определение величины стоимости и внесение итоговых корректировок.

3.2.1. Принципы отбора предприятий-аналогов

Сравнительный подход к оценке предприятия основан на использовании двух типов информации:

- рыночная (ценовая) информация;
- финансовая информация.

Рыночная информация представляет собой данные о фактических ценах купли-продажи акций, аналогичных с акциями оцениваемого предприятия. Качество и доступность информации зависят от уровня развития фондового рынка.

Финансовая информация обычно представлена бухгалтерской и финансовой отчетностью, а также дополнительными сведениями, позволяющими определить сходство предприятий и провести необходимые корректировки, обеспечивающие необходимую сопоставимость.

Корректировке подлежит вся отчетность по полному списку предприятий-аналогов. Поэтому сравнительный подход является чрезвычайно трудоемким и дорогостоящим.

---

[1] Подробно I и II этапы работ рассмотрены в главе 2.

Кроме того, как показывает практика, тщательный анализ информации может дать отрицательный результат. В процессе оценки можно прийти к заключению об отсутствии необходимого сходства и невозможности применения данного метода, хотя время и деньги потрачены.

Финансовая информация может быть получена как по публикациям в периодической печати, так и на основании письменного запроса либо непосредственно на предприятии. Состав этой информации зависит от конкретного объекта оценки, стратегии и методологии оценочных работ, а также стадии отбора аналогов.

Процесс отбора сопоставимых предприятий-аналогов осуществляется в 3 стадии.

На первой стадии определяется максимально возможное число предприятий, сходных с оцениваемым. Поиск таких предприятий начинается с определения основных конкурентов, просмотра списка слившихся и приобретенных предприятий за последний год. Критерии сопоставимости достаточно условны и обычно ограничиваются сходством отрасли, производимой продукции, ее ассортимента и объемов производства.

На второй стадии составляется предварительный список предприятий-аналогов. Первоначальный список может сократиться из-за отсутствия необходимых сведений, а также из-за плохого качества и недостоверности предоставленной информации. Критерии оценки должны соответствовать важнейшим характеристикам предприятий. Если аналог отвечает всем критериям, то он может использоваться на последующих этапах оценки.

На третьей стадии составляется окончательный список предприятий-аналогов, позволяющий определить стоимость оцениваемого предприятия. Включение предприятий в этот список основано на тщательном анализе дополнительно полученной информации. На этом этапе ужесточаются критерии сопоставимости и оцениваются такие факторы, как уровень диверсификации производства, положение на рынке, характер конкуренции и т.д.

Состав критериев сопоставимости определяется условиями оценки, наличием необходимой информации, приемами и методами оценки. На практике невозможно проанализировать все факторы, по которым осуществляется окончательный отбор, однако критерий отраслевого сходства является обязательным.

Основные критерии отбора предприятий-аналогов включают:

- *отраслевое сходство* – список потенциально сопоставимых предприятий всегда должен включать предприятия одной отрасли, однако

не все эти предприятия могут быть сопоставимы. В этой связи необходимо учитывать следующие дополнительные факторы:

• *уровень диверсификации производства*. Если предприятие выпускает один вид продукта или какой-то товар существенно доминирует в производстве и обеспечивает 80-85% общей прибыли, а сравнимое предприятие ориентировано на широкий круг товаров и услуг либо аналогичный товар дает не более 20% общей массы прибыли, то такие предприятия являются не сопоставимыми;

• *характер взаимозаменяемости производимых продуктов*. Рассматривая этот вопрос может оказаться, что технологическое оборудование одного из предприятий обеспечивает производство только конкретного продукта. При изменении ситуации на рынке такое предприятие будет нуждаться в серьезном техническом перевооружении. В то же время предприятие-аналог может выпускать аналогичный продукт на оборудовании, легко поддающемся переналадке для производства новых товаров. Поэтому эти предприятия неодинаково будут реагировать на изменение ситуации на рынке;

• *зависимость от одних и тех же экономических факторов*. Стоимость капитала строительных предприятий, работающих в районах массового строительства и в отдаленных экономических районах, существенно отличается при достаточном сходстве других критериев (численности работающих, состав парка строительных машин и механизмов и т.д.). Выявив такие различия, предприятие может быть исключено из списка аналогов, либо следует рассчитать величину корректировки цены аналога для определения стоимости оцениваемого предприятия;

• *стадия экономического развития оцениваемого предприятия и аналогов*. Опытное предприятие, проработавшее не один год, имеет неоспоримые преимущества и дополнительную прибыль за счет стабильного функционирования, хорошей клиентуры и поставщиков сырья и т.д.

Важнейшим критерием, оцениваемым при составлении окончательного списка аналогов является их размер. Сравнительная оценка размеров предприятий включает такие параметры, как объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и т.д. Однако принятие решения о включении предприятия в список сопоставимых только на основе его размера может привести к неправильным выводам. Следует учитывать, что более крупные предприятия не будут автоматически иметь большую прибыль только за счет своего размера. Поэтому, в первую очередь, должны учитываться факторы, обеспечивающие величину прибыли:

• географическая диверсификация – крупные предприятия обычно имеют более разветвленную сеть потребителей своей продукции, минимизируя тем самым риск нестабильности объемов продаж;

• количественные скидки – крупные предприятия закупают сырье в большом объеме, чем небольшие предприятия и получают при этом значительные скидки. Кроме того, следует иметь в виду, что коэффициент использования оборудования на крупных предприятиях выше. Поэтому мультипликатор, рассчитанный для крупного предприятия, должен быть скорректирован и понижен для оценки небольших предприятий;

• ценовые различия по сходным товарам – крупные предприятия имеют возможность устанавливать более высокие цены, так как потребитель предпочитает приобретать товар у хорошо зарекомендовавших себя предприятий, оплачивая, по сути, товарный знак, гарантирующий качество. Это в конечном счете влияет на величину мультипликатора.

Перспективы роста. Необходимо определить фазу экономического развития предприятия, поскольку она определяет распределение чистой прибыли на дивидендные выплаты и затраты, связанные с развитием предприятия. Оценивая перспективы роста предприятия, необходимо рассматривать степень влияния трех основных факторов: общего уровня инфляции, перспектив роста отрасли в целом и индивидуальных возможностей развития конкретного предприятия в рамках отрасли. Другим существенным фактором возможного роста является динамика доли предприятия на рынке. Кроме того, должны быть изучены конкурентные преимущества и недостатки оцениваемого предприятия по сравнению с аналогами.

Финансовый риск. Оценка финансового риска осуществляется следующими способами:

• сравнивается структура капитала или соотношение собственных и заемных средств;

• оценивается ликвидность или возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами;

• анализируется кредитоспособность предприятия, в том числе способность привлекать заемные средства на выгодных условиях.

Качество менеджмента. Оценка этого фактора наиболее сложна, так как анализ проводится на основе косвенных данных, таких, как качество отчетной документации, возрастной состав, уровень образования, опыт, зарплата управленческого персонала, а также место предприятия на рынке.

Перечень приведенных выше критериев сопоставимости не является исчерпывающим и может быть расширен другими критериями, учитывающими дополнительные факторы. Обеспечить поиск предприятий абсолютно идентичных с оцениваемым, как правило, не представляется возможным. Поэтому на основе анализа критериев делается один из следующих выводов:

- предприятие-аналог сопоставимо с оцениваемым предприятием по ряду характеристик и может быть использовано для расчета мультипликаторов;
- предприятие-аналог недостаточно сопоставимо с оцениваемым предприятием и не может быть использовано в процессе оценки.

Сравнительный подход оценки предприятия использует все традиционные приемы и методы финансового анализа. При этом рассчитываются одинаковые коэффициенты, анализируются балансы, отчеты о прибылях и убытках и др. Финансовый анализ является важнейшим приемом определения сопоставимости аналогичных предприятий с оцениваемым предприятием. Отличительные черты финансового анализа при сравнительном подходе проявляются в следующем:

- *во-первых*, с помощью финансового анализа можно определить рейтинг оцениваемого предприятия в списке аналогов;
- *во-вторых*, он позволяет обосновать степень доверия к конкретному виду мультипликатора в общем их числе, что в конечном счете определяет вес каждого варианта стоимости при выведении итоговой величины;
- *в-третьих*, финансовый анализ является основой для внесения необходимых корректировок, обеспечивающих увеличение сопоставимости и обоснованности окончательной стоимости.

3.2.2. Характеристика ценовых мультипликаторов

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

но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Для расчета мультипликатора необходимо:

- определить цену акции по всем предприятиям, выбранных в качестве аналога; это даст значение числителя в формуле;
- вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки; это даст величину знаменателя.

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

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

В практике используются два типа мультипликаторов: интервальные и моментные.

К интервальным мультипликаторам относятся:

- цена/прибыль;
- цена/денежный поток;
- цена/дивидендные выплаты;
- цена/выручка от реализации.

К моментным мультипликаторам относятся:

- цена/балансовая стоимость активов;
- цена/чистая стоимость активов.

Мультипликаторы цена/прибыль, цена/денежный поток. Эти мультипликаторы являются наиболее распространенным способом определения цены, так как информация о прибыли оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов является наиболее доступной. В качестве финансовой базы для мультипликатора используется любой показатель прибыли, который может быть рассчитан в процессе ее распределения. Кроме показателя чистой прибыли, практически по всем предприятиям можно использовать показатель прибыли до налогообложения, прибыли до уплаты процентов и налогов и т.д. При этом необходимо обеспечить соблюдение основного требования – полная идентичность финансовой базы для аналога и оцениваемого предприятия, т.е. мультипликатор, исчисленный на основе показателя до уплаты налогов, нельзя применить к показателю прибыли до уплаты процентов и налогов.

В качестве базы для расчета мультипликатора может использоваться не только показатель прибыли, полученной в последний год перед датой оценки, но и показатель среднегодовой суммы прибыли, исчисленной за последние пять лет. Оценочный период может увеличиваться или уменьшаться в зависимости от имеющейся информации и наличия экстраординарных ситуаций, искажающих основную тенденцию в динамике прибыли.

Базой расчета мультипликатора цена/денежный поток служит любой показатель прибыли, увеличенный на сумму начисленной амортизации. Следовательно, на практике может использоваться несколько вариантов данного мультипликатора.

В процессе оценки необходимо стремиться исчислить максимальное число мультипликаторов, поскольку применение их к финансовой базе оцениваемого предприятия приведет к появлению нескольких вариантов стоимости, существенно отличающихся друг от друга. Диапазон полученных результатов может быть достаточно широк. Поэтому большее число используемых мультипликаторов поможет выявить область наиболее обоснованной величины стоимости предприятия. Данное суждение основано на математических методах. Однако существуют и экономические критерии, обосновывающие степень надежности и объективности того или иного мультипликатора. Крупные предприятия лучше оценивать на основе чистой прибыли, а мелкие – на основе прибыли до уплаты налогов, поскольку в этом случае устраняется влияние различий в налогообложении. Ориентация на мультипликатор цена/денежный поток предпочтительна при оценке предприятий, в активах которых преобладает недвижимость. Если предприятие имеет достаточно высокий удельный вес активной части основных фондов, более объективный результат даст использование мультипликатора цена/прибыль.

Наиболее распространенной ситуацией применения мультипликатора цена/денежный поток является убыточность либо незначительная величина прибыли, а также несоответствие фактического полезного срока службы основных фондов предприятия периоду амортизации, принятому в финансовом учете. Это возможно в случае, когда стоимость активов будет незначительной, хотя прослужат они довольно долго.

Мультипликатор цена/дивиденды. Этот мультипликатор может рассчитываться как на базе фактически выплаченных дивидендов, так и на основе потенциальных дивидендных выплат. Под потенциальными диви-

дендами понимаются типичные дивидендные выплаты по группе аналогичных предприятий, исчисленные в процентах к чистой прибыли.

Возможность применения того или иного мультипликатора данной группы зависит от целей оценки. Если оценка проводится в целях поглощения предприятия, то способность его выплачивать дивиденды не имеет значения, так как оно может прекратить свое существование в привычном режиме хозяйствования. При оценке контрольного пакета следует ориентироваться на потенциальные дивиденды, так как инвестор получает право решения дивидендной политики. Фактические дивидендные выплаты важны и при оценке миноритарного пакета акций, поскольку инвестор не сможет заставить руководство предприятия увеличить дивиденды даже при наличии достаточного роста прибыли.

Данный мультипликатор используется достаточно редко, несмотря на доступность необходимой для расчета информации. Это связано с тем, что порядок выплаты дивидендов в различных типах предприятий существенно различается.

Этот мультипликатор целесообразно использовать, если дивиденды выплачиваются достаточно стабильно как в аналогах, так и в оцениваемом предприятии либо способность предприятия платить дивиденды может быть обоснованно спрогнозирована. При этом должно быть учтено, что сумма дивидендов рассчитана по годовой процентной ставке, даже если дивиденды выплачиваются ежеквартально.

Мультипликатор цена/выручка от реализации. Этот мультипликатор используется редко, в основном для проверки объективности результатов, получаемых другими способами. Хорошие результаты мультипликатор дает при оценке предприятий сферы услуг (реклама, страхование, ритуальные услуги и т.д.). Достоинством данного мультипликатора является его универсальность, избавляющая от необходимости проведения сложных корректировок, применяемых при расчете мультипликатора цена/прибыль, т.е. мультипликатор цена/выручка от реализации не зависит от методов бухгалтерского учета.

Если целью оценки является поглощение предприятия, то лучше ориентироваться на мультипликатор цена/выручка от реализации, так как он исключает возможность повышения цены за счет кратковременного роста прибыли, обеспечиваемого усилиями финансового менеджера. Однако в этом случае следует тщательно изучить стабильность объемов выручки от реализации в будущем. Поскольку поглощение предприятия сопровождается, как правило, сменой управленческого аппарата,

это может привести к полной замене производственного персонала и снижению объемов реализации.

Особенность применения мультипликатора цена/выручка от реализации заключается в том, что он при применении должен обязательно учитывать структуру капитала оцениваемого предприятия и аналогов. Если она существенно отличается, то мультипликатор лучше определять путем расчета на инвестированный капитал. Процедура для предприятий с различным соотношением собственных и заемных средств, осуществляется следующим образом:

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

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

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

Г. Рассчитывается стоимость собственного капитала оцениваемого предприятия как разность инвестированного капитала и стоимость долгосрочных обязательств оцениваемого предприятия.

Мультипликатор цена/физический объем является разновидностью мультипликатора цена/выручка от реализации. В этом случае цена сопоставляется не со стоимостным, а с натуральным показателем, который может отражать физический объем производства, размер производственных площадей, количество установленного оборудования, а также любую другую единицу измерения мощности.

Мультипликатор цена/балансовая стоимость. При этом в качестве финансовой базы используется балансовая стоимость аналогичных предприятий на дату оценки либо на последнюю отчетную дату. Этот мультипликатор относится к моментным показателям, поскольку для его получения используется информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный отрезок времени. Оптимальная сфера применения этого мультипликатора – оценка холдинговых компаний либо необходимость быстро реализовать крупный пакет акций. Финансовой базой для расчета являются чистые активы оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов. Причем за основу можно брать как балансовые отчеты предприятий, так и ориентированную величину чистых активов, полученную расчетным путем.

Мультипликатор цена/чистая стоимость активов. Применяется при соблюдении следующих требований:

- оцениваемое предприятие должно иметь значительные вложения в собственность: недвижимость, ценные бумаги или оборудование;
- основной деятельностью должно являться хранение, покупка и продажа указанной собственности. Управленческий и рабочий персонал добавляет к продукции в этом случае незначительную стоимость.

При применении этого мультипликатора необходимо:

- проанализировать по аналогам и оцениваемому предприятию долю прибыли в выручке от реализации, так как решение о купле-продаже акций может привести к искусственному росту прибыли в последний год;
- изучить по всем сравниваемым предприятиям структуру активов, используя различные признаки классификации, такие, как виды активов, местоположение и т.д.;
- проанализировать чистые активы всех предприятий, что позволит определить наличие и долю в них акций, представляющих контрольные пакеты дочерних предприятий;
- оценить ликвидность всех финансовых активов предприятия, так как соотношение доли акций, принадлежащих различным типам предприятий, является определяющим признаком сопоставимости.

3.2.3. Формирование величины стоимости бизнеса (предприятия)

Процесс формирования величины стоимости оцениваемого предприятия состоит из трех основных этапов:

- выбор величины мультипликатора;
- взвешивание промежуточных результатов;
- внесение итоговых корректировок.

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным этапом, требующим особенно тщательного обоснования, фиксируемого впоследствии в отчете. Поскольку одинаковых предприятий не существует, диапазон величины одного и того же мультипликатора по предприятиям-аналогам, как правило, бывает достаточно широким. При этом их экстремальные величины следует исключить из формирования стоимостной оценки предприятия. По оставшимся показателям мультипликаторов рассчитывается их среднее значение по группе аналогов. Затем проводится финансовый анализ, причем для выбора величины

конкретного мультипликатора используются финансовые коэффициенты и показатели, наиболее тесно связанные с данным мультипликатором. По величине финансового коэффициента определяют положение (ранг) оцениваемого предприятия в общем списке. Полученные результаты накладываются на ряд мультипликаторов и достаточно точно определяется величина, которая может быть использована для расчета стоимости оцениваемого предприятия.

Сравнительный подход позволяет использовать максимальное число всех возможных вариантов мультипликаторов, следовательно, в процессе расчета будет получено столько же вариантов стоимости. Если в качестве итоговой величины будет предложена простая средняя всех полученных величин, то это будет означать одинаковое доверие ко всем мультипликаторам. Наиболее правильным приемом определения итоговой величины является метод взвешивания. 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 корректировок.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств, наиболее типичными из которых являются следующие поправки. *Портфельная скидка* предоставляется при наличии не привлекательного для покупателя характера диверсификации производства. При определении окончательного варианта стоимости должны учитываться имеющиеся *активы непроизводственного назначения*. Если в процессе финансового анализа выявлены либо *недостаточность собственного оборотного капитала*, либо *экстренная потребность в капитальных вложениях*, полученную величину необходимо вычесть. Возможно применение *скидки на ликвидность*. В некоторых случаях вносится поправка и в виде *премии за предоставляемые инвестору элементы контроля*.

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

3.3. Затратный подход к оценке бизнеса (предприятия)

Затратный (имущественный) подход в оценке бизнеса рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек. Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате встает задача проведения корректировки баланса предприятия. Для осуществления этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала предприятия.

Базовой формулой в затратном (имущественном) подходе является:

Собственный капитал = Активы – Обязательства.

Данный подход представлен двумя основными методами:

- методом стоимости чистых активов;
- методом ликвидационной стоимости.

3.3.1. Метод стоимости чистых активов

Расчет методом стоимости чистых активов включает несколько этапов:

1. Оценка недвижимого имущества предприятия по обоснованной рыночной стоимости;
2. Оценка обоснованной рыночной стоимости машин и оборудования;
3. Определение и оценка нематериальных активов;
4. Определение рыночной стоимости финансовых вложений как долгосрочных, так и краткосрочных;
5. Определение текущей стоимости производственных запасов;
6. Оценка дебиторской задолженности;
7. Оценка расходов будущих периодов;
8. Определение текущей стоимости обязательств предприятия;
9. Определение стоимости собственного капитала (обоснованная рыночная стоимость суммы активов минус текущая стоимость всех обязательств).

Оценка недвижимости имущества предприятия, по мнению авторов данного пособия, в достаточной степени подробно и полно рассмотре-

на в аналогичном пособии[1], и в этой связи этот вопрос здесь не рассматривается. Учитывая, что проведение 2-4 этапов оценки стоимости методом чистых активов и другими методами имеет специфические особенности, подробное их рассмотрение выделено в отдельных разделах настоящего пособия.

Определение текущей стоимости производственных запасов. Производственные запасы оцениваются по текущим ценам с учетом затрат на транспортировку и складирование. Устаревшие запасы подлежат списанию.

Оценка дебиторской задолженности. В этих целях проводится анализ дебиторской задолженности по срокам погашения, выявление просроченной задолженности с последующим разделением ее на:

- задолженность безнадежную (она не войдет в экономический баланс);
- задолженность, которую предприятие еще надеется получить (она войдет в экономический баланс).

При анализе дебиторской задолженности следует проверить подлинность векселей и других ценных бумаг, выпущенных другими предприятиями. Несписанная дебиторская задолженность оценивается дисконтированием будущих основных сумм и выплат процентов к их текущей стоимости.

Оценка расходов будущих периодов производится по номинальной стоимости, если еще существует связанная с ними выгода. Если же выгода отсутствует, то величина расходов будущих периодов подлежит списанию.

Определение текущей стоимости обязательств предприятия включает анализ и обобщение всех обязательств предприятия.

Оценка денежных средств. Эта статья не подлежит переоценке.

3.3.2. Метод ликвидационной стоимости

Оценка ликвидационной стоимости предприятия осуществляется в следующих случаях:

- предприятие находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно его способности оставаться действующим предприятием;

---

[1] Алимов Р.Х., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н., Ходиев Б.Ю. Оценка недвижимости. Т.: Фан, 2005.

• стоимость предприятия при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности.

Ликвидационная стоимость представляет собой стоимость, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и раздельной продаже его активов.

Расчет ликвидационной стоимости предприятия производится в следующей последовательности:

1. На основе последнего балансового отчета (желательно последнего квартального) разрабатывается календарный график ликвидации активов, так как продажа различных видов активов предприятия (недвижимого имущества, машин и оборудования, товарно-материальных запасов) требует различных временных периодов.

2. Определяется возможная валовая выручка от ликвидации активов.

3. Оценочная стоимость активов уменьшается на величину прямых затрат. К прямым затратам, связанным с ликвидацией предприятия, относятся комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы, которые платятся при продаже. С учетом календарного графика ликвидации активов скорректированные стоимости оцениваемых активов дисконтируются на дату оценки по ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск.

4. Ликвидационная стоимость активов уменьшается на расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, сохранение оборудования, машин и механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации. Срок дисконтирования соответствующих затрат определяется по календарному графику продажи активов предприятия.

5. Прибавляется (или вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода.

6. Вычитаются преимущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами.

Таким образом, ликвидационная стоимость предприятия рассчитывается путем вычитания из скорректированной стоимости всех активов

баланса суммы текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также величины всех обязательств.

Обобщая рассмотренные подходы и методы стоимостной оценки предприятий (бизнеса) следует подчеркнуть, что их многообразие, в зависимости от целей этой оценки, требует от оценщика выполнения большого объема расчетно-математической и аналитической работы. Для более глубокого понимания составляющих, а также использования при этом фактически складывающихся обобщенных показателей в приложении 6 приводятся официальные данные и примеры решения некоторых задач в процессе оказания оценочных услуг.

Контрольные вопросы

1. Какие подходы используются при стоимостной оценке предприятий (бизнеса)?
2. Какими методами определяется стоимостная оценка предприятия (бизнеса) при доходном подходе и какова их сущность?
3. Какими методами определяется стоимостная оценка предприятия (бизнеса) при сравнительном подходе и в чём их сущность?
4. Какими методами определяется стоимостная оценка предприятия (бизнеса) при затратном подходе и какова их сущность?
5. Как рассчитываются дисконтированные денежные потоки?
6. Как рассчитывается денежный поток для собственного капитала?
7. Какие модели определения дисконта используются для денежного потока для собственного капитала?
8. Что представляет собой ставка дисконта и как она определяется?
9. Какая модель определения дисконта используется для денежного потока для инвестированного капитала?
10. Как рассчитывается стоимость предприятия (бизнеса) методом дисконтированных денежных потоков?
11. Как рассчитывается ставка капитализации и величина стоимости предприятия (бизнеса) методом капитализации прибыли?
12. В чем заключаются недостатки сравнительного подхода к стоимостной оценке предприятия (бизнеса)?
13. Каковы основные принципы отбора предприятий-аналогов?
14. Что представляют собой ценовые мультипликаторы и их характеристика?
15. Как формируется величина стоимости предприятия (бизнеса) при сравнительном подходе?

16. Каковы положительные и отрицательные стороны сравнительного подхода к оценке предприятия (бизнеса)?

17. На чем базируется затратный подход к стоимостной оценке предприятия (бизнеса)?

18. Какие методы стоимостной оценки используются при затратном подходе и каково их содержание?

19. Порядок проведения стоимостной оценки предприятия (бизнеса) методом чистых активов.

20. Порядок проведения стоимостной оценки предприятия (бизнеса) методом ликвидационной стоимости.

21. Каковы отрицательные стороны оценки предприятия (бизнеса) при затратном подходе?

22. Какие поправки необходимо вносить в итоговую величину стоимости предприятия (бизнеса), полученную затратным подходом?

Глава 4. ОСОБЕННОСТИ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ ОТДЕЛЬНЫХ АКТИВОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

4.1. Оценка стоимости недвижимости и земельных участков[1]

Недвижимость является непременным фактором формирования и развития любого предприятия (бизнеса). Практически невозможно представить какое-либо предприятие (бизнес), которое не располагает производственными и служебными зданиями (или их частями), сооружениями, объектами и т.д. В этой связи оценка материальных активов и их важнейшей составляющей – недвижимости занимает важное место при определении стоимостной оценки предприятия (бизнеса).

Оценка стоимости недвижимости представляет собой специфическое направление оценочной деятельности, получившее тщательную разработку в специальных учебно-практических пособиях и наставлениях. Не ставя задачи подробного рассмотрения многообразия подходов и методов стоимостной оценки недвижимости отметим лишь, что ее виды, целевое назначение и фактическое использование как в виде отдельных объектов, так и в виде имущественного комплекса, обусловливает широкий спектр особенностей стоимостной оценки.

При стоимостной оценке различных категорий недвижимости используются затратный, доходный и сравнительный подходы. При этом, при затратном подходе особое внимание необходимо уделить обоснованности позицирования и классификации объектов недвижимости, что предопределяет возможность обоснованного применения индексов цен при пересчете стоимости основных фондов. При оценке недвижимости доходным подходом в основу расчетов доходов должны быть положены тщательные расчеты доходов от недвижимости применительно к их фактическому целевому использованию. Например, некорректным является расчет доходов гостиничного хозяйства за счет сдачи его в аренду. Эти требования распространяются и на магазины, складские помещения и т.д. Доход той или иной недвижимости должен определяться как его

[1] Параграф 4.1 написан совместно с Абдуллаевым З.

доля от общего дохода бизнеса, в который вовлечена та или иная недвижимость. При оценке недвижимости сравнительным подходом особое внимание должно быть уделено тщательности подбора аналогов, основные характеристики которых по видам, целевому использованию должны максимально соответствовать оцениваемой недвижимости.

В условиях переходной экономики, в большинстве случаев стоимостные оценки недвижимости, полученные с использованием различных подходов, имеют существенные расхождения. В этой связи важное значение приобретают вопросы тщательного обоснования удельных весов стоимостных оценок, полученные различными подходами, в окончательной стоимостной оценке конкретных видов недвижимости.

Рассматривая подходы и методы оценки составных частей предприятий, следует особо выделить стоимостную оценку сельскохозяйственного бизнеса и его основного средства производства – сельскохозяйственных угодий. Прежде чем перейти к вопросу оценки этих земельных участков следует рассмотреть специфику собственности на это средство производства.

Как известно, содержанием права собственности является то, что собственнику принадлежит право владения, пользования и распоряжения объектом собственности. В соответствии с этим правом собственник по своему усмотрению может совершать в отношении принадлежащего ему объекта собственности любые действия, регламентируемые законодательством, которые обеспечивают реализацию права собственности, делают его реальным правом. Содержание права собственности на землю и ее юридическая форма взаимосвязаны и взаимозависимы. И эта взаимосвязь сохраняется в ходе воспроизводства общественного продукта. Поэтому нет собственности вообще, вне конкретного титула собственности, так же, как не может быть такового вне конкретных способов владения, пользования и распоряжения объектом собственности.

Опыт существования различных экономических систем и решения проблем земельных отношений свидетельствует о том, что особенности, связанные с землей как фактором производства, не отменяют общих экономических законов применительно и к земледелию. Это относится и к земельной реформе, осуществляемой в рамках постплановой экономики.

В условиях рыночной экономики существует государственная и частная собственность на средства производства, землю и капитал. При этом следует подчеркнуть, что государственная собственность на вещественные факторы производства в рыночной экономике принципиаль-

но ничем не отличаются от частной собственности любого юридического лица в том смысле, что государство в ходе владения, пользования и распоряжения производственными ресурсами подчиняется рыночным правилам игры, которые устанавливаются гражданским правом.

В то же время в плановой экономике государственная собственность на вещественные факторы производства фактически слита, сращена с управляющей функцией государства в экономике. **Отделение государства как собственника от государства как функции является едва ли не главной проблемой переходной экономики.** Если эта проблема решается не на основе синхронной приватизации всех вещественных факторов производства, то либо нарушаются хозяйственные связи в экономике, либо останавливаются экономические реформы.

Рассматривая трансформацию отношений собственности на землю, в ходе формирования рыночной экономики, следует констатировать, что этот процесс может осуществляться в форме приватизации и разгосударствления. Это взаимосвязанные составляющие единого процесса преобразования государственной собственности, сложившейся в плановой экономике, в частную собственность граждан и юридических лиц. Единство сущности конечного результата приватизации и разгосударствления – создание условий для формирования соответствующего сущности рынка процесса обмена всех факторов производства, делающего частную собственность экономической реальностью.

Различие между приватизацией и разгосударствлением в рамках единого процесса преобразования отношений собственности вытекает из взаимосвязи форм собственности и форм ее реализации (форм рынка в его узком понимании как фазы обмена) и определяется способом отчуждения производственных ресурсов. Приватизация – это смена собственника ресурса путем, как правило, акта купли-продажи, то есть путем реализации в той или иной форме принадлежащей государству собственности гражданам и юридическим лицам, то есть создание частной собственности. Государство как собственник соответствующих объектов также оказывается в этом случае частным собственником как юридическое лицо.

Изменение государственной собственности путем ее разгосударствления состоит в том, что объект собственности передается гражданам и юридическим лицам в аренду, залог, доверительное управление и т.д., то есть различия между приватизацией и разгосударствлением пролегают по линии объема передаваемых прав собственника. ***В первом случае собственных обладает правом владения, пользования и распоряже-***

ния объектом собственности и результатами использования объекта, во втором - только правом распоряжения объектом собственности. Различия, таким образом, основаны на том, что отношения собственности представляют собой единство прав владения, пользования и распоряжения объектом собственности, следовательно, на том, что объект собственности может одновременно принадлежать разным физическим или юридическим лицам.

Содержательная однородность приватизации и разгосударствления как форм рыночной экономики состоит в том, что арендуемый или заложенный объект собственности может переходить тем или иным путем в собственность арендатора или залогодержателя. Нормальное функционирование рыночной экономики предполагает наличие определенного соотношения между разными формами отчуждения собственности, то есть между отношениями купли-продажи, залога, аренды и т.д. Это соотношение определяет интенсивность движения отношений собственности, а, следовательно, и экономической системы в целом. Это соотношение зависит от структуры рынка, в частности, от удельного веса в нем земли и других элементов недвижимости.

Опыт существования рыночной экономики свидетельствует о том, что вещественные факторы производства, с применением которых функционирует материальная сфера, как правило, принадлежат в качестве частной собственности гражданам и юридическим лицам.

Однако в условиях переходной экономики во многих странах, в том числе и в Республике Узбекистан, земли сельскохозяйственного назначения находятся в собственности государства и передаются сельскохозяйственным товаропроизводителям в пользование в виде бессрочного или долгосрочного пользования, а также аренды. **Эта специфика отношений собственности к сельскохозяйственным землям предопределяет особенности их стоимостной оценки в пользовании**. Существо этих особенностей предопределяется объемом прав собственности, предоставляемых различным хозяйствующим субъектам, занятых в сфере сельскохозяйственного производства. При этом, развивая сельскохозяйственный бизнес на основе вышерассмотренных отношений собственности к главному средству сельскохозяйственного производства, предприниматель (товаропроизводитель), должен иметь возможности осуществлять оборот и при необходимости возвращать вложенные им средства в развитие сельскохозяйственного производства, аналогично другим отраслям экономики. Это условие хозяйствования должно базироваться на:

· объективном росте стоимости земель сельскохозяйственного назначения за счет инвестирования в повышение продуктивности сельскохозяйственных угодий и создания для этих целей необходимых объектов недвижимости на землях несельскохозяйственного назначения;

· формировании и развитии земельных рынков, обеспечивающих оборот вещественных факторов сельскохозяйственного производства.

Эти базовые условия объективно предполагают необходимость, с одной стороны, выработки и реализации механизмов оценки роста стоимости сельскохозяйственных земель в процессе их использования, изучения взаимосвязей и взаимозависимостей инвестирования в улучшение качества земель и повышение продуктивности сельскохозяйственных угодий, и, с другой стороны, формирования и развития различных сегментов земельных рынков.

При этом следует учитывать, что рост стоимостной оценки земель сельскохозяйственного назначения за счет повышения продуктивности сельскохозяйственных угодий тесным образом связан с затратами на совершенствование их ирригационно-мелиоративного, полезащитного, инженерного и других видов обеспечения, а также с внедрением новых технологий производства сельскохозяйственной продукции и т.д. В этой связи **стоимостная оценка земель сельскохозяйственного назначения в пользовании, особенно в орошаемом земледелии, должна представлять собой комплексную оценку всего земельно-водного комплекса, функционирующего во взаимосвязи и взаимозависимости и обусловливающего соответствующую продуктивность и доходность сельскохозяйственных угодий**. Это положение легко подтвердить отдельными фактами. Так, будет некорректным отнесение только на пахотное или какое-либо другое сельскохозяйственное угодье всего полученного дохода, без учета сопутствующих этому факторов (состояние и обеспеченность земельного участка ирригационно-мелиоративной сетью, полезащитными полосами, защищающими посевы и повышающие урожайность сельскохозяйственных культур на 15-20 % и т.д.). **Из этого следует, что при стоимостной оценке сельскохозяйственных угодий в пользовании должны учитываться не только качественные показатели и характеристики (в частности, местоположение, размеры, бонитет почв и др.), но и соответствующая «инфраструктура», оказывающая существенное влияние на эффективность использования этих угодий.**

При стоимостной оценке сельскохозяйственных земель в пользовании следует также учитывать ряд особенностей организации производ-

ства, которые оказывают влияние на стоимостную оценку земель (применяемые технологии выращивания культур, системы земледелия и т.д.). В обобщенном виде эти факторы формирования стоимостной оценки земель сельскохозяйственного назначения

$$C = f(П, И_к, К_з),$$

где $П$ – функция, характеризующая объем предоставленных прав на земли и их стоимостную оценку;

$И_к$ – функция, характеризующая имущественный (земельно-водный и др.) комплекс, необходимый для использования земель, и его взаимосвязь со стоимостной оценкой земель;

$К_з$ – уровень внедрения современных систем земледелия и его взаимосвязь со стоимостной оценкой земель.

К этим особенностям следует отнести действие таких факторов, как пространственное размещение производства, время необходимое для получения сельскохозяйственной продукции и связанные с этим риски.

Рассматривая влияние фактора размещения производства следует подчеркнуть, что современные системы земледелия обусловливают тесную взаимосвязь всех земельных угодий в процессе сельскохозяйственного производства. Так, применение современных систем земледелия объективно предполагает введение и освоение научно-обоснованных севооборотов. В этой связи на конкретном земельном участке орошаемой пашни по мере ротации севооборота будет осуществляться чередование посевов различных сельскохозяйственных культур, имеющих разную доходность. Отсюда стоимостная оценка этого участка должна носить обобщенный характер, учитывающий фактическую сложившуюся структуру посевных площадей на севооборотном массиве. В этой связи оценка земель будет осуществляется по принципу от общего к частному. Необходимость применения этого принципа предопределяется и действующей системой бухгалтерского учета и статистической отчетности.

Важное значение при стоимостной оценке земель сельскохозяйственного назначения должно придаваться учету фактора времени. Это требование вытекает из необходимости:

- затрат на продолжительный период времени для производства сельскохозяйственной продукции;
- меньших сроков, по отношению к другим видам имущества, использования прикрепленных и неприкрепленных к земле активов;
- проведения в соответствии с оценочным законодательством стоимостной оценки земель по состоянию на конкретную дату оценки.

Для подтверждения этого достаточно лишь обратиться к некоторым примерам. Так, для получения продукции садоводства и виноградарства необходимо только 3-4 года до вступления садов и виноградников в стадию плодоношения. При этом произведенные за это время затраты по созданию и уходу за насаждениями нередко относятся на себестоимость производства и не находят отражения как затраты под будущее производство. Это положение предопределяет необходимость внесения при оценочных работах корректировок в данные по производственно-финансовым результатам деятельности сельскохозяйственного товаропроизводителя. Кроме того, при стоимостной оценке земель сельскохозяйственного назначения следует учитывать и особенности отдельных видов угодий и сельскохозяйственных посевов. Так, срок активного плодоношения быстрорастущих сортов деревьев не превышает 3-4 лет, а медленнорастущих – 8-10 лет. В земледелии производство разных видов продукции требует различных временных сроков: многолетние травы дают продукцию в течение 3 лет, а от посева до уборки урожая однолетних посевов проходит от 2-3 до 7-8 месяцев и т.д. А это значит, что стоимостная оценка земель сельскохозяйственного назначения по состоянию на конкретную дату объективно предполагает необходимость оценки *«незавершенного сельскохозяйственного производства»*, к которому должны относиться угодья и посевы, в которые на дату оценки уже вложены средства, но продукция в полном объеме еще не получена. В этой связи должны быть выработаны общепринятые подходы и методы стоимостной оценки этих угодий и посевов. Одновременно с этим необходимо выработать и общие подходы к определению норм амортизации средств, вкладываемых в отдельные виды угодий.

Стоимостная оценка земель сельскохозяйственного назначения в пользовании тесным образом связана с риском инвестирования сельскохозяйственного сектора экономики вследствие широкого круга причин, в числе которых немаловажное значение имеет природно-климатический фактор. Сельскохозяйственные риски оказывают существенное влияние на распределение производственных ресурсов. Повышению инвестиционной привлекательности сельхозпроизводства, в силу его подверженности рискам, призвано способствовать сельскохозяйственное страхование. Вместе с другими инструментами аграрной политики страхование урожая смягчает негативное воздействие колебаний на доход сельскохозяйственных производителей. Основные цели развития страхования состоят в том, чтобы сократить неэффективность в народнохо-

зяйственном масштабе и стабилизировать доходы в сельских регионах. Однако страхование рисков в сельскохозяйственном производстве остается дорогостоящим. Основной причиной высокой стоимости страхования является большой потенциал риска. Риск усугубляется тем, что страховое покрытие остается высоким, а страхуемые риски и страховые события малодифференцированными. Более того, имеются недостатки в механизме определения страховой суммы. Повышение мотивации страховых фирм к установлению обоснованных размеров премий и правильной оценке ущерба приведет к повсеместному росту эффективности системы сельскохозяйственного страхования.

При этом необходимо соблюдать следующие основные требования:

- искажение рыночных механизмов при страховании должно быть минимальным;
- страховые схемы не должны оказывать влияния на конкурентоспособность предприятий;
- вводимые страховые схемы должны разрабатываться таким образом, чтобы их можно было использовать на частном страховом рынке практически без участия государства;
- страхование не должно финансировать или компенсировать долгосрочное снижение производства.

Стоимостная оценка земель сельскохозяйственного назначения, как вещественного фактора сельскохозяйственного производства (бизнеса), должна осуществляться в соответствии с общепринятыми международными требованиями и национальной нормативно-правовой базой производства этих работ. Не преследуя цели подробного рассмотрения этих подходов при стоимостной оценке земель сельскохозяйственного назначения, остановимся лишь на их основных особенностях.

Независимо от используемых подходов, оценке должна предшествовать тщательная экспертиза правоустанавливающих документов на пользование землями и достоверности комплексного и качественного учета оцениваемых земель. В этих целях могут использоваться данные земельного кадастра, выданные органами управления и регистрации земельных ресурсов.

Стоимостная оценка земель сельскохозяйственного назначения в пользовании производится затратным, доходным и сравнительным методами.

При затратном подходе стоимостной оценки земель сельскохозяйственного назначения в пользовании учитываются все балансовые и внебалансовые затраты, связанные с организацией и технологическим

процессом производства на этих землях сельскохозяйственной продукции. В общем виде эти затраты $З$ имеют вид:

$$З = \sum З_1 + \sum З_2 + \sum З_3,$$

где $З_1$ – сумма затрат, связанных с оформлением прав пользования землями, включая затраты на компенсацию потерь и возмещение ущерба прежнему землепользователю в связи с предоставлением земель новому землепользователю;

$З_2$ – сумма затрат, связанных с формированием инфраструктуры, необходимой для организации производства продукции;

$З_3$ – сумма затрат, связанных с организацией и обеспечением технологического процесса выращивания сельскохозяйственных культур и производством продукции.

Затраты на общехозяйственные и общепроизводственные цели следует учитывать в долевом их участии в развитии земледелия. После установления этих затрат дальнейшие расчеты производятся в порядке аналогичном оценке затратным подходом других видов активов.

Доходный подход к стоимостной оценке земель сельскохозяйственного назначения в пользовании базируется на капитализации прибыли, которую возможно получить за счет наилучшего использования оцениваемых земель. При этом следует исходить из того, что эта прибыль $\Delta П$ находится в функциональной зависимости от ряда основных компонентов использования земель и организации производства, и в обобщенном виде может быть выражена как

$$\Delta П = f(В,С,Ц),$$

где $В$ – система мер по повышению продуктивности земель сельскохозяйственного назначения;

$С$ – система мер по оптимизации затрат на производство продукции растениеводства;

$Ц$ – система мер по повышению стоимости реализуемой сельскохозяйственной продукции.

При рассмотрении вопроса повышения продуктивности земель сельскохозяйственного назначения должна учитываться реализация таких мер, как внедрение более продуктивных сортов сельскохозяйственных культур, ликвидация изреженности посевов и повышение полноценности использования гектара земель, повышение культуры земледелия, введение и освоение севооборотов, проведение мероприятий по улучшению ирригационно-мелиоративного состояния земель, противоэрозионных и других мероприятий.

При рассмотрении мер по оптимизации затрат на производство продукции растениеводства, необходимо произвести нормализацию финансовой документации и чистой прибыли сельскохозяйственного товаропроизводителя на основе научно-обоснованных технологических карт возделывания сельскохозяйственных культур.

При рассмотрении вопроса повышения стоимости производимой сельскохозяйственной продукции следует учитывать возможности ее реализации только по рыночным ценам (исключая реализацию ее по заниженным ценам), а также повышения ее сортности и качества, в том числе за счет производства экологически чистой продукции.

На основе разработанных мер по повышению продуктивности земель сельскохозяйственного назначения, оптимизации затрат на производство сельскохозяйственной продукции и повышения ее качества необходимо провести нормализацию производственно-финансовой документации, собранной на этапе изучения объекта оценки. При этом следует особо обратить внимание на использование технологий выращивания сельскохозяйственных культур, соответствующих научно-обоснованным региональным системам земледелия. Из затрат на производство сельскохозяйственной продукции должны быть исключены нехарактерные, не имеющие отношения к производству расходы (в том числе на пересев сельскохозяйственных культур, сверхнормативные поливы и обработки посевов и т.д.) на основе проведенных корректировок, которые используются в дальнейших расчетах с учетом прогнозных показателей бизнес-плана для определения стоимостной оценки земель сельскохозяйственного назначения в пользовании либо методом дисконтирования денежных потоков, либо капитализации прибыли. Эти методы используются в том же порядке, что и при стоимостной оценке различных видов активов, приносящих доход.

Сравнительный подход в стоимостной оценке земель сельскохозяйственного назначения базируется на выборе аналогов, использовании мультипликаторов и поправочных коэффициентов. В этой связи при стоимостной оценке возникает необходимость обоснованного выбора:

- аналога вовлекаемых в гражданско-правовой оборот земель сельскохозяйственного назначения;
- мультипликаторов, применение которых позволяет определить базовую стоимостную оценку земель;
- поправочных коэффициентов, оказывающих влияние на формирование стоимостной оценки земель;

· факторов, влияние которых на стоимостную оценку земель сельскохозяйственного назначения не превышает точности производимых расчетов, т.е. факторов, которые можно в конкретных случаях не принимать во внимание.

При выборе аналогов в обязательном порядке должно обеспечиваться выполнение следующих условий:

· соответствие целевого назначения в использовании земель аналога и оцениваемых земель (объем предоставленных прав собственности, сегментирование по специализации);

· размещение аналога в идентичных природно- и агроклиматических условиях, что и оцениваемые земли сельскохозяйственного назначения.

Применяемые при сравнительном подходе мультипликаторы должны учитывать объективные экономические условия использования земель сельскохозяйственного назначения (расположение, качество земель, взаимосвязь с рынками сбыта и переработки продукции, оптимизация сочетания отраслей производства и т.д.), а поправочные коэффициенты должны, в первую очередь, учитывать особенности уровня хозяйствования и использования оцениваемых земель сельскохозяйственного назначения.

Использование сравнительного подхода в стоимостной оценке земель сельскохозяйственного назначения в пользовании в республике в настоящее время предоставляется весьма проблематичным. Это обусловлено рядом причин, главной из них является отсутствие соответствующего (организованного) земельного рынка.

4.2. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования

Машины и оборудование, как активная часть основных фондов, составляют технологическую основу любого предприятия, являясь существенной частью его имущественного комплекса. Цели и мотивы их оценки многообразны. Однако все многообразие конкретных целей и мотивов оценки машин и оборудования может быть сведено к трем различным непересекающимся целевым установкам:

· независимая от других видов имущества оценка машин и оборудования. Как правило, это оценка по отдельным инвентарным единицам с целью их купли-продажи, сдачи в аренду, лизинг, в залог и т.п.;

· оценка машин и оборудования, как один из этапов оценки (переоценки) основных фондов;

· оценка машин и оборудования, как один из этапов оценки предприятия в целом.

В отличие от первого случая, во втором и третьем речь идет о полной оценке всей совокупности машин и оборудования рассматриваемого предприятия. Во втором и третьем случае возникает также проблема разграничения машин и оборудования как объектов оценки, с одной стороны, и зданий и сооружений – с другой. Необходимость такого разграничения вызывается различием технологий и методов оценки стоимости этих элементов основных фондов, методов оценки их износа и обесценения.

Как объекты оценки машины и оборудование характеризуются следующими отличительными чертами:

· не связанностью с землей;

· возможностью перемещения в другое место без причинения невосполнимого физического ущерба как самим себе, так и той недвижимости, к которой они были временно присоединены;

· возможностью быть как функционально самостоятельными, так и образовывать технологические комплексы.

Эти черты существенно отличают машины и оборудование от других видов имущества, прежде всего, от зданий и сооружений, что, как правило, затрудняет процесс оценки.

Во-первых, для машин и оборудования нет таких обобщающих технико-экономических показателей (стоимость 1 кв.м площади, 1 куб.м объема, 1 погонного метра длины и т.п.), а использование при оценке машин и оборудования удельных весов стоимостей приемлемо только в крайне редких случаях.

Во-вторых, номенклатура машин и оборудования, их функциональные, конструктивные и эксплуатационные характеристики, а, следовательно, и ценовые параметры изменяются более динамично и радикально. Это обстоятельство резко снижает возможности и границы применения в целях оценки средних цен или индексов средних цен.

В-третьих, машины и оборудование редко воспроизводятся в виде точных копий, что во многих случаях делает невозможным прямое определение их восстановительной стоимости как стоимости воспроизводства. Она трактуется в этих случаях расширительно, т.е. не как стоимость воспроизводства, а как стоимость замещения, или (при отсутствии приемлемых аналогов) определяется индексными методами.

В-четвертых, для машин и оборудования гораздо более актуальной, чем для недвижимости, более трудной в определении и более значимой

по своим последствиям являются проблема физического и функционального (как морального, так и технологического) износа и обесценения.

В-пятых, при определении стоимости машин и оборудования, особенно сложных видов техники, необходимо учитывать степень их комплексности, их соответствие требованиям стандартов, техническим условиям или другой нормативно-технической документации, внося соответствующие поправки. С оценкой сложной техники связана еще одна проблема – необходимость и возможность оценки этой техники не только в целом как единой системы или одной инвентарной единицы, но и по основным ее составляющим – узлам и агрегатам, которые на бухгалтерском учете рассматриваемого предприятия как самостоятельные инвентарные единицы могут и не состоять.

В-шестых, при оценке машин и оборудования необходимо учитывать наличие или отсутствие системы гарантийного и постгарантийного (ремонтного) обслуживания, а также степень ремонтопригодности оцениваемых объектов в случае осуществления ремонта собственными силами пользователя. При этом следует иметь в виду, что она определяется не только технической возможностью ремонта и сложностью его технологии, но и возможностью приобретения необходимого комплекта запасных частей. Так, для машин и оборудования, снятых с производства, как правило, прекращается и выпуск запасных частей.

В-седьмых, перед товаропроизводящей сетью машин и оборудования (как на первичном, так и на вторичном рынках) остро стоят задачи продвижения товара и расширения рынков сбыта. Поэтому они далеко не всегда ориентируются на его себестоимость, цену приобретения или остаточную балансовую стоимость при определении нижней границы цены предложения. В силу этого она может быть и заниженной, что следует иметь в виду при ориентации на цены аналогов.

В-восьмых, у наиболее активных, и, следовательно, наиболее массовых продавцов доля рекламных и маркетинговых затрат в цене единицы машины (оборудования) достигает больших величин, не позволяющих игнорировать их. В то же время определение этих элементов продажной цены объектов-аналогов далеко не всегда возможно, что существенно усложняет процесс оценки.

В-девятых, при оценке стоимости машин и оборудования необходимо учитывать стадию «жизненного цикла», на которой находится в момент оценки либо сам оцениваемый объект, либо объект-аналог, внося соответствующие коррективы в определяемую величину оценочной стоимости.

В-десятых, оценку стоимости машин и оборудования, особенно простыми методами (затратным и рыночных сравнений), затрудняет высокий удельный вес импортного оборудования как в составе действующего машинного парка, так и, особенно, на сегодняшнем отечественном рынке машин (отечественные и импортные машины, как правило, несопоставимы не только по техническому уровню и уровню качества, но и по ценам). Следует иметь в виду, что стоимость импортного товара складывается из его таможенной стоимости, суммы акцизов по подакцизным товарам, таможенной (импортной) пошлины, сборов за таможенное оформление, а также прочих накладных расходов по импорту без учета уплаченного НДС. Изменение таможенной и протекционистской политики существенно меняет цены на импортные машины и оборудование.

В-одиннадцатых, многообразие типов, размеров, типоисполнений, производителей, продавцов, наличие большого числа инвентарных единиц техники порождает свою цену предложения.

При оценке машин и оборудования применяются три подхода: затратный, сравнительный и доходный.

Затратный подход при оценке машин и оборудования основан на принципе замещения. Для определения стоимости восстановления или стоимости замещения, являющихся базой расчетов в затратном подходе, необходимо рассчитать затраты (издержки), связанные с созданием, приобретением и установкой оцениваемого объекта.

Под *стоимостью восстановления* оцениваемых машин и оборудования понимается либо стоимость воспроизводства их полной копии в текущих ценах на дату оценки, либо стоимость приобретения нового объекта, полностью идентичного данному по конструктивным, функциональным и другим характеристикам, тоже в текущих ценах. Остаточная же стоимость определяется как восстановительная стоимость за вычетом совокупного износа.

Под *стоимостью замещения* оцениваемой машины или оборудования понимается стоимость приобретения аналогичного нового объекта, максимально близкого к оцениваемому по всем функциональным, конструктивным и эксплуатационным характеристикам, в текущих ценах. Остаточная стоимость замещения определяется как стоимость замещения за вычетом износа.

Таким образом, в первом случае речь идет об идентичных объектах, а во втором – об аналогичных.

по своим последствиям являются проблема физического и функционального (как морального, так и технологического) износа и обесценения.

В-пятых, при определении стоимости машин и оборудования, особенно сложных видов техники, необходимо учитывать степень их комплексности, их соответствие требованиям стандартов, техническим условиям или другой нормативно-технической документации, внося соответствующие поправки. С оценкой сложной техники связана еще одна проблема – необходимость и возможность оценки этой техники не только в целом как единой системы или одной инвентарной единицы, но и по основным ее составляющим – узлам и агрегатам, которые на бухгалтерском учете рассматриваемого предприятия как самостоятельные инвентарные единицы могут и не состоять.

В-шестых, при оценке машин и оборудования необходимо учитывать наличие или отсутствие системы гарантийного и постгарантийного (ремонтного) обслуживания, а также степень ремонтопригодности оцениваемых объектов в случае осуществления ремонта собственными силами пользователя. При этом следует иметь в виду, что она определяется не только технической возможностью ремонта и сложностью его технологии, но и возможностью приобретения необходимого комплекта запасных частей. Так, для машин и оборудования, снятых с производства, как правило, прекращается и выпуск запасных частей.

В-седьмых, перед товаропроизводящей сетью машин и оборудования (как на первичном, так и на вторичном рынках) остро стоят задачи продвижения товара и расширения рынков сбыта. Поэтому они далеко не всегда ориентируются на его себестоимость, цену приобретения или остаточную балансовую стоимость при определении нижней границы цены предложения. В силу этого она может быть и заниженной, что следует иметь в виду при ориентации на цены аналогов.

В-восьмых, у наиболее активных, и, следовательно, наиболее массовых продавцов доля рекламных и маркетинговых затрат в цене единицы машины (оборудования) достигает больших величин, не позволяющих игнорировать их. В то же время определение этих элементов продажной цены объектов-аналогов далеко не всегда возможно, что существенно усложняет процесс оценки.

В-девятых, при оценке стоимости машин и оборудования необходимо учитывать стадию «жизненного цикла», на которой находится в момент оценки либо сам оцениваемый объект, либо объект-аналог, внося соответствующие коррективы в определяемую величину оценочной стоимости.

В-десятых, оценку стоимости машин и оборудования, особенно простыми методами (затратным и рыночных сравнений), затрудняет высокий удельный вес импортного оборудования как в составе действующего машинного парка, так и, особенно, на сегодняшнем отечественном рынке машин (отечественные и импортные машины, как правило, несопоставимы не только по техническому уровню и уровню качества, но и по ценам). Следует иметь в виду, что стоимость импортного товара складывается из его таможенной стоимости, суммы акцизов по подакцизным товарам, таможенной (импортной) пошлины, сборов за таможенное оформление, а также прочих накладных расходов по импорту без учета уплаченного НДС. Изменение таможенной и протекционистской политики существенно меняет цены на импортные машины и оборудование.

В-одиннадцатых, многообразие типов, размеров, типоисполнений, производителей, продавцов, наличие большого числа инвентарных единиц техники порождает свою цену предложения.

При оценке машин и оборудования применяются три подхода: затратный, сравнительный и доходный.

Затратный подход при оценке машин и оборудования основан на принципе замещения. Для определения стоимости восстановления или стоимости замещения, являющихся базой расчетов в затратном подходе, необходимо рассчитать затраты (издержки), связанные с созданием, приобретением и установкой оцениваемого объекта.

Под *стоимостью восстановления* оцениваемых машин и оборудования понимается либо стоимость воспроизводства их полной копии в текущих ценах на дату оценки, либо стоимость приобретения нового объекта, полностью идентичного данному по конструктивным, функциональным и другим характеристикам, тоже в текущих ценах. Остаточная же стоимость определяется как восстановительная стоимость за вычетом совокупного износа.

Под *стоимостью замещения* оцениваемой машины или оборудования понимается стоимость приобретения аналогичного нового объекта, максимально близкого к оцениваемому по всем функциональным, конструктивным и эксплуатационным характеристикам, в текущих ценах. Остаточная стоимость замещения определяется как стоимость замещения за вычетом износа.

Таким образом, в первом случае речь идет об идентичных объектах, а во втором – об аналогичных.

Основной недостаток затратного подхода – слабый учет степени полезности объекта для текущего или потенциального собственника.

В затратном подходе к оценке машин и оборудования выделяются следующие методы: метод расчета по цене однородного объекта; метод поэлементного расчета; индексный метод оценки.

Метод расчета по цене однородного объекта. Расчет ведется в следующей последовательности:

1. Для оцениваемого объекта подбирается однородный объект, похожий на оцениваемый, прежде всего, по технологии изготовления, используемым материалам, конструкции. Цена на однородный объект должна быть известна.

2. Определяется полная себестоимость производства однородного объекта по формуле[1]:

$$C_{с.од} = \frac{(1 - H_{дс}) \times (1 - H_{пр} - K_р) \times Ц_{од}}{1 - H_{пр}},$$

где $C_{с.од}$ – полная себестоимость производства однородного объекта;

$H_{дс}$ – ставка налога на добавленную стоимость;

$H_{пр}$ – ставка налога на прибыль;

$K_р$ – показатель рентабельности продукции;

$Ц_{од}$ – цена однородного объекта.

3. Рассчитывается полная себестоимость оцениваемого объекта. Для этого в себестоимость однородного объекта вносятся корректировки, учитывающие различия в массе объектов:

$$C_о = C_{с.од} \frac{G_о}{G_{од}},$$

где $C_о$ – полная себестоимость производства оцениваемого объекта;

$G_о$, $G_{од}$ – масса конструкции оцениваемого и однородного объектов, соответственно.

4. Определяется восстановительная стоимость оцениваемого объекта по формуле:

$$S_о = \frac{(1 - H_{пр}) \times C_о}{1 - H_{пр} - K_р},$$

где $S_о$ – восстановительная стоимость оцениваемого объекта.

---

[1] Ковалев А.П. Оценка стоимости активной части основных фондов. Учебно-методическое пособие. М.: Финстатинформ, 1997.

Если оцениваются машины и оборудование, спрос на которые отсутствует, то их стоимость принимается на уровне себестоимости.

Метод поэлементного расчета. При использовании данного метода осуществляются следующие этапы работы:

1. Составляется перечень комплектующих узлов и агрегатов оцениваемого объекта. При наличии развитого рынка комплектующих изделий собирается ценовая информация по комплектующим.

2. Определяется полная себестоимость объекта оценки по формуле:

$$C_п = \sum Ц_э + B,$$

где $C_п$ – полная себестоимость производства оцениваемого объекта;

$Ц_э$ – стоимость комплектующего узла или агрегата;

B – собственные затраты изготовителя (например, стоимость сборки).

3. Рассчитывается восстановительная стоимость оцениваемого объекта – $S_э$.

Пример. *Имеем компьютер Pentium IV со следующими основными характеристиками:;*

512 Мб – оперативной памяти;

80 Гб – объем жесткого диска;

3,5" – дисковод;

CDROM-RW 52x48x52;

Монитор 17";

Клавиатура и мышь;

Колонки.

Рыночная стоимость этого компьютера будет складываться из следующих составляющих:

1. Материнская плата Pentium – 78 долл.США;

2. Процессор INTEL Pentium IV 3.O GHz – 180 долл.США;

3. Память SIMM 256 Мб (2 шт.) – 40 долл.США;

4. Дисковод 3,5" – 6 долл.США;

5. Жесткий диск 80Гб – 60 долл.США;

6. Видеоплата VGA GEFORCE FX-5200 – 45 долл.США;

7. Монитор Samsung 17" – 115 долл.США;

8. Корпус – 20 долл.США;

9. Клавиатура + оптическая мышь – 20 долл.США;

10. Speakers (колонки) – 10 долл.США.

Итого стоимость комплектующих: 774 долл.США.

Продажная цена этого компьютера может быть больше суммарной стоимости комплектующих, за счет надбавки за сбор. Как правило, эта

надбавка может достигать до 20% от суммарной стоимости комплектующих. Таким образом, рыночная стоимость указанного компьютера может составлять до 930 долларов США.

Индексный метод оценки. При использовании данного метода осуществляется приведение базовой стоимости объекта оценки (первоначальной балансовой стоимости или восстановительной стоимости по предыдущей переоценке) к современному уровню с помощью индекса (или цепочки индексов) изменения цен по соответствующей группе машин и оборудования за соответствующий период:

$$S_e = S_o \times Y,$$

где S_o – базовая стоимость объекта;

Y – индекс изменения цен.

Возможно осуществление индексирования затрат, из которых складывается себестоимость оцениваемого объекта. При этом используются ценовые индексы ресурсов. Для определения остаточной стоимости машин и оборудования из восстановительной стоимости вычитается суммарный износ: физический, функциональный и внешний.

Очевидно, что нормативная переоценка основных фондов на основе коэффициентов органов статистики является частным случаем индексного метода оценки.

В качестве индексов изменения цен могут использоваться:

- индекс-дефлятор валового внутреннего продукта;
- сводный индекс цен производителей промышленной продукции;
- индекс инфляции, применяемый для индексации стоимости основных фондов;
- средние индексы органов статистики по ценам по отраслям и товарным группам, а также индексы инфляции и валютные курсы.

Сравнительный подход к оценке стоимости машин и оборудования представлен, прежде всего, *методом прямого сравнения.* Объект-аналог должен иметь то же функциональное назначение, полное квалификационное подобие и частичное конструкторско-технологическое сходство.

Расчет данным методом осуществляется в несколько этапов.

1. Нахождение объекта-аналога.

2. Внесение корректировок в цену аналога. Корректировки бывают двух видов: коэффициентные (вносимые умножением на коэффициент) и поправочные (вносимые прибавлением или вычитанием абсолютной поправки). При этом следует соблюдать определенную последо-

вательность при внесении поправок: в первую очередь, делаются коэффициентные корректировки, а затем – поправочные.

Метод прямого сравнения или аналогов является при оценке машин и оборудования наиболее универсальным и очевидным, а при определении стоимости по ценам предложения или статистики продаж – и наиболее «рыночным». Это основной метод оценки машин и оборудования. Следует отметить, что наряду с рыночными в рамках этого метода могут использоваться и нерыночные аналоги, например, объекты прежних (дореформенных) прейскурантов оптовых цен с поправкой этих цен на индекс инфляции.

Главные проблемы этого метода – трудности с получением необходимой информации (текущих рыночных цен на машины и оборудование), созданием баз данных, с выбором аналогов, адекватных оцениваемым объектам, с учетом степени несовпадения состава и численных значений характеристик аналогов и оцениваемых объектов. Данный метод самодостаточен лишь при определении стоимости в обмене, т.е. когда речь идет об оценке стоимости с целью продажи, сдачи в залог, аренду, лизинг. В продолжении дальнейшего использования объекта оценки по месту его настоящей установки, к рыночной стоимости, определенной данным методом, необходимо добавить затраты на транспортировку, монтаж и другие, так называемые, установочные затраты.

При подборе аналогов и определении степени сходства сравниваемых машин и единиц оборудования различают три уровня их близости или подобия.

Первый уровень предполагает функциональное сходство, которое может быть полным или частичным. При этом множество функций, выполняемых объектом оценки и его аналогом, может находиться в отношениях пересечения или вхождения. Функциональное сходство определяется принадлежностью кандидата в аналоги к той же группе машин, к которой относится и объект оценки. Функциональное сходство определяется с помощью тех или иных классификаторов – ОКОФ, Справочника норм амортизационных отчислений и т.п.

При наличии функционального сходства на более высоком *втором уровне* рассматривают конструктивное сходство, т.е. сходство машин по конструктивной схеме, составу и однородности элементов и их компановки.

Наиболее высокий *третий уровень* сходства называется параметрическим. Он означает совпадение или близость не только конструкции и

функций сравниваемых машин, но также состава и значений их технико-экономических параметров.

При полном сходстве принято говорить об идентичности объектов сравнения, при частичном и неполном – об их аналогии.

Следующим шагом после выбора объекта-аналога, наиболее близкого по функциональному значению, конструкции, составу и численным значениям своих технических характеристик к оцениваемому объекту, является учет того влияния на величину искомой оценочной стоимости, которое оказывают различия в численных значениях указанных характеристик сравниваемых объектов.

Стоимость машины или единицы оборудования при этом определяется по формуле:

$$V = V_{ан} \times K_1 \times K_2 \times K_3 \ldots K_n \pm V_{доп},$$

где $V_{ан}$ – цена объекта-аналога;

K_1, K_2 K_3 ... K_n – корректирующие коэффициенты, учитывающие отличия в значениях параметров оцениваемых объекта и аналога;

$V_{доп}$ – цена дополнительных устройств, наличием которых отличается сравниваемый объект.

Доходный подход в оценке машин и оборудования. Для реализации этого подхода необходимо спрогнозировать ожидаемый доход от оцениваемого объекта. Но применительно к машинам и оборудованию напрямую решить эту задачу невозможно, поскольку доход создается всем производственно-имущественным комплексом. Поэтому предлагается поэтапное решение задачи.

1. Рассчитывается операционный доход от функционирования производственной системы (предприятия, цеха, участка).

2. Методом остатка определяется та часть дохода, которую можно отнести к машинному парку и оборудованию этой системы.

3. С помощью метода дисконтирования или метода капитализации определяется стоимость всего машинного парка и оборудования.

Метод капитализации применим при оценке машин и оборудования главным образом в случаях «системной оценки», так как в основном только в этих случаях возможна и целесообразна локализация соответствующего потока доходов и затрат и соотнесение его с объектом оценки. Помимо оценки производственно-технологических систем этот метод применим также при оценке так называемого бизнесобразующего оборудования (например, дорогостоящих транспортных средств), с помощью которого выполняют непосредственно оплачиваемые работы.

В целом же, в связи с тем, что каждый подход к стоимостной оценке машин и оборудования имеет не только достоинства, но и недостатки, для обеспечения большей обоснованности и точности оценки в общем случае рекомендуется использовать одновременно несколько методов, предполагая, что истинная стоимость оцениваемого объекта лежит в интервале значений, полученных разными методами.

Хотя выбор конкретного метода в основном обусловлен характером доступной информации, особенностями рынка и спецификой самого оцениваемого объекта, результат оценки должен быть один – рыночная стоимость, если все примененные методы во всех своих элементах основывались на рыночной информации.

4.3. Оценка стоимости нематериальных активов

В соответствии с Гражданским Кодексом Республики Узбекистан определены основные виды нематериальных активов. С позиций стоимостной оценки к нематериальным можно отнести активы:

- либо не имеющие материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не имеет существенного значения для их использования в хозяйственной деятельности;
- способные приносить доход;
- приобретенные с намерением использовать их в течение длительного периода (свыше одного года).

Нематериальные активы можно подразделить на четыре основные группы:

1. Интеллектуальная собственность.
2. Имущественные права.
3. Отложенные или отсроченные расходы.
4. Цена фирмы (гудвил).

В рамках **интеллектуальной собственности** выделяются:

- права на объекты промышленной собственности (изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки и знаки обслуживания, фирменные наименования, наименования мест происхождения товаров и меры по пресечению недобросовестной конкуренции);
- права на секреты производства (ноу-хау);
- права на объекты авторского права и смежных прав: на все виды научных, литературных, художественных произведений, программные продукты для ЭВМ и базы данных, топологии интегральных микросхем.

В обобщенном виде эти активы приводятся на рис. 4-1.

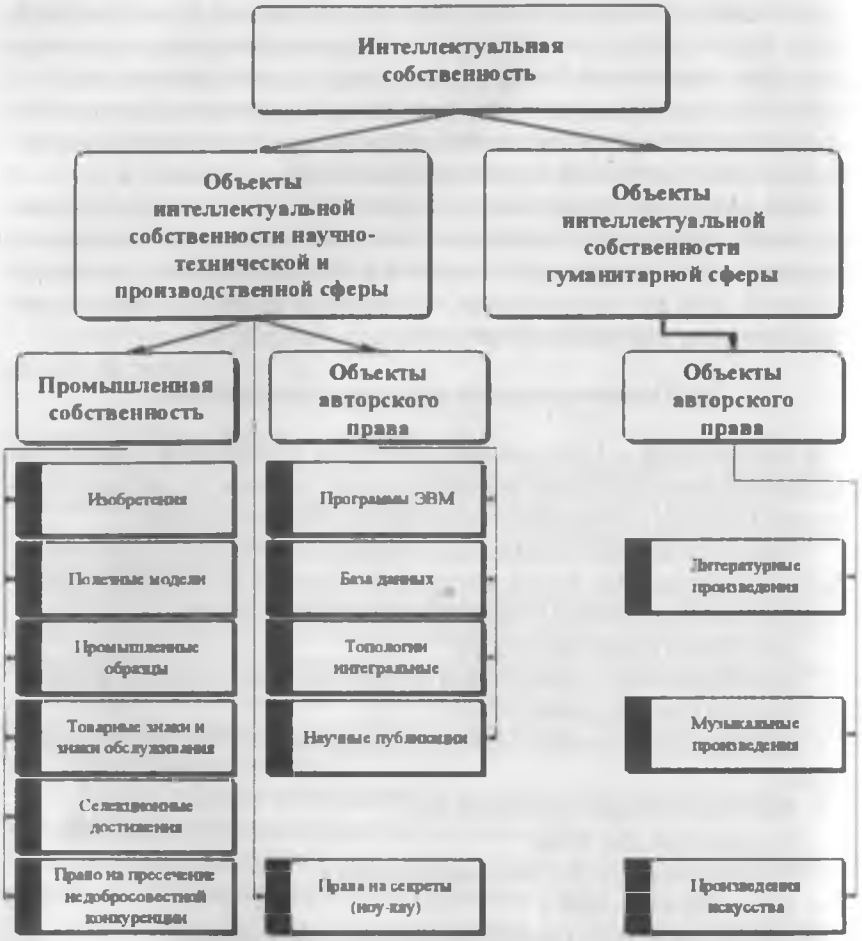


Рис. 4-1. Основные виды нематериальных активов

Вторая группа нематериальных активов – **имущественные права** (права пользования земельными участками, природными ресурсами, водными объектами). Подтверждением таких прав служат документы установленной формы.

Отложенные или отсроченные расходы – издержки, представленные в виде организационных расходов (гонорары юристам за составление учредительных документов, за услуги по регистрации фирмы и т.д.), но все эти расходы осуществляются в момент создания предприятия.

Под **ценой фирмы (гудвил)** понимается стоимость ее деловой репутации. Гудвил присутствует только при наличии избыточной прибыли и не может быть отделен от действующего предприятия (не может быть продан отдельно от него).

Работа по оценке нематериальных активов, прежде всего, интеллектуальной собственности в составе нематериальных активов производится в определенной последовательности.

Осуществляется экспертиза:

- объектов интеллектуальной собственности;
- охранных документов (патентов и свидетельств);
- прав на интеллектуальную собственность.

Экспертиза объектов интеллектуальной собственности. Проверяется факт наличия объектов интеллектуальной собственности, а также факт их использования.

Экспертиза охранных документов (патентов и свидетельств) проводится прежде всего по территории и срокам действия.

При экспертизе охранного документа по территории необходимо учитывать, на какой территории действует охранный документ. При экспертизе охранного документа по срокам, следует проверить соответствие сроков действия документа нормативным срокам, определенным законодательством Республики Узбекистан.

Экспертиза прав на интеллектуальную собственность. Необходимо провести проверку документов, подтверждающих права предприятия на объекты интеллектуальной собственности: патентов, лицензий, свидетельств, учредительных договоров о передаче имущественных прав в уставные капиталы предприятия, контрактов или авторских договоров между предприятием и разработчиками объектов интеллектуальной собственности, актов приема-передачи при безвозмездной передаче прав на объекты интеллектуальной собственности. На предприятии, использующем эту собственность в качестве нематериального актива, должен быть акт о передаче первого в эксплуатацию и постановке на учет. Официально незарегистрированные договоры по полной переуступке патента, а также официально незарегистрированные лицензионные договоры признаются недействительными. При внесении этой собственности в качестве вклада в уставной капитал наряду с учредительным договором одновременно должен быть заключен лицензионный договор на передачу прав. После проведения экспертизы прав на интеллектуальную собственность можно перейти непосредственно к оценочным расчетам.

Для оценки нематериальных активов используется затратный, сравнительный и доходный подходы.

При использовании **затратного подхода** используются: *метод выигрыша в себестоимости* и *метод стоимости создания*.

Метод выигрыша в себестоимости содержит элементы как затратного, так и сравнительного подхода. Стоимость нематериального актива этим методом измеряется через определение экономии на затратах в результате его использования. Этот метод применим лишь в тех случаях, когда речь идет о двух близких по своим технико-экономическим показателям видах продукции или о двух способах производства (технологических процессах) одной и той же продукции.

Полученные величины прибыли приводятся к расчетному году – моменту оценки с использованием коэффициента дисконтирования.

Расчет величины стоимости оцениваемого нематериального актива производится по формуле:

$$\Delta ПП = Пр_2 - Пр_1,$$

где $Пр_1$ – прибыль, получаемая без использования оцениваемого результата интеллектуальной деятельности;

$Пр_2$ – прибыль, получаемая с использованием оцениваемого результата интеллектуальной деятельности.

$Пр_1$ и $Пр_2$ могут быть вычислены по формуле:

$$Пр_i = \sum_{i=1}^{T} \frac{Пр_{ji}}{(1+d)^i} = \sum_{i=1}^{T} \frac{(Ц_i - C_{ji}) V_{ji}}{(1+d)^i},$$

где $Пр_{ji}$ – прибыль, получаемая от продажи j-го товара в i-м году;

$Ц_i$ – цена единицы товара в i-м году;

C_{ji} – себестоимость j-го товара при его производстве с использованием и без использования оцениваемого нематериального актива, произведенного в i-м году;

V_{ji} – объем производства j-го товара в i-м году;

T – срок производства и продажи товара;

d – коэффициент дисконтирования.

Метод выигрыша в себестоимости неприменим в случаях выпуска новых видов товаров.

Пример. *Оцениваемый объект – один из новых способов получения минерального сырья. Конкурентная технология – существующий способ получения этого сырья. Новый способ защищен патентом, оставшийся срок действия которого не менее 10 лет.*

Объем производства продукции с использованием нового способа – 50000 тонн. Данные по объемам производства сырья приведены в табл. 4-1.

В течение срока освоения и производства предполагается снижение цены сырья, которая составит с 1 по 5 год – 15,0 тыс. сумов; в 6-7 годах – 13,0 тыс. сумов и в 8-10 годах – 11,0 тыс. сумов.

Калькуляция себестоимости продукции с использованием этих способов производства представлена в табл. 4-2.

Таблица 4-1

Объемы производства сырья по годам

Год действия исключительного права	*Освоение производственной программы, %*	*Производственная программа, тонн*
1	*0*	*0*
2	*25*	*2000*
3	*25*	*6800*
4	*25*	*6950*
5	*25*	*6950*
6	*25*	*6950*
7	*25*	*6450*
8	*25*	*6000*
9	*20*	*4000*
10	*20*	*3900*

Таблица 4-2

Калькуляция себестоимости продукции для различных способов его получения

№№ п/п	*Наименование затрат*	*Существующий способ получения сырья, тыс. сум*	*Новый способ получения сырья, тыс. сум*
1.	*Сырье, материалы*	*4,3*	*3,4*
2.	*Амортизация*	*2,5*	*2,0*
3.	*Ремонт и технадзор*	*0,7*	*0,5*
4.	*Топливо и энергия*	*0,9*	*0,4*
5.	*Заработная плата*	*1,5*	*0,6*
6.	*Административные расходы*	*0,1*	*0,1*
	Себестоимость	*10,0*	*7,0*

Выигрыш в себестоимости 1 тонны сырья, произведенного новым способом – 3,0 тыс. сумов.

Примем d = 8,5%. Тогда:

$$Пр_1 = \sum_{i=1}^{10}(Ц_1 - C_{1i})\frac{V_{1i}}{(1+d)^i} = 0 + (15,0-10,0)\times 2000\times 0,8494 +$$
$$+ (15,0-10,0)\times 6800\times 0,7829 + (15,0-10,0)\times 6950\times 0,7215 +$$
$$+ (15,0-10,0)\times 6950\times 0,665 + (13,0-10,0)\times 6950\times 0,6129 +$$
$$+ (13,0-10,0)\times 6450\times 0,5649 + (11,0-10,0)\times 6000\times 0,5206 +$$
$$+ (11,0-10,0)\times 4000\times 0,4798 + (11,0-10,0)\times 3900\times 0,4422 =$$
$$= 0 + 8494 + 26618,6 + 25072,1 + 23108,7 + 12778,9 +$$
$$+ 10930,8 + 3129,6 + 1919,2 + 1724,6 = 113776,5 \text{ тыс. сумов} .$$

$$Пр_2 = 0 + (15,0-7,0)\times 2000\times 0,8494 + (15,0-7,0)\times 6800\times 0,7829 +$$
$$+ (15,0-7,0)\times 6950\times 0,7215 + (15,0-7,0)\times 6950\times 0,665 +$$
$$+ (13,0-7,0)\times 6950\times 0,6129 + (13,0-7,0)\times 6450\times 0,5649 +$$
$$+ (11,0-7,0)\times 6000\times 0,5206 + (11,0-7,0)\times 4000\times 0,4798 +$$
$$+ (11,0-7,0)\times 3900\times 0,4422 =$$
$$= 0 + 13590,4 + 42589,8 + 40115,4 + 36974,0 + 25557,9 +$$
$$+ 21861,6 + 12494,4 + 7676,8 + 6848,3 = 207708,6 \text{ тыс. сумов.}$$

Дополнительная прибыль, полученная за счет снижения себестоимости сырья с использованием оцениваемого результата интеллектуальной собственности:

$$\Delta ПП = Пр_2 - Пр_1 = 207708,6 - 113776,5 = 93932,1 \text{ тыс. сумов.}$$

Эту величину принимаем в качестве стоимости оцениваемого объекта.

Метод стоимости создания применяется в следующей последовательности:

1. Определяется полная стоимость замещения или полная стоимость восстановления нематериального актива. При этом выявляются все фактические затраты, связанные с созданием, приобретением и введением актива в действие, как-то: затраты на поисковые работы и разработку темы; на создание экспериментальных образцов; на услуги сторонних организаций; на оплату патентных пошлин; на создание конструкторско-технической, технологической, проектной документации; на составление и утверждение отчета и т.д.

2. Определяется величина коэффициента, учитывающего степень морального старения нематериального актива:

$$K_{мс} = 1 - \frac{T_д}{T_н},$$

где $T_н$ – номинальный срок действия охранного документа;

$T_д$ – срок действия охранного документа по состоянию на расчетный год.

3. Рассчитывается остаточная стоимость нематериального актива с учетом коэффициента технико-экономической значимости и коэффициента морального старения:

$$C_о = З_с \times K_{мс} \times K_т \times K_и,$$

где $C_о$ – стоимость нематериального актива;

$З_с$ – сумма всех затрат;

$K_{мс}$ – коэффициент морального старения;

$K_т$ – коэффициент технико-экономической значимости (определяется только для изобретений и полезных моделей);

$K_и$ – коэффициент, отражающий процессы в i-м году, учитывается на основе динамики цен.

Коэффициент технико-экономической значимости $K_т$ устанавливается по следующей шкале:

- 1,0 – изобретения, относящиеся к одной простой детали, изменению одного параметра простого процесса, одной операции процесса, одного ингредиента рецептуры;
- 1,5 – изобретения, относящиеся к конструкции сложной детали неосновного узла, изменению нескольких параметров несложных операций, изменению нескольких неосновных ингредиентов в рецептуре;
- 2,0 – изобретения, относящиеся к одному основному или нескольким неосновным узлам, части неосновных процессов, части неосновной рецептуры;
- 2,5 – изобретения, относящиеся к конструкциям машин, приборов, станков, аппаратов, технологическим процессам, рецептурам;
- 3,0 – изобретения, относящиеся к конструкциям со сложной системой контроля, сложным комплексным технологическим процессам, рецептуре особой сложности;
- 4,0 – изобретения, относящиеся к конструкциям, технологическим процессам, рецептуре особой сложности и главным образом к новым разделам науки и техники;

· 5,0 – изобретения, не имеющие прототипа – пионерские изобретения.

Данный метод обычно применяется в случаях, когда другие методы оценки результатов интеллектуальной собственности неприменимы.

Сравнительный подход в оценке нематериальных активов основан на принципе эффективно функционирующего рынка, на котором инвесторы покупают и продают активы аналогичного типа, принимая при этом независимые индивидуальные решения. Данные по аналогичным сделкам сравниваются с оцениваемыми. Преимущества и недостатки оцениваемых активов по сравнению с выбранными аналогами учитываются посредством введения соответствующих поправок.

При использовании этого метода в обязательном порядке должен осуществляться сравнительный анализ передаваемых имущественных прав по конкретным объектам интеллектуальной собственности и общий объем притязаний. При этом следует иметь в виду, что общие объемы продаж объектов интеллектуальной собственности на отечественном интеллектуальном рынке крайне низки. Даже по крупным научно-техническим направлениям число сделок в год остается минимальным. С учетом этого применять статистический анализ в сравнительных технологиях анализа продаж будет не совсем правильным. Здесь, скорее всего, необходимо использовать методы экспертных оценок, базирующиеся на привлечении к этой работе нескольких экспертов, мнения которых можно было бы использовать для принятия решений о заключении сделки.

Доходный подход в оценке нематериальных активов представлен: *методом избыточных прибылей; методом дисконтированных денежных потоков; методом освобождения от роялти; методом преимущества в прибылях.*

Метод избыточных прибылей основан на предпосылке о том, что избыточные прибыли приносят предприятию не отраженные в балансе нематериальные активы, обеспечивающие доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня. Этим методом оценивают преимущественно гудвил.

Основные этапы метода:

1. Определение рыночной стоимости всех активов.

2. Нормализация прибыли оцениваемого предприятия.

3. Определение среднеотраслевой доходности на активы или на собственный капитал.

4. Расчет ожидаемой прибыли на основе умножения среднего по отрасли дохода на величину активов (или на собственный капитал).

5. Определение избыточной прибыли (из нормализованной прибыли вычитают ожидаемую прибыль).

6. Расчет стоимости гудвила путем деления избыточной прибыли на коэффициент капитализации.

Пример. Предположим, рыночная стоимость активов предприятия оценивается в 50000 долл. США; нормализованная чистая прибыль – 17000 долл. США. Средний доход на активы равен 15 %. Ставка капитализации – 20 %. Оценить стоимость гудвила.

Ниже приведены результаты расчетов (в долл.США):

рыночная стоимость активов – 50000;

нормализованная чистая прибыль – 17000;

ожидаемая прибыль – 7500 (50000 х 0,15);

избыточная прибыль – 17000 – 750 = 9500;

стоимость избыточной прибыли – 47500 (9500 / 0,2);

стоимость избыточной прибыли и рыночной стоимости активов – 97500 (50000 + 47500).

При этом следует убрать из фактической чистой прибыли предприятия неоперационные доходы.

При *методе дисконтированных денежных потоков* проводятся следующие работы:

1. Определяется ожидаемый оставшийся срок полезной жизни, т.е. период, в течение которого прогнозируемые доходы необходимо дисконтировать.

2. Прогнозируется денежный поток, прибыль, генерируемая нематериальным активом.

3. Определяется ставка дисконтирования.

4. Рассчитывается суммарная текущая стоимость будущих доходов.

5. Определяется текущая стоимость доходов от нематериального актива в постпрогнозный период.

6. Определяется сумма всех стоимостей доходов в прогнозный и постпрогнозный периоды.

Метод освобождения роялти. Используется для оценки стоимости патентов и лицензий. Роялти – определенное вознаграждение за право на использование объекта интеллектуальной собственности. Размер роялти определяется на основании анализа рынка. Данный метод сочетает в себе черты доходного и сравнительного подходов.

Последовательность применения этого метода следующая:

1. Составляется прогноз объема продаж, по которым ожидаются выплаты роялти.

2. Определяется ставка роялти (приложение 3).

3. Определяется экономический срок службы патента или лицензии.

4. Рассчитываются ожидаемые выплаты по роялти путем расчета процентных отчислений от прогнозируемого объема продаж.

5. Из ожидаемых выплат по роялти вычитывают все расходы, связанные с обеспечением патента или лицензии (юридические, организационные, административные издержки).

6. Рассчитываются дисконтированные потоки прибыли от выплат по роялти.

7. Определяется сумма текущих стоимостей потоков прибыли от выплат по роялти.

Таким образом, цена лицензии на базе роялти может быть определена по формуле:

$$P_e = \sum_{i=1}^{T} V_i \times R_i \times Z_i \times K_\partial,$$

где V_i – объем определяемого выпуска продукции по лицензии в i-м году (шт., кг, м. куб);

R_i – размер роялти в i-м году, %;

Z_i – продажная цена продукции по лицензии в i-м году, у. е.;

T – срок действия лицензионного договора, лет;

i – порядковый номер рассматриваемого года действия лицензионного договора;

K_∂ – коэффициент дисконтирования.

Пример. *Оцениваемый объект – технология (ноу-хау) по изготовлению материала. Изобретения, используемые в оцениваемом объекте, запатентованы. Оставшиеся сроки действия патентов в стране патентования: минимальный – 9 лет, максимальный – 14,5 лет. Продажная цена изготавливаемого материала при условии производства его на одном-двух специализированных предприятиях и продажи другим предприятиям 5-7 у. е. Начиная с 5-го года действия лицензии, предвидится снижение цены материала. Срок действия лицензии – 8 лет.*

Производственная программа следующая: один год будет затрачен на освоение производства материала и подготовку производства к использованию оцениваемой технологии; второй год – начало коммерческого использования (табл. 4-3).

Цена материала (в у. е. за 1 кв.м): с 1-го по 4-й годы – 6,80; за 5-й год – 6,50; за 6-й – 6,00; за 7-й – 5,50; за 8-й год – 5,00.

По данным отечественной и зарубежной практики, значения ставки роялти при предоставлении оборудования для рассматриваемого вида про-

мышленности – 4-6% от цены единицы продукции по лицензии или суммы продаж. С учетом того, что объектом лицензии является не конечная продукция, а способ изготовления вспомогательного материала, в качестве базовой ставки роялти принято 5% от цены материала. Кроме того, учитывая возможность использования этого материала в течение срока действия лицензии, целесообразно предусмотреть уменьшение ставки роялти: с 1-го по 4-й годы ставка роялти 5 %; 5-й и 6-й годы – 4,5 %; 7-й год – 4 %; 8-й – 3,5 %.

Таблица 4-3

Исходные данные для оценки технологии

Год действия	*Освоение производственной программы, %*	*Производственная программа, тонн*
1	*0*	*0*
2	*10*	*360600*
3	*15*	*540900*
4	*25*	*901500*
5	*20*	*540900*
6	*10*	*360600*
7	*10*	*360600*

Вариант 1. Размер лицензионного вознаграждения, выплачиваемого в форме роялти при переменных цене и ставке роялти:

$$P_e = \sum_{i=1}^{n} Z_i \times V_i \times R_i = 0 + 6{,}8 \times 360600 \times 0{,}05 + 6{,}8 \times 540900 \times 0{,}05 +$$
$$+ 6{,}8 \times 901500 \times 0{,}05 + 6{,}5 \times 540900 \times 0{,}045 + 6{,}0 \times 360600 \times 0{,}045 +$$
$$+ 5{,}5 \times 360600 \times 0{,}045 + 5{,}5 \times 360600 \times 0{,}04 + 5{,}0 \times 360600 \times 0{,}035 =$$
$$= 1011032{,}2.$$

Величина стоимости оцениваемой технологии при коэффициенте дисконтирования 15 %:

$$Cp = \sum_{i=1}^{n} \frac{Pe_i}{(1+d)^i} = 0 + 122604 \times 0{,}7561 + 183906 \times 0{,}5717 +$$
$$+ 306510 \times 0{,}4971 + 158213 \times 0{,}4323 + 97362 \times 0{,}3759 +$$
$$+ 79332 \times 0{,}3269 + 69105 \times 0{,}2842 = 393787 \text{ у.е.}$$

Вариант 2. Размер лицензионного вознаграждения при постоянной ставке роялти и изменяющейся в течение срока действия цене материала:

$$P_e = 0+0+6,8\times360600\times0,05+6,8\times540900\times0,05+$$
$$+6,8\times901500\times0,05+6,5\times540900\times0,05+6,0\times360600\times0,05+$$
$$+5,5\times360600\times0,05+5,0\times360600\times0,05=1086307,5.$$

Величина стоимости оцениваемой технологии при коэффициенте дисконтирования 15 %:

Ср = 524903,3 у. е. (расчет аналогичен предыдущему).

Вариант 3. Размер лицензионного вознаграждения при постоянных цене и ставке роялти:

$$P_e = 1164738.$$

Стоимость оцениваемой технологии

Ср = 550718,4 у. е.

Метод преимущества в прибылях. Данным методом оценивается стоимость изобретений. Под преимуществом в прибыли понимается дополнительная прибыль, обусловленная оцениваемым нематериальным активом. Она равна разности между прибылью, полученной при использовании изобретений, и той прибылью, которую производитель получает от реализации продукции без использования изобретения. Ежегодное преимущество в прибыли дисконтируется с учетом предполагаемого периода его получения.

Общая формула вычисления по этому методу выглядит следующим образом:

$$ДП = \sum_{i=1}^{T} Ц_{нов.i} \times V_{нов.i} - Ц_{ср.i} \times V_{ср.i},$$

где *ДП* – дополнительная прибыль до налогообложения, получаемая предприятием в результате реализации товара или оказания услуг по сравнению с предприятиями, производящими аналогичную продукцию или оказывающими аналогичные услуги, но не обладающими оцениваемым объектом;

$Ц_{нов.i}$ – цена единицы новой высокотехнологичной продукции в *i*-м году;

$Ц_{ср.i}$ – цена единицы сравниваемой продукции в *i*-м году;

$V_{нов.i}$, $V_{ср.i}$ – объемы соответствующего реализованного товара или оказанных услуг в *i*-м году.

Ожидаемая дополнительная прибыль должна быть приведена к моменту оценки по формуле:

$$ДП = \sum_{i=1}^{T} \frac{Ц_{нов.i} \times V_{нов.i} - Ц_{ср.i} \times V_{ср.i}}{(1+d)^i}.$$

Проведение оценки нематериального актива с использованием метода преимущества в прибылях возможно лишь в том случае, когда оцениваемый объект может быть использован для получения дополнительной прибыли после даты проведения оценки.

В принципе расчет стоимости объектов промышленной или другой интеллектуальной собственности заключается в оценке прибыли, создаваемой объектом такой собственности, или фактически произведенных затрат на создание объекта собственности. Прибыль рассчитывается при наличии исходных данных, а при их отсутствии определяется по экспертным оценкам.

В общем случае стоимость объекта промышленной и других видов интеллектуальной собственности, определяемая по прибыли C_o, может быть рассчитана по формуле:

$$C_o = Д \times T \times П,$$

где $П$ – годовая прибыль, сум;

$Д$ – доля прибыли, приходящейся на объект промышленной собственности;

T – время, за которое производится расчет прибыли.

4.3.1. Оценка стоимости изобретения

Использование изобретения возможно только на основе лицензионного договора, в связи с чем стоимость изобретения правомерно определять по стоимости лицензии. Одним из общепринятых случаев определения цены лицензии является *оценка ее стоимости по прибыли*, получаемой покупателем (лицензиатом).

Предполагаемая прибыль $П$, которую получит покупатель (лицензиат), составит:

$$П = Q \times Ц \times (B_в - B_с) \times Н,$$

где Q – средний годовой объем ожидаемого выпуска продукции (при отсутствии достоверных данных могут быть использованы паспортные данные о производительности оборудования);

$Ц$ – цена единицы продукции, изготавливаемой по лицензии (предпочтительно мировая);

$B_д$ – срок действия лицензионного соглашения (обычно 5-10 лет);

$B_в$ – период освоения предмета лицензии (обычно 1-3 года);

H – норма прибыли в той или иной области промышленности (обычно 0,1–0,2).

Стоимость (цена) лицензии $C_л$ определяется как доля $Д$ от прибыли, получаемой покупателем:

$$C_л = Д \times П.$$

Пример. *Определить стоимость изобретения как объекта промышленной собственности по цене лицензии, рассчитанной по норме прибыли.*

Исходные данные: Q – среднегодовой объем выпуска продукции равен 10 тыс. единиц в год; $Ц$ – цена одной единицы 1000 сумов; $B_д$ – срок действия соглашения, в рассматриваемом примере – 8 лет; $B_в$ – срок освоения предмета лицензии – 1 год; H – норма прибыли, взята для этого вида промышленности 0,15; $Д$=0,35 (изобретение защищено патентами, продукция по лицензии обладает высокими потребительскими свойствами). Тогда:

$$T = B_д - B_в = 8 - 1 = 7 .$$

$$П = 10000 \times 1000 \times 0,15 = 1,5 \text{ млн. сумов.}$$

$$C_л = 0,35 \times 7 \times 1,5 = 3,7 \text{ млн. сумов.}$$

Стоимость изобретения как объекта промышленной собственности *по цене лицензии, рассчитанной на базе роялти*, определяется по формуле:

$$C_л = Q \times Ц \times (B_д - B_в) \times P,$$

где P – размер роялти (текущих отчислений с единицы продукции по лицензии), зависит главным образом от объема производства, стоимости продукции и колеблется от 1 до 12 %

Размер роялти в соглашениях на передачу ноу-хау обычно понижается на 20-60 % в зависимости от характера соглашения, например:

- передаваемый объект не защищен патентами – понижается на 20-40 %;
- передаваемый объект известен, но для освоения необходимы дополнительные исследования и значительные капиталовложения – понижается на 20-40 %;
- ноу-хау передается на объект, известный на рынке, но все же представляющий интерес для лицензиата – понижается на 40-60 %.

Пример. *Определить стоимость изобретения как объекта промышленной собственности по цене лицензии, рассчитанной на базе роялти. В*

качестве объекта расчета выбрано конкретное изобретение, по которому продана беспатентная лицензия.

Исходные данные:

Q – годовой выпуск продукции (определен по производительности), 3000 единиц; Ц – усредненная цена одной единицы продукции, 25000 сумов; $В_д$ – срок действия соглашения, 6 лет; $В_в$ – срок освоения предмета лицензии, 1 год; Р – 5 % (для рассматриваемого вида промышленности) с понижением на 40 % (0,05х0,6) как лицензии на ноу-хау (бесплатной лицензии).

В этом случае стоимость (цена) лицензии составит:

$$С_л = 3000 \times 25000 \times 5 \times 0{,}05 \times 0{,}6 = 11250 \text{ тыс. сумов.}$$

4.3.2. Оценка стоимости товарного знака

Стоимость товарного знака $С_{тз}$ рассчитывается как часть прибыли от реализации продукции, защищенной товарным знаком, по формуле:

$$С_{тз} = К \times П_{рп},$$

где $С_{тз}$ – стоимость товарного знака, сум;

К – коэффициент, учитывающий характер производства продукции, защищенной товарным знаком, определяется по следующей шкале:

- К = до 0,1 – индивидуальное производство;
- К = 0,1 – 0,2 – мелкосерийное производство;
- К = 0,2 – 0,3 – серийное производство;
- К = 0,3 – 0,4 – крупносерийное производство;
- К = 0,4 – 0,5 – массовое производство;

$П_{рп}$ прибыль от реализованной продукции, защищенной товарным знаком:

$$П_{рп} = Н \times Q \times Ц,$$

где *Н* – норма прибыли;

Q – объем реализуемой продукции за основной срок действия товарного знака;

Ц –вероятная цена единицы продукции, защищенной товарным знаком, сум.

В случае невозможности точного определения характера производства продукции, защищенной товарным знаком, коэффициент *К* определяется экспертным путем:

$$К = \frac{П_{доп}}{П_{рп}},$$

где $П_{доп}$ – дополнительная прибыль, создаваемая товарным знаком.

электроэнергию, водоснабжение, отопление, амортизацию оборудования, эксплуатацию производственных помещений или аренду и другие расходы.

Коэффициент, учитывающий степень морального старения объекта промышленной собственности $K_{мс}$ определяется по формуле:

$$K_{мс} = 1 - \frac{T_д}{T_н},$$

где $T_н$ – номинальный срок действия охранного документа;

$T_д$ – срок действия охранного документа по состоянию на расчетный год.

Коэффициент технико-экономической значимости $K_т$ определяется только для изобретений и полезных моделей и устанавливается по особой шкале (метод стоимости создания).

Пример. *Определить стоимость изобретения как объекта промышленной собственности по оценке фактически произведенных затрат. Исходные данные:* $З_п$ *= 100 тыс. сумов;* $З_{тп}$ *= 150 тыс. сумов;* $З_э$ *= 500 тыс. сумов;* $З_и$ *= 100 тыс. сумов;* $З_{со}$ *= 100 тыс. сумов;* $З_с$ *= 50 тыс. сумов;* $З_{зп}$ *= 50 тыс. сумов;* $З_{тп}$ *= 60 тыс. сумов;* $З_{рп}$ *= 90 тыс. сумов;* $З_д$ *= 20 тыс. сумов; рентабельность = 30%;* $З_2^п$ *= 500 тыс. сумов, в том числе валютные затраты на зарубежное патентование; номинальный срок действия патента – 20 лет; срок действия патента по состоянию на расчетный год – 2 года; коэффициент технико-экономической значимости изобретения – 4.*

Тогда:

$$З_{тр} = 100+150+500+100+100+50 = 1000 \text{ тыс.сумов};$$

$$З_{кпд} = 50+60+90+20 = 220 \text{ тыс.сумов};$$

$$C_1^р = (1{,}0+0{,}22)x1{,}3 = 1{,}586 \text{ млн.сумов};$$

$$З_с = 1{,}586+0{,}5 = 2{,}086 \text{ млн.сумов};$$

$$K_{мс} = 1-(2/20) = 0{,}9\ .$$

Стоимость изобретения равна:

$C_и = 2{,}086 \times 0{,}9 \times 4{,}0 = 7{,}5$ *млн. сумов.*

Размер уставного капитала, образуемого объектом промышленной и другими видами интеллектуальной собственности (нематериальными активами), рассчитывается по формуле:

$$P_{ук} = C_о \times K_с,$$

где $P_{ук}$ – размер уставного капитала;

C_0 – рассчитанная стоимость объекта нематериального актива;

$K_с$ – коэффициент, определяющий долю уставного капитала от рассчитанной стоимости объекта нематериального актива.

4.4. Оценка финансовых активов

4.4.1. Оценка стоимости облигаций

При *оценке облигаций с купоном с постоянным уровнем выплат* следует исходить из фиксированных процентов платежей и эти постоянные процентные платежи могут рассматриваться как аннуитет. Текущая стоимость облигации в этом случае состоит из двух частей: текущей дисконтированной стоимости полученных до даты погашения процентных платежей и текущей дисконтированной стоимости выплаты номинала при наступлении срока погашения облигации, и имеет вид:

$$PV_{обл} = \frac{Y}{(1+r)} + \frac{Y}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{Y}{(1+r)^N} + \frac{M}{(1+r)^N} = \sum_{n=1}^{N} \frac{Y}{(1+r)^N} + \frac{M}{(1+r)^N},$$

где $PV_{обл}$ – текущая стоимость облигаций, ден. ед.;

Y – годовые процентные выплаты, определяющиеся номинальным процентным доходом (купонной ставкой);

r – требуемая норма доходности, %;

M – номинальная стоимость облигации (сумма, выплачиваемая при погашении облигации), ден. ед.;

n – число лет до момента погашения.

Пример. *Определить текущую стоимость облигации с оставшимся сроком погашения 6 лет, номинальной стоимостью 100000 сумов, приносящей доход при требуемом уровне доходности 10 %.*

Решение. Текущая стоимость основного долга (100000 сумов), выплачиваемого в конце 6-го года, равна 56400 сумов (100000 х 0,564).

Текущая стоимость аннуитета – 6000 сумов (0,06 х 100000) в течение 6 лет под 10 % равна 26130 сумов (6000 х 4,355).

Текущая стоимость облигации равна 82530 сумов (56400 + 26130).

Оценка облигации с плавающим купоном. Если купонные платежи не фиксированы, то поступления процентных платежей нельзя рассматривать как аннуитет. Каждый процентный платеж должен рассматриваться как единовременный платеж. Формула расчета текущей стоимости облигации в этом случае следующая:

$$PV_1 = \frac{0,6}{1+0,15} + \frac{1,6}{(1+0,15)^2} + \frac{2,4}{(1+0,15)^3} + \frac{3,2}{(1+0,15)^4}\frac{5,0}{(1+0,15)^4} = 7,63.$$

2. Определим сегодняшнюю ценность потока дивидендов на стадии нормального роста (PV_2):

$$PV_2 = \frac{5,0\cdot(1+0,1)}{(1+0,15)^5} + \frac{5,0\cdot(1+0,1)^2}{(1+0,15)^6} + \frac{5,0\cdot(1+0,1)^3}{(1+0,15)^8} + \frac{5,0\cdot(1+0,1)^4}{(1+0,15)^9} = 8,91.$$

3. Определим сегодняшнюю ценность потока дивидендов на стадии зрелости (PV_3):

$$PV_3 = \frac{5,0\cdot(1+0,1)^4}{(1+0,15)^9} = 13,87.$$

Фундаментальная цена акции данного предприятия есть суммарная сегодняшняя ценность всего потока ожидаемых дивидендов:

$$PV_1 + PV_2 + PV_3 = 7,63 + 8,91 + 13,87 = 30,41.$$

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

В каждом конкретном случае это зависит, *во-первых*, от того, какая доля владения акциями оценивается. Степень контроля влияет на стоимость оцениваемой доли, поэтому очень важно определить стоимость контроля. *Во-вторых*, размер скидки или премии обусловлен методами оценки. *В-третьих*, в определении скидки или премии играет роль тип акционерного общества.

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

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

1. Методами дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости, а также методом сделок оценивается стоимость всего предприятия.

2. Рассчитывается пропорциональная неконтрольному пакету часть общей стоимости предприятия. Базовой величиной, из которой вычита-

ется скидка за неконтрольный характер пакета, является пропорциональная данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права контроля.

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

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

Третий подход – «снизу – вверх». В двух предыдущих подходах расчет начинается с какой-то величины (стоимости всего предприятия или стоимости сопоставимых неконтрольных пакетов), а затем вычитаются из нее требуемые скидки, как бы идет вниз. В третьем подходе расчет начинается наоборот снизу, путем суммирования всех элементов стоимости неконтрольного пакета.

Владелец неконтрольного пакета имеет два источника финансирования стоимости:

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

Эти ожидаемые будущие выплаты рассматриваются в качестве дисконтируемых будущих доходов, т.е. ожидаемые, прогнозируемые (по срокам и сумме) дивиденды и прогнозируемая (по срокам и сумме) выручка от продажи в будущем миноритарного пакета берутся за основу денежного потока. По соответствующей ставке дисконта они приводятся к текущей стоимости, и затем определяется стоимость миноритарного пакета. Можно рассчитать иначе: при расчете основываться на прогнозе неограниченного во времени потока дивидендов без учета остаточной стоимости.

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

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

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

Премия за контроль. В зарубежной практике средние показатели премий за контроль публикуются в ежегодно издаваемом статистическом обзоре слияний компаний («Mergestat Review»). В нашей стране таких изданий, где бы отслеживались средние показатели премий за контроль по годам и отраслям нет, поэтому специалисты вынуждены ориентироваться на данные зарубежных справочников (хотя это и не совсем корректно) или осуществлять расчет самостоятельно. Премия за контроль рассматривается как процент превышения выкупной ценой рыночной цены акций, за период от двух месяцев.

Скидка за неконтрольный характер пакета. Она является производной от премии за контроль. Эта тенденция основана на эмпирических данных. Скидка (в %) на неконтрольный характер (миноритарную долю) определяется по формуле:

$$П_к = 1 - \frac{1}{1 + Премия\ за\ контроль}.$$

Средняя премия за контроль колеблется в пределах 30-40 %, скидка для стоимости за меньшую долю – около 23 %. Хотя можно ориентироваться на эти данные, однако, следует принять во внимание и проанализировать все факторы, влияющие на величину премий и скидок в каждом конкретном случае.

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

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

Необходимо проанализировать факторы, увеличивающие и уменьшающие размер скидки. Выделяют две группы факторов.

Первая группа факторов включает:

- низкие дивиденды или невозможность их выплаты;
- неблагоприятные перспективы продажи акций предприятия или его самого;
- ограничения на операции с акциями (законодательные ограничения свободной продажи акций закрытых предприятий).

Ко второй группе факторов относятся:

- возможность свободной продажи акций или самого предприятия;
- высокие выплаты дивидендов.

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

4.4.3. Оценка оборотных активов

Хозяйственные средства предприятия, используемые в процессе его деятельности, являются его активами. В практике рыночной экономики активы определяются как будущие экономические выгоды, которыми владеет организация или которые находятся под ее контролем в результате хозяйственной деятельности. Активы представляют собой экономические ресурсы, используемые для осуществления производства, потребления и обмена ценностей. В состав оборотных средств входят запасы (в том числе сырье, материалы и т.п.), малоценные и быстроизнашивающиеся предметы (МБП), затраты (в том числе затраты в незавершенном производстве, а также расходы будущих периодов), готовая продукция, товары, отгруженные товары (выполненные работы или оказанные услуги), дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения, денежные активы (в том числе деньги на расчетном счете и в кассе). Таким образом, к оборотным активам относятся средства, которые в течение нормально протекающего производственного цикла или в период года, если цикл короче, должны вновь обратиться в наличные деньги.

В основу концепции оценки оборотных активов заложены принципы исторической стоимости и фактической себестоимости. Следует отметить, что в рамках данной концепции не исключается возможность применения в определенных случаях элементов оценки по рыночной стоимости.

Оценка запасов (в том числе сырья, основных и вспомогательных материалов, топлива, покупных полуфабрикатов и комплектующих изделий, запасных частей, тары для упаковки и транспортировки продукции, а также других аналогичных материальных ресурсов организации) производится исходя из *принципа фактической себестоимости*. Фактическая себестоимость материальных ресурсов, составляющих запасы организации, складывается из затрат на изготовление или приобретение (включая оплату процентов за приобретение в кредит, наценки, комиссионные вознаграждения, таможенные пошлины и т.п.).

При этом следует иметь в виду, что *фактическая себестоимость материально-производственных запасов, внесенных в качестве вклада в уставной капитал учредителями, определяется исходя из согласованной учредителями и зарегистрированной в учредительных документах организации денежной оценки*. В этом случае может быть применена как остаточная балансовая, так и другие виды стоимости. Если же материально-производственные запасы получены предприятием безвозмездно, то для их оценки на дату оприходования используется рыночная стоимость.

Оценка материальных ресурсов, списываемых в производство может производиться по одному из следующих методов: *по себестоимости первых по времени закупок; по себестоимости последних по времени покупок; по средней себестоимости*.

В зависимости от выбранного метода оценки запасов измеряется себестоимость реализации, соответствующая выручке от продажи. В условиях постоянно повышающихся цен в случае использования первого метода себестоимость реализованной продукции (работ, услуг) занижается, и, как следствие, показатель прибыли завышается. Вместе с тем оценочная стоимость остатка запасов тоже будет завышенной. В случае использования второго метода себестоимость, наоборот, завышается, а прибыль занижается. Оценочная стоимость остатка запасов в этом случае будет также заниженной.

При оценке малоценных и быстроизнашивающихся предметов, предварительно проверяется правильность отнесения их к этой категории. К ней относятся предметы, срок службы которых составляет не более одного года, а также предметы со стоимостью, не превышающей нормативно установленного лимита. Оценка этих предметов производится по первоначальной стоимости, т.е. по фактическим затратам на их приобретение или изготовление, за минусом накопленного износа, т.е. при их оценке применяется остаточная балансовая стоимость.

Оценка готовой продукции производится по фактической или нормативной (плановой) производственной себестоимости, включающей затраты, связанные с использованием в процессе производства основных средств, сырья, материалов, топлива, энергии, трудовых ресурсов и другие затраты на производство продукции либо по прямым статьям расходов.

Оценка отгруженных товаров (сданных работ или оказанных услуг) осуществляется исходя из полной фактической или нормативной (плановой) себестоимости.

Оценка затрат в незавершенное производство производится по нормативной производственной себестоимости или по прямым статьям расходов, а также по стоимости сырья, материалов и полуфабрикатов. При этом, в случае единичного производства продукции незавершенное производство оценивается по фактическим производственным затратам.

4.5. Оценка кадрового потенциала как составляющей стоимости предприятия

Необходимость стоимостной оценки кадрового потенциала вытекает из того очевидного факта, что люди, из которых, собственно, и состоит любое хозяйственное предприятие, являются таким же важным фактором производства, как и все остальные экономические ресурсы (сырье, средства производства, основной и оборотный капитал, информация, технология и пр.).

Качество трудовых ресурсов непосредственно влияет на конкурентные возможности предприятия и является одной из важнейших сфер создания конкурентных преимуществ. Теоретической основой новых экономических форм работы с кадрами выступает концепция «человеческих ресурсов». Суть данной концепции состоит в применении экономических критериев к оценке роли человеческого фактора в производстве, организации и управлении, а также при построении всей системы кадровой работы.

Концепция «человеческих ресурсов» основывается на возможности применения экономических оценок способности людей создавать определенный доход. Чем выше индивидуальная производительность труда работника и больше период его деятельности, тем больший он приносит доход и представляет большую ценность для предприятия. Существуют два принципиальных подхода к учету человеческих ресурсов: так называ-

емые *модели активов (или «затратные») и модели полезности*. Первые предполагают ведение учета затрат на капитал (по аналогии с основным капиталом) и его амортизации. Вторые модели предполагают непосредственную оценку эффекта тех или иных кадровых инвестиций.

В основу первого подхода взята 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» происходит в счетах примерно так же, как учет физического (основного) капитала. Устанавливается «нормальный срок амортизации». Уход ценного работника из фирмы до истечения срока амортизации затраченных на него средств, болезнь, преждевременная смерть работника приравниваются к потере капитала. Описанная методика учета затрат капитала получила название *«хронологической модели затрат»*.

В последнее время обращается все большее внимание на так называемые *«модели полезности»*. С их помощью можно оценить экономические последствия изменения трудового поведения работников в результате тех или иных мероприятий. Реально речь идет о способности работника приносить большую или меньшую прибавочную стоимость в условиях предприятия. Различия в ценности определяются характером должности и индивидуальными различиями работников, занимающих одинаковую должность.

В методическом отношении проведение экономических оценок в связи с учетом человеческих ресурсов требует экспертных суждений или сложных аналитических расчетов. При этом принимаемые в них допущения вовсе не очевидны.

Когда покупается газета, телевизионный канал, спортивная команда или театр, на одном из первых мест в оценке возможностей бизнеса стоит персонал приобретаемой организации. Ведь покупаются не только недвижимость, здания, сооружения, станки и оборудование, но и имидж, логотип, прошлые достижения и престиж, завоеванные рынки. Носителями этих ценностей являются прежде всего люди, объединенные общими интересами их кооперированной деятельности. Научно-практический и профессионально-квалификационный потенциал этих людей предопределяет возможность эффективного использования приоб-

ретаемого имущества. Количественная и качественная характеристика кадрового потенциала, таким образом, может повлиять на цену предприятия как в ту, так и в другую сторону.

На практике это обстоятельство подтверждается многочисленными примерами значительного превышения рыночной цены предприятия над его балансовой стоимостью. Разница эта по существу представляет собой гудвил, т. е. условную целостную оценку имени, репутации предприятия и т. п. Стоимость надбавки за деловую репутацию может быть весьма значительной.

Анализ содержания гудвила показывает, что многочисленные составляющие его разнородные элементы: торговая марка, деловая репутация, качество менеджмента и др. – формируются под влиянием и в результате деятельности работников предприятия. Таким образом, можно констатировать, что величина гудвила непосредственно связана с уровнем развития кадрового потенциала предприятия. Только высококвалифицированные люди могут организовать производство товаров высокого качества, создать непререкаемый имидж фирмы на рынке и т. д. В то же время зависимость гудвила от величины кадрового потенциала не столь прямо пропорциональна. Предприятие, имея высокий гудвил, сформированный в течение многих лет, может в течение некоторого периода времени, в частности, на момент оценки его стоимости, иметь низкий уровень кадрового потенциала за счет ухода по различным причинам большого числа ключевых руководителей и квалифицированных работников, несоответствия квалификации многих работников изменившемуся профилю деятельности предприятия и т.д. Таким образом, если уровень развития кадрового потенциала характеризуется состоянием на текущий временной период, то гудвил формируется в течение гораздо более продолжительного времени. Этот факт должен учитываться при разработке способов оценки кадрового потенциала и учета его в цене предприятия с помощью гудвила.

Под кадровым потенциалом следует понимать совокупность способностей и возможностей кадров обеспечивать эффективное функционирование предприятия. По своей природе, сущности и содержанию кадровый потенциал относится к нематериальным активам предприятия. При этом он не может быть отнесен к интеллектуальной собственности, так как переменчив по своей природе, не имеет правовой защиты и не может быть отчужден для использования или реализации отдельно от конкретных людей.

Исходя из рассмотренной сущности и содержания понятия кадрового потенциала, можно сделать вывод о принципиальной возможности его качественной, количественной и стоимостной оценки.

Главной методологической проблемой оценки кадрового потенциала является определение того, что именно следует оценивать, по каким критериям и что учитывать при характеристике кадрового потенциала предприятия. При этом следует, прежде всего, исходить из целей оценки кадрового потенциала. Эти цели можно разделить на следующие группы:

- определение степени влияния кадрового потенциала на повышение или снижение рыночной цены предприятия;
- определение степени влияния кадрового потенциала на инвестиционную привлекательность предприятия;
- определение объема затрат на реструктуризацию кадрового потенциала в случае предпродажной или постприватизационной реструктуризации самого предприятия, а также при антикризисном управлении или инновационном проектировании.

Набор оцениваемых объектов, показателей и критериев оценки для каждой группы целей может не совпадать. В то же время возможен единый методологический подход и определенный перечень основных показателей, которые следует учитывать при оценке кадрового потенциала во всех случаях.

Прежде всего, необходимо выделить показатели, характеризующие системный кадровый потенциал предприятия в целом. Для собственника или покупателя предприятия профессионально-квалификационные и личностные качества отдельного работника представляют ценность лишь в той мере, в какой могут быть использованы в составе «совокупного работника» для выполнения задач предприятия.

Профессионально-квалификационный состав кадров предприятия должен оцениваться не просто по количеству работников каждой специальности и уровню квалификации, а обязательно с учетом необходимой или проектируемой потребности в кадровых ресурсах.

В методологическом плане такой подход принципиально важен, так как превышение того либо иного показателя над плановым (проектируемым) отнюдь не всегда является благом для собственника или покупателя предприятия. Оно может потребовать дополнительных затрат на реструктуризацию кадрового потенциала: высвобождение, переподготовку, трудоустройство и т.п.

Оценку кадрового потенциала целесообразно проводить по крупным предприятиям с многочисленным коллективом высококвалифицированных специалистов различного профиля.

Контрольные вопросы

1. Какие виды активов могут оцениваться при оценке предприятия (бизнеса)?
2. Чем обусловлено выделение машин и оборудования в специальное направление оценочных работ?
3. Какие методы оценки машин и оборудования используются при затратном подходе и какова их сущность?
4. Какие методы оценки машин и оборудования используются при сравнительном подходе и в чём их сущность?
5. Как определяется стоимость машин и оборудования при затратном подходе?
6. Какой принцип оценки машин и оборудования положен в основу определения доходным подходом?
7. Какие виды нематериальных активов могут оцениваться при оценке предприятия (бизнеса)?
8. Что должно предшествовать оценке объектов интеллектуальной собственности?
9. Какие методы оценки интеллектуальной собственности используются при затратном подходе и в чём их сущность?
10. Чем ограничивается возможность использования сравнительного подхода при оценке нематериальных активов?
11. Какими методами представлен доходный подход к оценке нематериальных активов предприятия (бизнеса) и какова их сущность?
12. Как определяется стоимость изобретения и что является основой для ее расчета?
13. Как определяется стоимость товарного знака и что является основой для ее расчета?
14. Какими методами определяется рыночная стоимость гудвила предприятия (бизнеса)?
15. Что включает в себя оценка финансовых активов предприятия (бизнеса)?
16. Как определяется рыночная стоимость облигаций с купоном с постоянным уровнем выплат?

17. Как определяется рыночная стоимость облигаций с плавающим купоном?

18. Как определяется рыночная стоимость бессрочных облигаций?

19. Как определяется рыночная стоимость привилегированных акций?

20. Как определяется рыночная стоимость обыкновенных акций?

21. Как определяется рыночная стоимость контрольных пакетов акций?

22. Как определяется рыночная стоимость неконтрольных пакетов акций?

23. В каких случаях и на каких принципах производится стоимостная оценка оборотных активов предприятия (бизнеса)?

24. Чем вызвана необходимость стоимостной оценки оборотных активов?

25. Основные подходы к оценке кадрового потенциала как составляющей стоимости предприятия (бизнеса).

26. Какие существуют методы стоимостной оценки кадрового потенциала предприятия (бизнеса) и какова их сущность?

Глава 5. ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ ДЛЯ РАЗЛИЧНОГО ЦЕЛЕВОГО НАЗНАЧЕНИЯ

5.1. Оценка стоимости предприятия как действующего

Понятие стоимости предприятия как действующего (бизнеса в целом) включает в себя оценку функционирующего предприятия и получение из общей стоимости действующего предприятия величин для составных его частей, выражающих их вклад в общую стоимость. Сама по себе ни одна из этих частей рыночной стоимости не образует.

Стоимость предприятия как действующего является стоимостью, создаваемой деятельностью бизнеса, для которого учреждено данное предприятие. Она выражает стоимость некоторого сложившегося бизнеса и выводится путем капитализации его прибыли. Полученная таким образом стоимость включает вклад земли, зданий, машин и оборудования, а также гудвила и других неосязаемых активов. Общая сумма стоимостей в использовании по всем активам составляет стоимость предприятия как действующего.

В концепции определения стоимости предприятия как действующего наиболее ярко получил свое выражение один из принципов оценки, связанных с эксплуатацией предприятия – принцип вклада, который отражает определение стоимостей в использовании (потребительных стоимостей) различных видов собственности предприятия.

Стоимость в использовании является мерой стоимости вклада конкретных активов в стоимость предприятия как действующего, частью которого они являются. Следует четко понимать, что стоимость в использовании активов, определяемая так же, как и стоимость предприятия как действующего для конкретного пользователя, применяется для конкретного предприятия (бизнеса), которое обладает этими активами, а не к рынку отдельного актива. Таким образом, в рамках определения стоимости в использовании актива речь не идет об определении его рыночной стоимости.

Наиболее характерные особенности концепции оценки предприятия как действующего заключаются в следующем:

· стоимость предприятия как действующего – отдельный вид стоимости, который определяет стоимость предприятия для конкретного пользователя (собственника предприятия), что отражает ее нерыночный характер;

· оценка стоимости предприятия как действующего предполагает оценку продолжающего действовать предприятия, имеющего благоприятные перспективы развития с сохранением существующего использования активов (сохранение предприятия как системы без существенного сокращения деятельности и распродажи активов по отдельности либо иного варианта наилучшего использования);

· концепция оценки стоимости предприятия как действующего предполагает определение стоимости предприятия как действующего путем капитализации его дохода (прибыли); общий показатель стоимости при этом можно распределить (аллоцировать) по составным частям (активам) в соответствии с их вкладом в целое (определить потребительскую стоимость активов предприятия). Однако ни одна из полученных компонент сама по себе не будет выражать показатель рыночной стоимости.

При оценке предприятия как действующего к оценке бизнеса применяется три подхода.

Наиболее подходящим подходом для оценки предприятия как действующего является доходный подход. Это подтверждается тем, что в рамках доходного подхода используются два метода: капитализации дохода и дисконтирования будущих доходов, а в положениях руководства к применению международных стандартов оценки сформулировано следующее: «Стоимость предприятия как действующего выражает стоимость некоторого сложившегося бизнеса и выводится путем капитализации его прибыли».

Методы затратного подхода не учитывают факт продолжающегося функционирования предприятия, его инвестиционный характер как товара, который определяется предполагаемыми будущими доходами. Методы рыночного подхода определяют рыночную стоимость бизнеса и не могут применяться при оценке стоимости предприятия как действующего, рассчитываемой для конкретного пользователя (собственника).

При применении доходного подхода необходимо учитывать такие факторы, как:

· прогнозные темпы роста и длительность периода получения прибыли;
· риск получения прогнозируемых доходов;
· изменение стоимости денег во времени.

При оценке ожидаемых доходов или прибыли должны учитываться структура капитала предприятия и положение на рынке за весь период

существования, ожидаемые перспективы для предприятия, отраслевые и общеэкономические факторы.

Использование конкретного метода доходного подхода во многом определяется характером получаемого предприятием дохода. В случае, если доход (прибыль) предприятия стабилен, либо есть долгосрочный, устойчивый темп роста дохода (прибыли), обычно невысокий, используется метод капитализации дохода (прибыли). При нестабильности предполагаемых в будущем доходов или существовании планов привлечения дополнительных инвестиций используется метод дисконтирования будущих доходов.

Определение стоимости предприятия как действующего предполагает последующий расчет (при необходимости) стоимостей каждого актива (группы активов), используемого в процессе функционирования предприятия. Стоимость предприятия как действующего представляет собой сумму стоимостей в использовании активов предприятия.

Пример. *При размере чистой прибыли предприятия (бизнеса) 48 млн. сум, ставке капитализации 8 % и заданной структуре активов распределить стоимость предприятия между группами активов.*

Решение

1. Стоимость предприятия (бизнеса) = Чистая прибыль / Ставка капитализации = 48 млн. сумов / 0,08 = 600 млн. сум.

2. Распределение стоимости предприятия между группами активов:

Статьи актива скорректированного баланса	***Сумма, млн. сум***	***Доля статьи по балансу, %***	***Стоимость в использовании, млн. сум***
Основные средства	*34,6*	*3*	*18,0*
Долгосрочные финансовые вложения	*155,2*	*14*	*84,0*
Запасы	*553,0*	*48*	*288,0*
НДС по приобретенным ценностям	*9,2*	*1*	*6,0*
Дебиторская задолженность	*388,5*	*33*	*198,0*
Денежные средства	*13,4*	*1*	*6,0*
Итого активов	*1153,9*	*100*	-
Итого стоимость предприятия как действующего	-	-	*600,0*

При таком подходе каждый актив рассматривается с точки зрения возможностей его использования на дату оценки:

- если стоимость актива для бизнеса равна стоимости актива в использовании, то может быть принято решение о сохранении данного актива на балансе;
- если стоимость актива для бизнеса равна чистой стоимости реализации актива, собственник может принять решение о продаже актива;
- если стоимость актива для бизнеса равна чистым текущим затратам на замещение данного актива, собственник может принять решение о замене этого актива на другой.

Таким образом, в ходе оценки каждого актива с точки зрения его вклада в стоимость предприятия как действующего (стоимость бизнеса в целом) происходит анализ каждого актива на предмет дальнейшего использования. Результатом анализа является либо сохранение актива на балансе, либо (в случае, если актив, рассматриваемый в качестве отдельной составляющей предприятия как действующего, не вносит вклад в общую прибыльность предприятия и потому считается избыточным относительно потребностей, связанных с функционированием предприятия) рассматривается альтернативный вариант его использования (продажа, обмен, утилизация и т. п.).

При определении стоимости предприятия как действующего, как суммы стоимостей в использовании активов предприятия, необходимо к полученной итоговой стоимости прибавить рыночную или иную стоимость активов с альтернативных текущему варианта использования.

5.2. Реструктуризация предприятия на основе оценки рыночной стоимости

Процесс реструктуризации определяется как обеспечение эффективного использования производственных ресурсов, приводящее к увеличению стоимости предприятия (бизнеса). Главная цель реструктуризации – поиск источников развития предприятия (бизнеса) на основе внутренних и внешних факторов. Использование внутренних факторов основано на выработке операционной, инвестиционной и финансовой стратегий создания стоимости за счет собственных и заемных источников финансирования; внешних – на реорганизации видов деятельности и структуры предприятия.

Управление стоимостью предприятия (развитием бизнеса) требует особого подхода, сконцентрированного на долгосрочных денежных потоках, а не на сиюминутных изменениях величины прибыли. Этот подход должен быть ориентированным только на прирост стоимости.

Смысл управления денежным потоком и стоимостью предприятия заключается в создании новой стоимости, что предполагает сначала выявление конкретных факторов, определяющих ее изменение, затем разработку на их основе стратегий по увеличению стоимости предприятия и далее – последовательное целенаправленное воплощение этих стратегий.

Алгоритм исследования предприятия в целях его реструктуризации включает четыре этапа работ.

I этап. Оценка предприятия «как есть» на базе данных о текущем состоянии предприятия, производственных и финансовых планах руководства.

II этап. Углубленный финансовый анализ предприятия, выявление факторов «движущих стоимость» внутри предприятия, разработка и воплощение стратегий увеличения стоимости, основанных на воздействии на те или иные факторы.

III этап. Использование возможностей организационного реструктурирования (продажа производственных подразделений, покупка компаний, слияние, создание совместного предприятия, ликвидация подразделения и т.д.).

IV этап. Финансовое реструктурирование – принятие решений в отношении задолженности, увеличения собственного капитала, конвертации долга в собственный капитал.

Оценка предприятия (I этап) уже подробно рассматривалась в предыдущих разделах настоящего учебного пособия. В этой связи сразу перейдем к более подробному рассмотрению второго этапа работ – создание дополнительной стоимости внутри предприятия путем воздействия на факторы, движущие стоимость. Последние представляют собой переменные в методе дисконтированных денежных потоков, характеризующих деятельность предприятия. При количественном изменении той или иной переменной изменяются величина денежного потока и, соответственно, величина стоимости. К важнейшим факторам, движущим стоимость относятся: временный фактор, объемы реализации, себестоимость реализованной продукции, соотношение постоянных и переменных затрат, маржа валовой прибыли, собственные оборотные средства,

основные средства, соотношение собственных и заемных средств в структуре капитала предприятия, а также стоимость привлечения капитала.

Эти факторы (последние два) непосредственно влияют на величину денежного потока, на ставку дисконта.

Воздействие на те или иные факторы (управление стоимостью) осуществляется в соответствии с конкретными стратегиями развития предприятия: операционные, инвестиционные и финансовые (рис. 5-1).

Рис. 5-1. Стратегия развития предприятия и его составляющих

При этом применяются два подхода: *лидерство по затратам и дифференциация*. Первый подход заключается, прежде всего, в строгом контроле затрат предприятия и максимальном повышении эффективности производства; второй – в концентрации усилий предприятия на производстве и реализации продукции, не имеющей конкурирующих аналогов.

При первом подходе *«лидерство по затратам»*, когда разрабатываются **операционные стратегии**, оптимальным является:

- сокращение доли постоянных затрат путем экономии на административных и накладных расходах;
- оптимизация связей с поставщиками с целью дополнительной экономии на затратах;
- увеличение своей доли на рынке для достижения экономии на масштабах по каждому виду деятельности;
- обеспечение конкурентоспособных цен на реализуемую продукцию.

Второй подход *«дифференциация»* в рамках операционной стратегии предполагает главным образом использование потенциала увеличения цены и тем самым маржи валовой прибыли в тех сегментах рынка, где есть ощутимое преимущество перед конкурентами.

При первом подходе, когда используются **инвестиционные стратегии**, следует исходить из необходимости:

- минимизировать остаток денежных средств;
- стимулировать дебиторов к сокращению средних сроков погашения задолженности;
- минимизировать уровень товарно-материальных запасов, но без ущерба для бесперебойного выполнения заказов клиентов;
- экономить на использовании основных средств (например, арендуя машины и оборудование, а не покупая их);
- продавать избыточные неиспользуемые активы.

При втором подходе целесообразно:

- связать управление дебиторской задолженностью с ценовыми факторами;
- добиваться у поставщиков наиболее выгодных условий погашения кредиторской задолженности;
- инвестировать средства в специальные активы, необходимые для дифференциации.

Финансовые стратегии в обоих подходах ориентированы на создание оптимальной структуры капитала, выбор наиболее дешевых способов финансирования заемного и собственного капиталов и максимальное сокращение факторов делового риска.

Последовательное осуществление того или иного варианта «внутренних» стратегий приводит к максимальному увеличению денежного потока и, как следствие, к повышению стоимости предприятия.

Внешнее развитие предприятия основано на купле (продаже) активов, подразделений, слияниях и поглощениях, а также видах деятельности по сохранению корпоративного контроля. Стратегическая цель – повышение стоимости капитала за счет изменения структуры активов; аккумуляция средств на главных направлениях развития бизнеса и сохранения корпоративного контроля.

Особо следует подчеркнуть, что возможность реструктурирования возникает тогда, когда между стоимостью, которой обладает предприятие в настоящее время (текущей стоимостью), и потенциальной стоимостью, которая достижима при изменении ряда обстоятельств, существует стоимостной разрыв.

Стоимостной разрыв – разница между текущей стоимостью предприятия при существующих условиях и текущей стоимостью предприятия после реструктуризации, представляющая собой чистую текущую стоимость эффекта реструктуризации:

$$NPV_c = [D(PN)n + (EE)n - (I)n \pm (T)n] \times r,$$

где *D(PN)n* – дополнительная прибыль от реструктурирования;

n – период времени после реструктуризации;

(EE)n – экономия производственных издержек и дополнительная прибыль, за счет диверсификации производства;

(I)n – дополнительные инвестиции на реструктурирование;

(T)n – прирост (экономия) налоговых платежей;

r – коэффициент текущей стоимости.

В качестве базового при расчете стоимости предприятия в целях реструктурирования применяется метод дисконтированных денежных потоков, так как он является единственным, позволяющим 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 предприятия, без учета финансовых издержек реорганизации. В данном случае реструктуризацию можно рассматривать как вариант капиталовложений с первоначальными затратами и ожидаемой в будущем прибылью.

Основные направления реструктуризации предприятий (бизнеса) в Республике Узбекистан определены законодательством (рис. 5-2).

Многие предприятия, активно используя стратегии внутреннего роста для максимальной реализации намеченных планов, а также сохранения предприятия как действующего, стремятся привлечь факторы внеш-

него роста. Данное направление процесса реструктуризации получило название *«стратегическое»*.

Виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования включают: расширение (слияние, присоединение); сокращение (разделение, выделение) и преобразование капитала.

Целью **расширения** при стратегическом направлении реструктуризации является увеличение стоимости капитала за счет:

- приобретения действующих предприятий (легче приобрести действующее предприятие, чем создать новое);
- получения управленческих, технологических, производственных выгод в случае объединения различных предприятий (эффект дополнения, когда система восполняет недостающие элементы);
- возможного эффекта диверсификации и снижения совокупного риска за счет объединения предприятий различного профиля деятельности;
- повышения конкурентного потенциала в результате укрепления позиций объединенных предприятий на рынке;

синергетического (системного) эффекта, который возникает в том случае, если свойства системы в целом превосходят сумму свойств отдельных ее элементов.

Слиянием предприятий признается возникновение нового предприятия путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких предприятий с прекращением деятельности последних.

Присоединением предприятия признается прекращение деятельности одного или нескольких предприятий с передачей всех прав и обязанностей другому предприятию.

Вместо слияния (присоединения) предприятие может прибегнуть к покупке акций интересующего предприятия и получить контроль над ним; акции можно покупать постепенно, не вызывая повышения цен на них и не имея согласия акционеров.

Целью **сокращения** является выбор стратегического направления развития предприятия с мобилизацией всех возможных внутренних резервов и привлечением внешних источников роста.

Разделением предприятия признается прекращение его деятельности с передачей всех прав и обязанностей вновь создаваемым двум или нескольким предприятиям в соответствии с разделительным балансом.

Выделением предприятия признается создание одного или нескольких предприятий с передачей им части прав и обязанностей реорганизу-

Рис. 5-2. Основные цели и направления реструктуризации предприятия

емого предприятия без прекращения деятельности последнего в соответствии с разделительным балансом.

При **преобразовании** предприятия в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив к вновь возникшему юридическому лицу переходят все права и обязанности реорганизованного предприятия в соответствии с передаточным актом.

Второе направление поиска источников внешнего развития предприятия – ***реорганизация предприятий в случае их неплатежеспособности (банкротства) или предприятий, которые столкнулись с серьезными проблемами.***

Несостоятельность (банкротство) предприятия считается имеющей место после признания факта несостоятельности арбитражным судом или после официального объявления о ней предприятием-должником при его добровольной ликвидации. В соответствии с отечественным законодательством к должнику могут применяться процедуры:

- реорганизационные (внешнее управление, санация);
- ликвидационные (принудительная или добровольная ликвидация несостоятельного предприятия под контролем кредиторов);
- мировое соглашение.

Главная задача данного направления реструктуризации – сохранить предприятие как действующее.

Третье направление реструктуризации – ***предотвращение угрозы поглощения собственности и контроля.*** Привлекательными для поглощения являются только предприятия, имеющие потенциал стоимостного разрыва.

Предприятие, которое хотят поглотить, имеет в своем распоряжении разнообразные способы защиты от посягательств на его независимость, в том числе, защита интересов управляющих и собственников, возводящая барьеры на пути поглощения предприятия (вместо обычного большинства, необходимого для принятия решения по другим вопросам, в ситуации слияния для утверждения сделки может требоваться более высокая доля голосов), программа выкупа акций (предложение об обратном выкупе предприятием своих акций), преобразование предприятия в частное (за счет выкупа акций и использования других инструментов).

В случае реструктуризации стоимостная оценка подразумевает анализ совместимости объединяющихся предприятий (бизнеса):

- анализ сильных и слабых сторон участников сделки;
- прогнозирование вероятности банкротства;
- анализ операционного (производственного) и финансового рисков;

· оценка потенциала изменения чистых денежных потоков;

· предварительная оценка стоимости реорганизуемого предприятия.

Затраты на реорганизацию можно рассматривать как вариант капиталовложений: имеются стартовые затраты, и в будущем ожидается прибыль (поток доходов). Независимо от того, расходует или не расходует предприятие денежные средства, оно должно приложить все усилия, чтобы добиться оптимального распределения капитала и обеспечить в долгосрочном периоде благосостояние собственников.

При оценке любого предполагаемого проекта реорганизации необходимо составить прогноз будущих денежных потоков, которые предполагается получить после завершения сделки. При этом должны быть учтены все последующие эффекты на участников сделки с учетом того, что это действие в целом превышает действие, оказываемое каждым компонентом в отдельности. Такие последствия определяются как *синергетический эффект* (превышение стоимости объединенных предприятий после слияния по сравнению с суммарной стоимостью предприятий до слияния). Эффект обратного синергизма может быть получен при разукрупнении и выделении нового предприятия. Реализуемые активы одного предприятия могут представлять интерес для другого, и в итоге оно готово заплатить за них высокую цену. Синергия может проявляться в двух направлениях: прямой и косвенной выгодах.

Прямая выгода – увеличение чистых денежных потоков реорганизованных предприятий. Анализ этой выгоды включает три этапа:

· оценку стоимости предприятия на основе прогнозируемых денежных потоков до реорганизации;

· оценку стоимости объединенного предприятия на основе денежных потоков после реорганизации;

· расчет добавленной стоимости (все расчеты проводятся на базе модели дисконтированных денежных потоков).

Добавленная стоимость объединения предприятия формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергии.

Операционная синергия – экономия на операционных расходах за счет объединения служб маркетинга, учета, сбыта. Кроме того, объединение может привести к упрочению позиции предприятия на рынке, получению технологического ноу-хау, торговой марки, что способствует не только снижению затрат. но и дифференциации выпускаемой продукции. Кроме того, экономия может быть достигнута за счет эффекта масштаба (возможность выполнять больший объем работы на тех

же производственных мощностях, что в итоге снижает средние издержки на единицу выпускаемой продукции).

Управленческая синергия – экономия за счет создания новой системы управления. Объединение предприятий может осуществляться путем горизонтальной и вертикальной интеграций, а также создания конгломерата.

Финансовая синергия – экономия за счет изменения источников финансирования, стоимости финансирования и прочих выгод. Данный вид синергии ведет не к приросту денежных потоков, а к снижению риска инвестирования с точки зрения внешних пользователей. Реорганизация (особенно преобразование) может привести также и к налоговым преимуществам, некоторые из них будут рассмотрены ниже.

Косвенная выгода – увеличение рыночной стоимости акций или изменение мультипликатора *P/E* (соотношение между ценой и прибылью). Акции объединенного предприятия могут стать более привлекательными для инвестора, а их рыночная стоимость возрасти. Целью финансового управления является повышение благосостояния собственников. Для акционеров это выразится в увеличении прибыли на акцию. В этой связи рассмотрим этот вопрос подробнее на конкретном примере.

Пример. *Предприятие N рассматривает вопрос о возможности присоединения предприятия* N_1 (табл. 5-1).

Таблица 5-1

Показатели финансовой деятельности предприятий N и N_1, сум

Показатель	*Предприятие N*	*Предприятие* N_1
Чистая прибыль	*500000*	*250000*
Количество обыкновенных акций	*2000*	*1250*
Прибыль на акцию	*250*	*200*
P/E	*8,0*	*6,0*
Цена одной акции	*2000*	*1200*

Предприятия, участвующие в присоединении, определяют порядок конвертации акций каждого предприятия в акции и/или иные ценные бумаги нового предприятия на основе менового соотношения:

$$\text{Меновое соотношение} = \frac{\text{Рыночная цена поглощающего предприятия}}{\text{Рыночная цена акции поглощаемого предприятия}} \times \text{Число предложенных акций}$$

По условию примера рыночная цена акции предприятия N равна 2000 сумов, предприятия N_1 – 1200 сумов, меновое соотношение будет равно 0,6. Предприятие N_1 должно обменять 0,6 своей акции у предприятия N за 1 акцию. Однако такие условия обмена могут не заинтересовать предприятие N_1. Допустим, предприятие N_1 согласно на условия обмена исходя из рыночной цены акций предприятия N_1, равной 1300 сумов. В этом случае за каждую акцию предприятия N_1 необходимо передать 0,65 акции предприятия N для чего требуется выпустить дополнительно 812 обыкновенных акций предприятия N. Финансовые показатели предприятия N и N_1 после присоединения будут следующие:

Чистая прибыль (данные финансовых отчетов суммируются)	*- 750000 сум.*
Количество акций	*- 2812 шт.*
Прибыль на акцию	*- 266,7 сум.*

Исходя из предложения, что прибыль объединяющихся предприятий осталась без изменения, общая прибыль на акцию в результате присоединения повысилась. Однако предприятие N_1 получило 0,65 акции предприятия N, следовательно, может рассчитывать и на соответствующую долю прибыли (0,65 х 266,7 = 173,3 сумов), что уступает исходному значению прибыли до объединения 200 сумов. Мультипликатор P/E по условиям сделки был равен 6,5 (1300/200), что превышает исходное значение (6,0). Соотношение 6,5 / 6,0, несмотря на снижение прибыли на акцию, может в долгосрочной перспективе свидетельствовать о возможном увеличении дохода на акцию после присоединения.

Обобщая изложенное, для оценки возможных последствий реструктуризации на прибыльность капитала следует произвести расчеты следующих параметров:

- изменение прибыли на акцию исходя из менового соотношения;
- изменение мультипликатора *P/E* как индикатора возможных краткосрочных перспектив.

При этом следует иметь в виду, что размеры объединенного предприятия будут более крупнее объединяющихся предприятий. Чем больше будет значение мультипликатора *P/E* поглощающего предприятия по сравнению с аналогичным показателем поглощаемого предприятия и различие в объемах получаемой прибыли, тем значительнее будет увеличение мультипликатора *P/E* поглощающего предприятия в результате присоединения.

5.3. Оценка инвестиционных проектов

Инвестирование с позиций владельца капитала означает отказ от сиюминутных выгод ради получения дохода в будущем. В этой связи оценка инвестиционной привлекательности состоит в анализе предполагаемых вложений в проект и потока доходов от его использования.

Оценка инвестиционного проекта фактически заключается в оценке предполагаемых результатов его реализации требованиям инвестора по уровню доходности и сроку окупаемости.

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

Простые методы традиционно использовались в отечественной практике. В расчетах экономической эффективности капитальных вложений предусматривалась система показателей, отвечающая действующим условиям хозяйствования.

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

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

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

Вместе с тем при оценке инвестиционной привлекательности проектов возникла необходимость учитывать инфляционные процессы, возможности альтернативного инвестирования, меры по обслуживанию капитала, привлекаемого для финансирования.

Оценка проектов стала производиться *усложненными методами*, которые базируются на сравнении затрат по проекту с доходами, приведенными к их текущей стоимости на момент осуществления затрат, исходя из уровня риска по оцениваемому проекту, т.е. доходы должны быть продисконтированы. В этой связи при оценке инвестиционных проектов с учетом временного фактора используется следующая система показателей (методов):

- период (срок) окупаемости (метод определения срока окупаемости);
- чистая текущая стоимость доходов (метод расчета чистого приведенного эффекта);
- ставка доходности проекта;
- внутренняя ставка доходности проекта (метод расчета нормы рентабельности инвестиций);
- модифицированная ставка доходности;
- ставка доходности финансового менеджмента.

Оценка инвестиционной привлекательности проекта предполагает использование, как правило, всех показателей. Это связано с тем, что каждому методу присущи некоторые недостатки, устраняемые в процессе расчета другого показателя. Поэтому только совокупность расчетов позволит принять правильное инвестиционное решение.

Период (срок) окупаемости проекта определяется как ожидаемое число лет, необходимое для полного возмещения инвестиционных затрат:

$$T_{ок} = \begin{matrix}\textit{Число лет, предшествующих}\\ \textit{году окупаемости}\end{matrix} + \frac{\begin{matrix}\textit{Невозмещённая стоимость}\\ \textit{на начало года окупаемости}\end{matrix}}{\begin{matrix}\textit{Приток наличности в}\\ \textit{течение года окупаемости}\end{matrix}}.$$

Пример. (условный). *Рассмотрим методику расчета периода окупаемости. Инвестиционный проект требует вложения 1000 тыс. долл. США, прогнозируемый поток доходов составит: первый год – 200 тыс.; второй – 500 тыс.; третий – 600 тыс.; четвертый – 800 тыс.; пятый год – 900 тыс. долл. США. Ставка дисконта – 15 %.*

Расчеты простого (статического) метода свидетельствуют о том, что проект окупится через два с половиной года. Однако этот срок не учитывает требуемую норму дохода на инвестиции в конкретной сфере. Более объективные результаты дает методика, основанная на временной оценке денежного потока.

Для определения срока окупаемости:

рассчитаем дисконтированный денежный поток доходов по проекту, исходя из ставки дисконта и периода возникновения доходов;

рассчитаем накопленный дисконтированный денежный поток как алгебраическую сумму затрат и потока доходов по проекту. Рассчитывается до получения первой положительной величины;

определим срок окупаемости по вышеприведенной формуле.

Ниже приведен расчет срока окупаемости проекта X

Период	*0*	*1*	*2*	*3*	*4*	*5*
Денежный поток	*(1000)*	*200*	*500*	*600*	*800*	*900*
Дисконтированный денежный поток	*(1000)*	*174*	*378*	*394*	*458*	*447*
Накопленный дисконтированный денежный поток	*- 1000*	*- 826*	*- 448*	*- 54*	*+ 404*	
$T_{ок} = 3 + 54/458 = 3{,}1$ *года*						

Таким образом, реально необходимый период для возмещения инвестированной суммы с учетом фактора времени на 0,6 года больше срока, определенного простым методом.

Данный показатель определяет срок, в течение которого инвестиции не будут давать реального дохода от инвестиционного проекта. Этот процесс начинается только по истечении периода окупаемости. При отборе вариантов предпочтение отдается проектам с наименьшим сроком окупаемости.

Период окупаемости целесообразно рассчитывать по проектам, финансируемым за счет долгосрочных обязательств. Срок окупаемости по проекту должен быть меньше периода пользования заемными средствами, устанавливаемого кредитором. Рассмотренный показатель является приоритетным в том случае, если для инвестора главное - максимально быстрый возврат инвестиций (выбор путей финансового оздоровления обанкротившихся предприятий).

Недостатки данного показателя:

- в расчетах игнорируются доходы, получаемые после предлагаемого срока окупаемости проекта. Следовательно, при отборе альтернативных проектов можно допустить серьезные просчеты, если ограничиваться применением только данного показателя;
- использование его для анализа инвестиционного портфеля требует дополнительных расчетов. Период окупаемости инвестиций по портфелю в целом не может быть рассчитан как простая средняя величина.

Метод чистой текущей стоимости доходов позволяет классифицировать инвестиционные проекты и принимать решения на основе сравнения затрат с доходами по инвестиционному проекту, приведенными к текущей стоимости.

Для расчета показателя чистой текущей стоимости доходов (*П*) требуется:

• определить текущую стоимость каждой суммы потока доходов, исходя из ставки дисконтирования периода возникновения доходов.

• суммировать приведенные доходы по проекту.

• сравнить суммарные приведенные доходы с величиной затрат по проекту и рассчитать чистую текущую стоимость доходов:

$$П = Д - З,$$

где $Д$ – суммарные приведенные доходы;

$З$ – приведенные затраты по проекту.

Проекты, имеющие отрицательную величину $П$ инвестор отклоняет. При рассмотрении нескольких вариантов предпочтение отдается проекту с максимальной величиной данного показателя.

Рассчитываем показатель *(П)* по анализируемому проекту *X*:

Период	*0*	*1*	*2*	*3*	*4*	*5*
Денежный поток	*(1000)*	*200*	*500*	*600*	*800*	*900*
Дисконтированный денежный поток	*(1000)*	*174*	*378*	*394*	*458*	*447*
Суммарный приведенный поток доходов	*174 + 378 + 394 + 458 + 447 = 1851*					
П = 1851 – 1000 = 851						

Положительная величина $П$ показывает, насколько возрастет стоимость активов инвестора от реализации данного проекта. Поэтому предпочтение отдается проекту с наибольшей величиной чистой текущей стоимости доходов. Показатель $П$ относится к категории абсолютных, что позволяет суммировать результаты по отобранным проектам, для определения $П$ по инвестиционному портфелю в целом.

Недостатки данного показателя:

• абсолютное значение $П$ при сравнительном анализе инвестиционных проектов не учитывает объема вложений по каждому варианту;

• величина $П$ по проекту зависит не только от суммы затрат и распределения потока доходов во времени. На результаты существенно влияет применяемая ставка дисконтирования. Оценка же уровня риска проводится достаточно субъективно.

Влияние ставки дисконтирования на доходность проекта X отражено в следующей таблице, из которой видно, что увеличение ставки дисконта снижает величину реального прироста активов:

Ставка дисконтирования, %	5	15	25	35	45
Чистая текущая стоимость доходов	+1526	+851	+410	+108	-106

Таким образом, один и тот же проект в разных условиях риска, оцененный ставкой дисконта, дает разные результаты и из прибыльного может превратиться в убыточный.

Метод ставки доходности проекта позволяет сравнить инвестиционные проекты, которые различаются по величине затрат и потокам доходов. Выбор оптимального проекта основан на оценке эффективности единицы затрат.

Ставка доходности проекта рассчитывается двумя способами:

$$1.C = П/З \times 100\%; \quad 2.C = Д/З.$$

В первом случае коэффициент эффективности измеряется в процентах и показывает уровень чистого приведенного дохода на единицу затрат. Во втором случае показатель является индексом, отражающим соотношение положительных и отрицательных денежных потоков по проекту.

Рассчитаем ставку доходности по анализируемому проекту X:
приведенные расходы по проекту – 1000;
сумма приведенных доходов – 1851;
чистая текущая стоимость доходов – 851.
Ставка доходности проекта:

$$1.C = 851/1000 \times 100\% = 85{,}1\%; \quad 2.C = 1851/1000 = 1{,}85.$$

Ставка доходности проекта показывает величину прироста активов от реализации проекта на единицу инвестиций. В данном примере индекс доходности проекта больше единицы. Это подтверждает, что величина *П* больше нуля. При принятии инвестиционных решений отдают предпочтение показателю *С* в том случае, если величина *П* в рассматриваемых проектах одинакова. Показатель *П* является абсолютным, поэтому возможна ситуация, когда проекты будут иметь равную чистую текущую стоимость доходов.

Пример. *Предположим, что необходимо выбрать один из двух предложенных проектов. Проект L требует инвестирования в сумме 900, поток доходов: первый год - 300, второй год - 400, третий год - 600. Проект M требует затрат в сумме 325 и обеспечит доходы: первый год - 100; второй год - 200, третий год - 300. Ставка дисконтирования, используемая для принятия решения, составляет 10 %.*

Расчет показателя П:

Показатель	*Проект L*	*Проект M*
Суммарный приведенный доход (Д)	*1055*	*482*
Затраты по проекту (З)	*900*	*325*
Показатель П	*+ 155*	*+ 157*

Величина чистой текущей стоимости доходов по анализируемым проектам существенно не отличается. Для отбора проекта целесообразно использовать ставку доходности проекта:

$$Проект\ L: C = 155/900 \times 100\% = 17{,}2\%.$$

$$Проект\ M: C = 157/325 \times 100\% = 43{,}2\%.$$

Для инвестора более выгоден проект M, так как он имеет ставку доходности в 2,5 раза большую.

Преимущества показателя *С* заключаются в том, что он относителен и отражает эффективность единицы инвестиций. Кроме того, в условиях ограниченности ресурсов этот показатель позволяет сформировать наиболее эффективный инвестиционный портфель. Основным недостатком этого показателя является зависимость результатов расчета от ставки дисконта.

Внутренняя ставка доходности проекта представляет собой ставку дисконтирования, приравнивающую сумму приведенных доходов от проекта к величине инвестиций (затрат). Эта ставка обеспечивает нулевое значение чистой текущей стоимости доходов. Оценка инвестиционных проектов с помощью этого показателя основана на определении максимальной величины ставки дисконтирования, при которой проекты останутся безубыточными.

Расчет внутренней ставки доходности проекта производится в следующем порядке.

А. Выбирается произвольная ставка дисконтирования, и на ее основе рассчитывается суммарная текущая стоимость доходов по проекту.

Б. Затраты по проекту сопоставляются с полученной приведенной суммой доходов. Если первоначальная произвольная ставка дисконтирования не дает нулевой чистой текущей стоимости доходов, то выбирается вторая ставка дисконтирования по такому правилу:

- если $П > 0$, то новая ставка дисконтирования должна быть больше первоначальной;
- если $П < 0$, то новая ставка дисконтирования должна быть меньше первоначальной.

В. Вторая ставка дисконтирования подбирается до тех пор, пока не получится суммарная текущая стоимость доходов как больше, так и меньше затрат по проекту.

Г. Рассчитывается внутренняя ставка доходности проекта методом интерполяции.

Пример. *Рассчитать внутреннюю ставку доходности проекта К, затраты по которому составят 1200, а поток доходов по годам: 50, 200, 450, 500, 600.*

Решение

1. Сумма потока доходов, дисконтированных по ставке 5%, составит:

$$48+181+389+411+470=1499.$$

2. Определим П:

$$1499-1200=299, \text{ т. е. } П > 0.$$

3. Выберем новую ставку дисконтирования. Она должна быть больше 5%, так как П > 0.

4. Рассчитаем суммарный поток доходов, дисконтированных по ставке 20 %:

$$42+139+260+241+241=923.$$

5. Определим П:

$$923-1200=-277, \text{ т. е. } П < 0.$$

6. Рассчитаем внутреннюю ставку доходности:

а) обозначим интервал:

$$\begin{bmatrix} 1499 \\ 1200 \\ 923 \end{bmatrix} \quad \begin{bmatrix} 5\% \\ 5\% + X \\ 20\% \end{bmatrix};$$

б) составим пропорцию и решим уравнение:

$$\frac{1449-1200}{1449-923} = \frac{5-(5+X)}{5-20},$$

$$\frac{299}{576} = \frac{X}{15},$$

$$X = 7{,}8\%;$$

в) рассчитаем внутреннюю ставку доходности:

$$5+7{,}8=12{,}8\%.$$

Предпочтение отдается проекту, имеющему наибольшую величину внутренней ставки доходности. Использование этой ставки при анализе и отборе инвестиционных проектов основано на интерпретации этого

показателя. Внутренняя ставка доходности является индивидуальным показателем конкретного проекта, представленного не только данной суммой затрат, но и потоком доходов, индивидуальным как по величине, так и по времени возникновения каждой суммы потока.

Пример. *Рассмотрим влияние распределения доходов во времени на показатель внутренней ставки доходности. Проанализируем потоки доходов и затрат по трем проектам I, II и III.*

Влияние денежного потока на величину внутренней ставки доходности:

Показатель	*Проект I*	*Проект II*	*Проект III*
Затраты:	*(1200)*	*(1200)*	*(1200)*
первый год	*500*	*900*	*400*
второй год	*500*	*400*	*200*
третий год	*500*	*200*	*900*
Внутренняя ставка доходности	*12 %*	*16 %*	*10 %*

Все три проекта требуют одинаковых затрат, совпадают и суммы доходов в том виде, в каком они будут представлены в финансовых отчетах соответствующих лет. Однако различия в распределении потока доходов во времени оказывают существенное влияние на рассматриваемый показатель. Внутренняя ставка доходности по проекту II почти в 1,6 раза выше, чем по проекту III.

Эту ставку доходности можно интерпретировать как некий «запас прочности» проекта, отражающий его устойчивость в условиях возможного повышения риска. Неблагоприятные изменения, затрагивающие как экономику в целом, так и конкретный вид бизнеса, требуют адекватного уровня ставки дисконтирования. Проекты с максимальной величиной внутренней ставки доходности более привлекательны, так как потенциально способны выдерживать большие нагрузки на инвестиционный капитал, связанный с возможным повышением его стоимости. Сравнение расчетной величины внутренней ставки доходности с требуемой нормой дохода на капитал в данной конкретной сфере позволяет на начальной стадии отклонять неэффективные проекты. Методу оценки проектов, основанному на сравнении этих показателей, присущи серьезные недостатки:

· этот показатель сложно использовать для оценки инвестиционного портфеля в целом, так как он характеризует только конкретный проект;

· этот показатель требует особого применения при анализе проектов, имеющих несколько крупных отрицательных денежных потоков в течение экономической жизни проекта (приобретение недвижимости в рассрочку или строительство объекта, осуществляемое в течение нескольких лет).

Метод модифицированной ставки доходности инвестиционного проекта позволяет устранить существенный недостаток внутренней ставки доходности проекта, который возникает в случае неоднократного оттока денежных средств. Примером такого неоднократного оттока являются, как указано выше, инвестиции в недвижимость, предусматривающие приобретение в рассрочку или строительство, осуществляемое в течение нескольких лет. Методика расчета внутренней ставки доходности предполагает реинвестирование сумм, предназначенных для вложения в инвестиционный проект в последующие годы, по ставке, равной этой ставке. Однако на практике это маловероятно.

Если затраты по проекту осуществляются в течение нескольких лет, то временно свободные средства, которые инвестор должен будет вложить в проект в будущем, можно инвестировать в другой второстепенный проект. Основные требования к таким временным инвестициям – это безопасность и ликвидность, так как вложенные средства должны быть возвращены точно в соответствии с графиком затрат по основному инвестиционному проекту. Величина безопасной ликвидной ставки определяется на основе анализа финансового рынка, обычно по уровню дохода по облигациям государственного займа с пятилетним сроком погашения. Однако в каждом конкретном случае величина безопасной ликвидной ставки определяется индивидуально, но, как правило, ее уровень относительно невысок.

Дисконтирование затрат по безопасной ликвидной ставке дает возможность рассчитать их суммарную текущую стоимость, величина которой позволяет более объективно оценить уровень доходности инвестиционного проекта. При расчете модифицированной ставки доходности:

А. Определяется величина безопасной ликвидной ставки доходности.

Б. Затраты по проекту, распределенные по годам инвестирования, дисконтируются по безопасной ликвидной ставке.

В. Составляется модифицированный денежный поток.

Г. Рассчитывается модифицированная ставка доходности, но на основе модифицированного денежного потока.

Пример. *Рассмотрим порядок расчета модифицированной ставки доходности. Имеется проект Р, затраты на который составляют 750, поток доходов по годам: 400, 500, 700, 600. Средства, предназначенные для вложения в проект во втором году, могут быть помещены на один год в безопасный проект, например, в государственные ценные бумаги. Если они обеспечивают доход 4 % годовых, то инвестор в первый год должен вложить: 750 - в основной проект; 750 [PV] 4 % = 750 x 0,9615 = 721 – в государственные ценные бумаги. Суммарные инвестиции составят 1471.*

Дальнейший расчет осуществляется так же, как расчет внутренней ставки доходности проекта – методом интерполяции. Денежный поток в модифицированном виде по безопасной ликвидной ставке представлен ниже в таблице.

1. Период	*0*	*1*	*2*	*3*	*4*	*5*
2. Денежный поток	*(750)*	*(750)*	*400*	*500*	*700*	*600*
3. Модифицированный денежный поток	*(1471)*	*0*	*400*	*500*	*700*	*600*
Модифицированная ставка доходности = 11,8 %						

Улучшение методов оценки привлекательности инвестиционных проектов связано с использованием инвестором доходов, получаемых от реализации проектов. Эти средства будут инвестированы в различные новые проекты исходя из финансовых возможностей и политики инвестора. Допустимый уровень риска по таким проектам может быть выше, чем при вложении временно свободных средств, предназначенных для основного проекта. Кроме того, возможна диверсификация инвестиций и, следовательно, множественность ставок доходности вложений. Инвестор, определяющий финансовую политику на стадии получения доходов от основного проекта, рассчитывает среднюю ставку доходности будущих инвестиций.

При расчете **ставки доходности финансового менеджмента**:

А. Определяется безопасная ликвидная ставка доходности.

Б. Рассчитывается сумма затрат по инвестиционному проекту, продисконтированная по безопасной ликвидной ставке.

В. Определяется средняя ставка доходности.

Г. Рассчитывается суммарная будущая стоимость доходов от анализируемого инвестиционного проекта, накопленных по средней ставке доходности.

Пример. Рассчитаем ставку доходности финансового менеджмента для ранее приведенного проекта Р. Текущая стоимость затрат по проекту составляет 1471. Определим будущую стоимость доходов от проекта, если средняя ставка доходности равна 8 %:

$$400\,[FV]_3^{8\%} = 400 \times 1{,}2597 = 504\ ;$$

$$500\,[FV]_2^{8\%} = 500 \times 1{,}1664 = 583\ ;$$

$$400\,[FV]_1^{8\%} = 600 \times 1{,}0 = 600\ ;$$

$$400\,[FV]_0^{8\%} = 700 \times 1{,}08 = 756\ ;$$

$$Сумма = 2443\ .$$

Модификация денежного потока по безопасной ликвидной ставке:

1. Период	*0*	*1*	*2*	*3*	*4*	*5*
2. Денежный поток	*(750)*	*(750)*	*400*	*500*	*700*	*600*
3. Модифицированный денежный поток	*1471*	*0*	*0*	*0*	*0*	*2443*
Ставка доходности финансового менеджмента = 10,7 %						

Расчет внутренней ставки доходности проекта осуществляется для денежного потока, модифицированного по безопасной ликвидной ставке (применяемой к затратам) и по средней ставке доходности (применяемой к потоку доходов).

5.4. Особенности стоимостной оценки предприятия в связи с налогообложением

Одной из основных особенностей формирования рыночной стоимости предприятия (бизнеса) является его зависимость от налогообложения. В практике стоимостной оценки этому факту еще не уделяется должного внимания. При стоимостной оценке предприятия почти никогда не учитывается то, как отражаются на этой стоимости налоги, которые придется уплатить заказчику, исходя из конкретных направлений использования оцененного предприятия (бизнеса).

Вместе с тем заказчика интересует не «чистая» стоимость предприятия, а реальные финансовые последствия его использования — затраты на его приобретение, выручка от его продажи или эффективность его использования (доходы, отнесенные к стоимости приобретения), изме

нение стоимости и размера доли в результате внесения объекта в качестве вклада в уставной капитал другого предприятия, изменение стоимости имущества собственного предприятия в результате получения объекта в качестве взноса в уставной капитал и т.п. Во всех этих случаях необходимо учесть и оплатить все расходы, связанные с данными операциями. Значит, влияние налогового фактора на результаты реальной оценки является непосредственным.

При анализе налоговой среды оценки предприятия необходимо учитывать следующие обстоятельства: *во-первых*, различные виды имущества предприятия взаимодействуют с налоговой системой через разные виды налогов; *во-вторых*, надо разграничивать налоги, воздействующие на оценку предприятия непосредственно и опосредованно — через другие налоги, на первый взгляд не имеющие отношения к оценке предприятия; *в-третьих*, предприятие должно рассматриваться, прежде всего, как приносящий доход объект. При таком подходе налоги выступают в качестве существенной статьи расходов, которая покрывается за счет доходов от использования имущества.

Анализ деятельности коммерческих организаций показывает, что комплексным источником их налоговых платежей выступает выручка. Она является основным источником финансовых ресурсов и характеризует финансовую сторону оборота вовлеченных в коммерческую деятельность средств (капитала).

При оценке стоимости предприятия наиболее важно правильно оценить налоговые льготы, предусмотренные для разных направлений деятельности.

Пример. *Необходимо оценить два предприятия, имеющие один и тот же показатель валовой прибыли — 100 млн. сумов в год. При этом предприятие Б имеет в составе источников финансирования кредиты на капитальные вложения в основные средства в размере 50 млн. сумов с ежегодной уплатой процентов по ставке 10 %. Предприятие А не пользуется банковскими кредитами. Сопоставим доходность обоих предприятий с учетом льгот, предоставляемых законодательством (табл. 5-2).*

Разница в доходах двух предприятий вызвана использованием налоговой льготы по процентам за кредит на капитальные вложения в основные средства. Эта выгода может иметь место, конечно, не всегда, а лишь в том случае, если ставка процента за кредит ниже ставки налогообложения прибыли. В противном случае вычеты из прибыли в пользу кре-

диторов будут превышать вычеты в пользу государства и получится обратный эффект от предоставляемой льготы.

Таблица 5-2

Сопоставление доходности предприятий А и Б, млн. сум

Показатели	*Предприятие А*	*Предприятие Б*
Валовая прибыль	*100*	*100*
Проценты за кредит (10 %)	*0*	*5,0*
Прибыль до уплаты налога	*100*	*95,0*
Налог на прибыль (15 %)	*15*	*14,25*
Чистая прибыль (доход собственников)	*85*	*80,75*
Общий доход, приносимый деятельностью предприятия (доход собственников и кредиторов)	*85*	*85,75*
Разница в доходе предприятия		*0,75*

Учитывая, что в нормально функционирующей экономике ставки процентов по долгосрочным кредитам находятся на достаточно низких отметках (намного ниже ставок корпоративного налога на прибыль), механизм учета налоговых льгот является неотъемлемой частью расчета оценочной стоимости предприятия (бизнеса).

Для того чтобы определить влияние этого фактора, необходимо вывести зависимость между ставкой налога на прибыль, ставкой процента за кредит и суммой кредита.

Из примера видно, что разница в доходе предприятий (0,75 млн. сумов) представляет собой произведение процентного платежа за предоставленный кредит (5 млн. сумов) и ставки налога на прибыль (15 %).

Налоговый выигрыш может быть рассчитан по формуле:

$$N_в = K \times П_к \times N_п,$$

где $N_в$ – налоговый выигрыш;

K – величина предоставленного кредита;

$П_к$ – ставка процента за кредит;

$N_п$ – ставка налога на прибыль.

Теперь необходимо рассчитать эффект налогового выигрыша в долгосрочной перспективе. Для этого нужно предположить, что данный

эффект предприятие будет получать бесконечное количество лет, и применить формулу бессрочного аннуитета. В нашем случае формула текущей стоимости налогового выигрыша примет вид:

$$PV_{нв} = \frac{N}{П_к} = \frac{К \times П_к \times N_н}{П_к} = К \times N_н,$$

где $PV_{нв}$ – текущая стоимость налогового выигрыша.

Итак, текущая стоимость налогового выигрыша составит:

50 млн. сумов х 0,15 = 7,5 млн. сумов.

Теперь предположим, что предприятие А, не привлекающее кредит, имеет рентабельность производства (доходность предприятия) 16 %. Предполагая, что «предприятие вечно», по формуле бессрочного аннуитета определим его стоимость по упрощенному варианту доходного подхода. Если чистая прибыль составляет 85 млн. сумов, то текущая стоимость предприятия составит 85 млн. сумов / 0,15 - 566 млн. сумов. Теперь предположим, что предприятие А стало пользоваться долгосрочным кредитом в тех же объемах и на тех же условиях, что и предприятие Б. В этом случае его стоимость увеличилась бы на величину текущей стоимости налогового выигрыша и составила 566 + 7,5 = 573,5 млн. сумов.

Таким образом, в общем случае текущая стоимость предприятия на основании доходного подхода должна определяться с учетом стоимости налогового выигрыша, представляющего собой долгосрочную оценку налоговых льгот:

$$V = PV_{пр} + PV_{нв},$$

где V – общая (суммарная) оценочная стоимость предприятия;

$PV_{пр}$ – текущая стоимость предприятия без учета налогового выигрыша;

$PV_{нв}$ – текущая стоимость налогового выигрыша.

Этот алгоритм может быть применен для определения стоимости предприятия при любом виде налоговых льгот.

Влияние налогов при оценке стоимости предприятия должно учитываться применительно ко всем активам и всем элементам затрат. Так, оценивая стоимость материалов, необходимых для строительства здания, следует учесть сумму налога на добавленную стоимость (НДС). Объясняется это тем, что уплаченный поставщикам материалов НДС в данном случае не может быть предъявлен к вычету из суммы НДС, начисленной на объемы реализации. Суммы налога, уплаченные по таким объектам подрядчикам, относятся на увеличение балансовой сто-

имости объектов. Следовательно, для оценки стоимости здания в части материальных затрат на возведение аналогичного объекта должна быть использована формула:

$$Q_м = M \times (1 + N_{ндс}),$$

где $Q_м$ – величина материальных затрат, включаемая в оценочную стоимость строящегося здания;

M – рыночная стоимость материалов и других ценностей, учитываемых по элементу «материальные затраты»;

$N_{ндс}$ – ставка налога на добавленную стоимость.

Если бы речь шла не об объекте, вводимом законченным капитальным строительством, а, например, о машинах, оборудовании, транспортных средствах, других объектах основных фондов, вводимых путем непосредственного приобретения, то уплаченная покупателем сумма НДС не должна была бы приниматься в расчет при оценке стоимости такого объекта, поскольку она впоследствии подлежала бы вычету из суммы налога, начисленной на объемы реализации предприятия-покупателя.

Приведенную выше формулу лучше всего использовать при затратном подходе к оценке стоимости объекта, когда рассчитывается каждый элемент расхода.

Очень важно учитывать и то, на какие цели будет использован оцениваемый объект. От этого также зависит способ возмещения уплаченного поставщикам НДС. Законодательством освобождается от начисления налога на объемы реализации целый ряд направлений деятельности предприятий.

Если оценивается объект основных средств, по которому уплаченная поставщикам сумма НДС относится на балансовую стоимость объекта, то эта стоимость при оценке должна определяться с учетом НДС:

$$V_{оц} = V_{рын} \times (1 + N_{ндс}),$$

где $V_{оц}$ – оценочная стоимость объекта основных средств;

$V_{рын}$ – рыночная стоимость аналогичного оцениваемому объекта основных средств.

Методология учета фактора НДС в оценке основных средств полностью применима при оценке нематериальных активов, так как требования налогового законодательства здесь практически аналогичны. Поиному обстоит дело с учетом «трудового» фактора, когда речь идет о той части нематериальных активов, которые относятся к объектам интеллектуальной собственности. Здесь многое зависит от того, каким

Реальный темп инфляции E(r) определен вычитанием ожидаемого темпа инфляции E(i) из номинального темпа (i). Ожидаемый темп инфляции E(i) рассчитывается на основе темпа прироста цен на потребительские товары в течение, как правило, одного года. В данном случае E(r) = 7,25 % – 4,20 % = 3,05 %.

Надбавка за риск определяется путем вычитания их дохода, сформировавшегося по ссудам коммерческих банков, базисной ставки на денежном рынке, т.е. 8,00 % – 7,25 % = 0,75 %.

Поскольку в банковском бизнесе процент является одним из основных инструментов политики, постольку определение уровня процентной ставки и ее прогноз с учетом инфляционных ожиданий – одно из условий, определяющих прибыльность кредитного учреждения. При росте инфляции номинальные процентные ставки будут возрастать и наоборот.

Так, при инфляции 6,20 % номинальная процентная ставка возрастет до 9,25 %:

3,05 % + 6,20 % = 9,25 %.

Если ожидаемый уровень инфляции снизится до 2,20 %, номинальная процентная ставка денежного рынка также уменьшится:

3,05 % + 2,20 % = 5,25 %.

Для обеспечения сохранности средств и обеспечения экономического роста банки должны поддерживать стоимость своих активов.

Стоимость ценных бумаг банка тесным образом связана с процентными ставками на рынке капитала. Так как доход этих бумаг фиксирован, то изменение процентных ставок на рынке приведет к падению при их росте или росту рыночной стоимости при снижении процентных ставок. В этой связи оценке риска, в частности, процентного, должно уделяться пристальное внимание. При измерении риска, учитывается пять его составных частей: процентный риск; риск позиции по капитальным ценным бумагам; валютный риск; риск по товарным позициям; риск по опционам. Существует два фундаментальных показателя измерения риска: первый из них основан на сроке действия операций (*GAP*); второй – на чувствительности операций к изменению процентных ставок.

Показатель *GAP* может использоваться как способ измерения чувствительности активов и пассивов баланса банка к процентным ставкам в двух случаях:

- для страхования от процентного риска;
- для получения дополнительного дохода.

К активам, чувствительным к изменению процентных ставок, относятся: ссуды, предоставленные на условиях плавающих процентных

ставок; открытые кредитные линии; краткосрочные, обращающиеся ценные бумаги; межбанковские ссуды; просроченные ссуды с плавающей процентной ставкой.

Наряду с активами и пассивами, чувствительными к изменению процентных ставок, в балансе банков имеются также активы и пассивы, не чувствительные к изменению процентных ставок, к которым относятся: ссуды предоставленные на условиях фиксированной процентной ставки; ссуды по кредитным картам; ипотечные ссуды; касса и приравненные к ней средства; здания, сооружения, оборудование и другие материальные активы.

К пассивам, чувствительным к изменению процентных ставок, относятся: депозитные сертификаты крупных номиналов, погашающиеся в течение года; межбанковский кредит; депозиты до востребования; срочные депозиты с плавающей процентной ставкой; счета NOW; ценные бумаги, имитированные банком с плавающей процентной ставкой.

Часть пассива баланса банка, нечувствительная к изменению процентных ставок, содержит: капитал банка, прибыль текущего года, средства в расчетах, остатки на расчетных и текущих счетах клиентов, по которым не уплачиваются проценты.

Для анализа всего портфеля ценных бумаг банка может использоваться показатель временного промежутка, характеризующий чистый доход в виде процентов или рыночной стоимостью акционерного капитала с учетом сроков движения всех активов и обязательств. Анализ длительности основан на том, что процентный риск возникает тогда, когда сроки притока денежных средств не совпадают со сроками их оттока.

Учитывая, что повышение рыночной стоимости капитала является целью деятельности и основой ценности кредитного учреждения, банк может управлять процентным риском $R_п$ на основе следующей формулы:

$$R_п = DA - uDL,$$

где DA – совокупная длительность активов, измеряемая суммой произведений длительности каждого актива и пропорциональной доли рыночной стоимости суммарных активов;

u – отношение суммарных пассивов к суммарным активам;

DL – совокупная длительность пассивов, измеряемая суммой произведений длительности каждого пассива и пропорциональной доли рыночной стоимости суммарных пассивов.

Рассмотренные выше показатели деятельности оцениваемого банка наряду с другой информацией позволяют существенно повысить достоверность его стоимостной оценки.

Модель оценки капитальных активов составляет основу современной теории рынка капитала. Ее приемлемость к оценке стоимости банка определяется тем, что кредитные организации относятся лишь к части набора инвестиционных вариантов, имеющихся на совокупном рынке капитала. Следовательно, цены на различные финансовые компании, в том числе банки, определяются теми же экономическими факторами и взаимосвязями, от которых зависят цены на другие инвестиционные активы. В основу теории рынка капитала положена сложная математика, однако она поддается экономическому толкованию, что является темой самостоятельного исследования.

Сравнительный или рыночный метод. Суть данного метода заключается в том, что курс акций банка отражает рыночную привлекательность его как объекта приобретения. Показатель рыночной привлекательности рассчитывается обычно по акционерным обществам открытого типа. Для того чтобы определить показатель рыночной привлекательности банка, выпустившего в обращение только обыкновенные акции, необходимо разделить прибыль после налогообложения за истекший финансовый год на количество акций, находящихся в обращении на конец этого года. Таким образом получается показатель – доход в расчете на одну акцию. Затем рыночная цена акции на любую произвольно выбранную дату соотносится с доходом в расчете на одну акцию. Результат – показатель рыночной привлекательности.

Пример. *Чистый доход банка после налогообложения составил 100 млн. сумов, в обращении находится 100 тыс. акций, доход на акцию составляет 1000 сумов. Если акции банка продавались по цене 10000 сумов за 1 шт., то отношение цены к доходу будет 10 (10000 / 1000). Умножив этот коэффициент (10) на доход за акцию (1000), получим продажную цену акции 10000 сумов.*

Существует ряд проблем, связанных с определением показателя рыночной привлекательности акций банков закрытого типа. Наиболее сложные из них следующие:

- акции банков закрытого типа не находятся в свободном обращении;
- трудно найти действительно сопоставимые банки-аналоги;
- показатели дохода организаций закрытого типа могут быть искажены.

В то же время по сравнению с другими методами оценки этот метод достаточно прост для понимания.

Для отечественной практики данный подход малоприемлем в силу того, что акции коммерческих банков свободно не обращаются на рын-

ке, а, следовательно, оценить их рыночную привлекательность для инвестора не представляется возможным. Тем не менее прогнозирование курсовой стоимости акций банка остается актуальной проблемой для отечественных коммерческих банков.

Наиболее важным для банка является его способность зарабатывать прибыль на своих операциях. При этом зачастую используются ключевые коэффициенты, которые, как правило, основываются на абсолютной величине дохода и рентабельности вложений средств.

Благополучие банка зависит от **чистого процентного дохода**, т.е. разницы между стоимостью размещения и стоимостью привлечения средств. Этот показатель может быть использован при анализе способности банка получать доход как абсолютная величина и как относительный показатель – **чистая процентная маржа**. Последняя исчисляется как отношение чистого процентного дохода к средним остаткам доходных активов. Банки, которые имеют высокий уровень проблемных кредитов или активов, имеют очень низкий или негативный показатель процентной маржи. Высокое значение показателя чистая процентная маржа, как правило, сопровождается либо низкой стоимостью ресурсов, либо высоким уровнем доходов по кредитам, что может быть расценено как более высокий риск. Любые коэффициенты имеют существенные недостатки, так как для более точной их оценки требуется факторный анализ.

Оценка результатов проводимых банком операций осуществляется с помощью показателя чистой процентной маржи ($Q_ч$).

$$Q_ч = \frac{\textit{Процентные доходы} - \textit{Процентные расходы}}{\textit{Активы, приносящие доход}}.$$

В отсутствие каких-либо статистических данных о значении данного показателя для коммерческих банков его фактический уровень может быть оценен лишь на основе динамического ряда и проведения факторного анализа. Основной недостаток этого показателя связан с тем, что процентные доходы связаны с ссудным портфелем банка и портфелем ценных бумаг, а процентные расходы относятся ко всем видам ресурсов, хотя только часть их размещается в кредитные операции. При этом знаменатель формулы представлен общей совокупностью активов, приносящих доход.

Для оценки доходности кредитного портфеля может использоваться **отношение чистого процентного дохода (процентная маржа) к средним остаткам ссудной задолженности**. Оно позволяет выявить доходность и оценить риск кредитного портфеля.

Одним из показателей, характеризующих финансовый результат работы банка, является прибыль, оставшаяся после выплаты налогов, т.е. в распоряжении банка. Поскольку эта прибыль получена вследствие работы всех активов, постольку эффективность работы банка оценивается путем сопоставления чистой прибыли и среднего размера активов:

$$R = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средний размер активов}}.$$

Показатель R еще называют показателем рентабельности активов. Чем выше показатель рентабельности, тем больше прибыли приносят активы. Особенность R состоит в том, что чем больше размер банка, т.е. величина его активов, тем ниже значение показателя рентабельности активов. Из этого следует, что нельзя сопоставлять банки с разным размером активов.

Показатель R рассчитывается с помощью трех величин: прибыли, налогов, активов. Прибыль банка есть разница между его доходами и расходами. Поэтому без факторного анализа оценка R не имеет смысла. Для проведения такой оценки показатель рентабельности активов представляют как

$$R = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средний размер активов}} = \frac{\text{Валовой доход}}{\text{Средний размер активов}} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Валовой доход}}.$$

В соответствии с данной формулой рентабельность активов тем выше, чем выше доходность активов и маржа прибыли. Доходность активов зависит от структуры вложений банка и эффективности данных вложений. Маржа прибыли показывает долю прибыли в валовом доходе банка.

Для оценки финансовой стабильности и результатов банковских операций могут использоваться и другие показатели, более подробное изучение которых не входит в задачу настоящего пособия.

Контрольные вопросы

1. Что понимается под оценкой предприятия как действующего?
2. Почему стоимость предприятия как действующего носит нерыночный характер?
3. Какие подходы и методы используются при оценке предприятия как действующего и почему?
4. Какие выводы может сделать собственник на основе результатов оценки предприятия как действующего?

5. В чем заключается экономический смысл программ реструктуризации предприятий (бизнеса)?

6. Какие причины вызывают необходимость поиска внешних факторов роста бизнеса?

7. Почему при разработке программ реструктуризации используется метод дисконтированных денежных потоков?

8. Каково экономическое содержание синергетического эффекта реорганизации?

9. В чем заключается экономический смысл инвестиционного проекта?

10. Каковы основные различия простых и усложненных методов оценки инвестиционных проектов?

11. Почему для оценки инвестиционных проектов необходимо использовать несколько показателей (методов) эффективности инвестирования?

12. Какой метод оценки инвестиционного проекта зависит от ставки дисконта?

13. Какой метод оценки инвестиционного проекта зависит от применяемой ставки доходности?

14. В каких случаях нет необходимости при оценке инвестиционного проекта использовать все показатели эффективности инвестирования?

15. В связи с чем возникает необходимость учета налоговой среды при стоимостной оценке предприятий (бизнеса)?

16. Какие методы используются для определения стоимости предприятия (бизнеса) с учетом налогового выигрыша?

17. Какие виды стоимостей используются для оценки банка?

18. Какие особенности имеет оценка рыночной стоимости банка?

19. Что такое процентный риск и каково его значение для определения стоимости активов и обязательств?

20. Каково значение метода оценки портфельного риска на основе модели временного промежутка для определения рыночной стоимости акционерного капитала?

21. В чем состоит суть затратного метода для проведения оценки банка?

22. Каковы особенности использования доходного метода?

23. Как оценить кредитный портфель банка и каковы методы его оценки?

24. Как оценивается портфель ценных бумаг?

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Бизнес – это конкретная деятельность, организованная в рамках определенной структуры. Главная ее цель – получение прибыли. Капитал является основой, внутренним содержанием любого процесса создания продукта или услуги, осуществляемого с целью получения дохода. Получение дохода – это цель и конечный результат деятельности во многих сферах, отраслях экономики, т.е. цель и результат бизнеса. Любой бизнес имеет свою экономико-организационную форму в виде предприятия.

Бизнес обладает всеми признаками товара и может быть объектом гражданско-правового оборота. Особенности этого товара предопределяют принципы, модели, подходы и методы его оценки. Оценка бизнеса необходима для принятия решений по широкому кругу вопросов в сфере создания, использования и управления бизнесом и как товаром, и как видом предпринимательской деятельности. В оценке бизнеса нуждается широкий круг пользователей. Стороны, заинтересованные в проведении оценочных работ, стремясь реализовать свои экономические интересы, определяют цели оценки.

Основными факторами стоимостной оценки бизнеса являются время и риск. Важнейшими факторами, влияющими на стоимость предприятия, являются факторы со стороны спроса, который зависит от полезности товара, т.е. его будущих прибылей и времени их получения. Немаловажным фактором является степень контроля, которую может получить новый собственник бизнеса. Рыночная цена реагирует и на любые ограничения в бизнесе. Соответственно этому, принципы и подходы к оценке бизнеса отличаются широким разнообразием.

В основу стоимостной оценки бизнеса положена экономическая модель, позволяющая учитывать реальную стоимость бизнеса с учетом внебалансового капитала. Под стоимостной оценкой бизнеса понимается определение денежного эквивалента, который собственник готов обменять на какой-либо предмет или объект. По степени рыночности различают рыночную и нормативно-рассчитываемую стоимость. Для конкретных целей может определяться инвестиционная стоимость (в интере-

сах инвесторов), страховая стоимость (в интересах страховых органов), налогооблагаемая стоимость (в интересах налоговых органов) и т.д.

В зависимости от характера используемого при оценке аналога различают стоимость воспроизводства и стоимость замещения. В бухгалтерском учете различают балансовую и остаточную стоимость. В зависимости от перспектив развития предприятия может определяться стоимость действующего предприятия и ликвидационная стоимость.

Нормативно-правовое и технологическое обеспечение оценки бизнеса представлено тремя группами документов. Первая группа обеспечивает формирование и становление социально-экономической среды для развития бизнеса и его участия в гражданско-правовом обороте, вторая – регулирует оценочный процесс, как вид деятельности и третья группа – определяет требования к стоимостной оценке бизнеса, методике и технологии производства оценочных работ.

При всем многообразии стоимостной оценки предприятий, обобщенный алгоритм производства оценочных работ включает семь основных стадий работ, в том числе: определение проблемы; предварительный осмотр предприятия и заключение договора на оценку; сбор и анализ информации; анализ конъюнктуры рынка; выбор методов оценки и их применение для оценки анализируемого предприятия; согласование результатов, полученных с помощью различных подходов; подготовка отчета по оценке стоимости бизнеса.

Проведение стоимостной оценки бизнеса предполагает необходимость сбора и обработки системной информации, определяющей внешние и внутренние условия функционирования этого бизнеса. Объем и характер этой информации определяется в зависимости от целей оценки.

Внешняя информация должна отражать системный и инфляционный риски функционирования бизнеса, а также риски, связанные с изменением темпов экономического развития, величины ставки процента, валютного курса и др. В ней должны быть отражены условия конкуренции отрасли, рынки сбыта и возможные варианты использования производимой продукции, а также факторы, влияющие на потенциальный объем производимой продукции и динамику изменения спроса на нее.

Внутренняя информация должна в полном объеме характеризовать деятельность оцениваемого предприятия и включать данные об истории предприятия, его маркетинговой стратегии, характеристику поставщиков, производственных мощностей, производственного и управленческого персонала, а также финансовую информацию.

Работа с внутренней финансовой документацией включает информационную корректировку, нормализацию и трансформацию бухгалтерской отчетности и вычисление относительных показателей.

Информационная корректировка документации проводится в целях приведения ее к сопоставимому виду, учета изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконта. Простейшим способом корректировки является переоценка всех статей баланса по изменению курса национальной валюты по отношению к более устойчивой валюте. Распространенным методом освобождения финансовой отчетности от инфляции является метод учета изменений общего уровня цен.

Нормализация отчетности проводится в целях определения доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса, и включает корректировку разовых, нетипичных и неоперационных доходов и расходов, метода учета операций и бухгалтерской отчетности с целью определения рыночной стоимости активов. **Нормализованная финансовая отчетность может использоваться только в целях оценки.**

Трансформация отчетности – это корректировка счетов для приведения бухгалтерского учета к единым стандартам. Хотя трансформация бухгалтерской отчетности не является в процессе оценки предприятия обязательной, ее необходимость обусловлена требованиями сопоставимости с международными стандартами по себестоимости реализуемой продукции, общехозяйственным (управленческим) расходам и их составу.

Важной частью экспресс-анализа финансового состояния оцениваемого предприятия является вертикальный и горизонтальный анализ финансовой документации. Вертикальный анализ – предоставление данных различных статей баланса и финансовых результатов в процентах от общей суммы средств оцениваемого предприятия в сопоставимых данных. Горизонтальный анализ – предоставление данных в виде индексов по отношению к базисному году или процентное изменение статей за анализируемый период и становление полученных данных. Перечень финансовых коэффициентов определяется целями оценки предприятия.

Стоимостная оценка предприятия (бизнеса) основана на общепринятых принципах, подходах и методах оценочных работ. При этом, исходя из основной цели бизнеса – получение дохода, его стоимостная оценка во многом зависит от того, каковы перспективы и текущая стоимость будущих доходов этого бизнеса. В этой связи одним из важных подходов к оценке предприятия (бизнеса) является доходный подход. В практике оценки предприятий (бизнеса) при этом подходе ис-

пользуются метод дисконтированных денежных потоков и метод капитализации прибыли. Использование каждого из указанных методов предполагает наличие соответствующей информационной базы, тщательности прогнозов денежных потоков и определения ставок их дисконтирования, а также обоснованности размеров капитализируемой прибыли. При этом данный подход носит расчетный характер.

Сравнительный подход к стоимостной оценке предприятия (бизнеса) базируется на фактических ценах купли-продажи аналогичных предприятий, отражает достигнутые результаты производственно-финансовой деятельности предприятия. В зависимости от целей, объекта и конкретных условий оценки сравнительный подход предполагает использование трех основных методов оценки предприятия: метод предприятия-аналога; метод сделок; метод отраслевых коэффициентов. Метод предприятия-аналога или метод рынка капитала основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. Метод сделок и продаж ориентирован на цены приобретения предприятия в целом. Метод отраслевых коэффициентов или метод отраслевых соотношений основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми показателями. Суть сравнительного подхода при определении стоимости предприятия заключается в выборе предприятия аналогичного оцениваемому, расчете соотношения между ценой продажи и каким-либо финансовым показателем предприятия-аналога и последующем пересчете величины мультипликатора на тот же базовый финансовый показатель оцениваемого предприятия. Важное значение при сравнительном подходе оценки предприятия имеет отбор предприятий-аналогов, определение ценовых мультипликаторов.

Затратный (имущественный) подход в оценке предприятия (бизнеса) рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек. Этот подход представлен двумя методами: методом стоимости чистых активов и методом ликвидационной стоимости. Метод стоимости чистых активов предполагает определение рыночной стоимости недвижимости, движимого имущества, нематериальных активов, финансовых вложений и др. Метод ликвидационной стоимости включает разработку календарного плана ликвидации предприятия, определении ликвидационной стоимости активов, а также расходов, связанных с ликвидацией предприятия. Ликвидационная стоимость предприятия рассчитывается путем вычитания из скорректированной стоимости всех акти-

вов баланса суммы текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также величины всех обязательств.

Развитие предприятий (бизнеса) и вовлечение их в гражданско-правовой оборот как в целом всего предприятия, так и его отдельных активов объективно предполагает необходимость определения рыночной стоимостной оценки недвижимого и движимого имущества, нематериальных активов и др. Стоимостная оценка отдельных активов предприятия (бизнеса) связана с необходимостью учета по каждому активу действия специфических факторов, формирующих их стоимость, что, в свою очередь, предопределяет особенности организации и проведения работ по определению этой стоимости.

Определение стоимостной оценки недвижимости рассматривается в самостоятельном учебном пособии.

Отличительные черты машин и оборудования, как объектов оценки, обусловили необходимость выделения их в специальное направление оценочных работ. Здесь же приводятся лишь основные подходы к проведению оценки этого вида имущества.

При оценке машин и оборудования затратным подходом используются методы расчета по оценке однородного объекта, метод поэлементного расчета и индексный метод оценки.

При сравнительном подходе к оценке машин и оборудования используются метод прямого сравнения и метод аналогов. Главной проблемой при этом являются трудности со сбором и изучением необходимой информации. При подборе аналогов их рассмотрение должно осуществляться на трех уровнях. При полном сходстве объектов производится идентичное сравнение, а при частичном или неполном – сравнение аналогичных объектов. Стоимость машин и единицы оборудования определяется как цена объекта-аналога, скорректированная на отличие в параметрах и дополнительных устройствах.

Доходный подход к стоимостной оценке машин и оборудования основан на определении методом остатка доли дохода предприятия (бизнеса) в целом, которая приходится на машины и оборудование. При дальнейших расчетах используются метод капитализации и метод дисконтированных денежных потоков.

Виды нематериальных активов, которые оцениваются при стоимостной оценке предприятия (бизнеса) определены Гражданским Кодексом Республики Узбекистан. Оценке нематериальных активов, прежде всего, интеллектуальной собственности, должно предшествовать проведение экспертизы объектов этой собственности, их охраны и прав на эту собственность.

При оценке этой собственности затратным подходом используются метод выигрыша себестоимости и метод стоимости создания. Метод выигрыша себестоимости основан на определении экономии на затратах в результате использования нематериального актива. Метод создания стоимости основан на определении стоимости восстановления конкретного нематериального актива.

Применение сравнительного подхода в оценке нематериальных активов сдерживается неразвитостью рынка этих активов.

Доходный подход к оценке нематериальных активов предприятия (бизнеса) представлен методом избыточных прибылей, методом дисконтированных денежных потоков, методом освобождения от роялти и методом преимущества в прибылях. Определение стоимости изобретений и товарных знаков основано на долевом участии их стоимости в создании всех прибылей предприятия (бизнеса).

Оценка финансовых активов предприятия (бизнеса) включает определение стоимости ценных бумаг и акций.

Определение рыночной стоимости облигаций основано на определении текущей дисконтированной стоимости полученных до даты погашения процентных платежей и текущей дисконтированной стоимости выплаты номинала при наступлении срока погашения облигаций. Различие методов погашения ценных бумаг предопределяет различные подходы к их стоимостной оценке.

Многообразие выплат дивидендов и степени контроля объективно предопределяет различные подходы к стоимостной оценке привилегированных и обыкновенных акций, а также их контрольных и неконтрольных пакетов.

Различное целевое назначение оборотных средств, в том числе и использование их в качестве вклада в уставной капитал, требуют учета ряда особенностей в их стоимостной оценке.

Оценка кадрового потенциала как составляющей стоимости предприятия (бизнеса) вытекает из того, что этот потенциал является важным фактором развития производства. Существующие подходы к оценке человеческих ресурсов предприятия (бизнеса) базируются на *модели активов* и *модели полезности*. В основу модели активов взят переработанный учет капитала, затраченного на человеческий ресурс, а модели полезности – способность работника приносить большую или меньшую прибавочную стоимость в условиях конкретного предприятия. При этом уровень кадрового потенциала связан с его гудвилом. Однако уровень развития кадрового потенциала предприятия характеризуется состояни-

ем на текущий временной период, а гудвил формируется в течение гораздо более продолжительного периода времени.

В зависимости от целевого назначения стоимостной оценки предприятия (бизнеса) объективно возникает необходимость уточнения оценочного процесса и использования специфических методов определения этой оценки для различного целевого назначения.

В условиях динамично развивающейся экономики объективно предполагается развитие процесса реструктуризации предприятий. Экономический смысл реструктуризации определяется как обеспечение эффективного использования производственных ресурсов, приводящее к увеличению стоимости предприятия (бизнеса). В качестве критерия эффективности проводимых преобразований выступает изменение стоимости бизнеса.

Базовой моделью расчета стоимости предприятия в целях реструктуризации выступает метод дисконтированных денежных потоков. При этом все источники увеличения стоимости бизнеса можно разделить на внутренние и внешние. Внутренние стратегии создания стоимости основаны на анализе источников формирования денежного потока предприятия: операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Внешние стратегии создания стоимости формируют три направления реструктуризации: стратегическую реорганизацию; реорганизацию предприятий в случае несостоятельности (банкротства) и реорганизацию с целью предотвращения поглощения предприятия (бизнеса). Оценка стоимости предприятия в целях реструктуризации подразумевает оценку «как есть», исходя из данных о текущем состоянии предприятия, и оценку предполагаемого проекта реструктуризации на основе прогнозируемых денежных потоков с учетом синергетического эффекта.

Развитие предприятий (бизнеса) тесным образом связано с оценкой и реализацией инвестиционных проектов. Оценка инвестиционной привлекательности проектов предполагает сравнение расходов и доходов по проекту с учетом фактора времени. При этом ставка дисконтирования, применяемая для расчета стоимости доходов, зависит от степени риска оцениваемого проекта.

Для оценки проекта необходимо использовать систему показателей, отражающих различные стороны его экономической эффективности. Окончательное решение об инвестиционной привлекательности может быть принято только на основе интегральной информации, получаемой при использовании всей системы показателей. Каждый из показателей характеризует различные стороны проекта. Период (срок) окупаемости проекта

информирует о временном периоде, необходимом для возврата вложенных средств, однако не учитывает динамику доходов в последующий период. Чистая текущая стоимость доходов отражает реальный прирост активов от реализации оцениваемого проекта. Однако этот показатель существенно зависит от применяемой ставки дисконтирования и не учитывает величины затрат по проекту. Ставка доходности (коэффициент рентабельности) проекта отражает величину чистого приведенного дохода, получаемую на единицу затрат по проекту. Показатель зависит от применяемой ставки дисконтирования, т.е испытывает субъективное влияние. Внутренняя ставка доходности проекта отражает «запас прочности» проекта, так как по экономическому содержанию – это ставка дисконтирования, уравнивающая приведенные доходы с расходами по проекту. Недостатком метода является предположение о реинвестировании по внутренней ставке доходности, что на практике невозможно. Кроме того, если в течение анализируемого периода достаточно крупные затраты возникают несколько раз, показатель имест множественное решение. Модифицированная ставка доходности рассчитывается по проектам, предполагающим распределение затрат по годам. Поэтому свободные средства, предназначенные для вложения в основной проект в последующие периоды, можно временно инвестировать в другие проекты, отвечающие условиям безопасности и ликвидности. Поскольку второстепенные проекты обеспечивают некоторый доход, потребность в инвестициях в начальный период будет уменьшена исходя из уровня безопасной ликвидной ставки дисконтирования. Ставка доходности финансового менеджмента предполагает, что доходы, получаемые от проекта, могут быть инвестированы в несколько проектов, имеющих разный уровень доходности.

Использование показателей, полученных различными методами, позволяет определить наиболее привлекательный инвестиционный проект. При этом в зависимости от экономических показателей конкретного предприятия (бизнеса), в развитие которого предполагается осуществить инвестирование, а также объемов этого инвестирования, при оценке инвестиционных проектов могут использоваться ограниченное количество показателей (методов), которые позволяют ответить на основные вопросы, интересующие инвестора. Это положение относится, в первую очередь, к малым предприятиям (бизнесу) при реализации инвестиционных проектов в течение до 2-3 лет.

Специфические методы стоимостной оценки предприятий (бизнеса) должны использоваться при проведении оценочных работ, связан-

ных с ликвидацией предприятия (бизнеса), проведением процедуры банкротства и санации. Особые методы оценки следует применять и при учете системы налогообложения и ее влияния на стоимостную оценку предприятия (бизнеса). Значительная часть предприятий (бизнеса) в процессе производства товаров тесным образом связана и взаимодействует с окружающей средой. В этой связи на их стоимость оказывает существенное влияние соответствие этих предприятий (бизнеса) природно-экологическим требованиям. В этих целях при стоимостной оценке используются различные методы.

При всем многообразии предприятий (бизнеса) их стоимостная оценка, в основном, базируется на общепринятых подходах, принципах и методах. Вместе с тем оценка некоторых из них требует специфических подходов. К их числу относится банковский бизнес.

Стоимостная оценка предприятий (бизнеса) представляет собой сложный экономико-технологический процесс, требующий соответствующей исходной информации, методического, математического и других видов обеспечения. Формирование и становление стоимостной оценки предприятий (бизнеса) в республике осуществляется во взаимосвязи с общим ходом социально-экономических реформ. Социально-экономической базой развития оценки предприятий (бизнеса) является дальнейшее реформирование экономики и развитие рыночных механизмов хозяйствования.

За годы реформирования экономики и развития рыночных механизмов хозяйствования в республике сформирована основа нормативно-правовой базы, регулирующая процессы стоимостной оценки предприятий (бизнеса). Вместе с тем эта база еще не носит системного характера и представлена фрагментально, особенно это относится к национальной системе стандартов оценки. Нормативно-правовая база оценки предприятий не представляет собой единую триаду: «закон – стандарт – методика». Основные направления совершенствования нормативно-правовой базы оценки предприятий вытекают из системы мер по дальнейшему углублению рыночных реформ, развитию рыночных форм и методов управления оценочной деятельностью, формированию рынка оценочных услуг, созданию конкурентной среды в этой сфере деятельности и обеспечению на этой основе совершенствования технологии оценочных работ, снижения стоимости и сокращения сроков.

Современный уровень использования технологий и методов оценки предприятий (бизнеса) обусловлен состоянием учета и отчетности по активам, применяемыми нормативами и информационной базой рынка

материальных и нематериальных активов. Несовершенство современных технологий и методов оценки предприятий (бизнеса) предопределено неточностями прежних лет в учете затрат на создание активов, недостатками в определении доходов, которые приносят активы, применением нормативных показателей (ставки дисконта, отраслевых коэффициентов и т.д.), не учитывающих специфические особенности оцениваемых предприятий. Математическое и программное обеспечение оценки предприятий также носит фрагментальный характер, а его применение не обеспечивает существенного влияния на повышение качества и сокращение сроков оценочных работ.

Основой для совершенствования оценки предприятий (бизнеса) является взаимодействие и кооперация оценочных организаций между собой, с рыночными структурами и с потребителями оценочных услуг по формированию и поддержанию на современном уровне информационно-аналитической базы стоимостной оценки предприятий (бизнеса), на основе которой возможно расширить математическое и программное обеспечение оценочных работ, обеспечить последовательный переход от фрагментального к комплексному охвату оценочных работ. Развитие этих работ в первоочередном порядке должно быть сосредоточено на тех этапах технологического процесса оценочных работ, при выполнении которых в большей степени проявляется субъективизм оценщика, оказывающий существенное влияние на конечные результаты стоимостной оценки.

В условиях формирования открытой экономики исключительно важное значение приобрели вопросы соответствия оценки предприятий (бизнеса) международным принципам и механизмам организации, производства и реализации оценочных услуг, основанных на соблюдении требований международных стандартов оценки, расширении саморегулирования оценочной деятельности, соблюдении требований по подготовке и переподготовке кадров оценщиков и их профессиональной и страховой ответственности.

Реализация системного подхода по совершенствованию оценки предприятий (бизнеса), многоплановость основных направлений этой работы и широкий круг заинтересованных в этом сторон обусловливают необходимость дальнейшего развития научных исследований в этой области знаний, действенной поддержки государством данного вида предпринимательской деятельности.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Каримов И.А.* Узбекистан по пути углубления экономических реформ. Т.: Ўзбекистон, 1995.

2. *Каримов И.А.* Стратегия реформ – повышение экономического потенциала страны // Народное слово. 2003. 18 февраля.

3. Конституция Республики Узбекистан. Т.: Ўзбекистон, 2003.

4. Закон Республики Узбекистан «О предприятиях в Республике Узбекистан» от 15 февраля 1991года с дополнениями и изменениями от 7 мая 1993 года и от 23 сентября 1994 года.

5. Закон Республики Узбекистан «О разгосударствлении и приватизации» от 19 ноября 1991 года с дополнениями и изменениями.

6. Закон Республики Узбекистан «О хозяйственных обществах и товариществах» от 9 декабря 1992 года с дополнениями и изменениями.

7. Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» от 13 июня 1996 года с дополнениями и изменениями.

8. Закон Республики Узбекистан «Об оценочной деятельности» от 19 августа 1999 года.

9. Земельный кодекс Республики Узбекистан от 30 апреля 1998 года.

10. Гражданский кодекс Республики Узбекистан. Т.: Адолат, 1996.

11. Положение о порядке разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности. Утверждено постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 21 июля 2006 года № 145.

12. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан «О программе разгосударствления и приватизации предприятий на 2003-2004 годы» от 14 апреля 2003 года № 185.

13. Приложение № 15 к Постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан «Нормы амортизационных отчислений по группам основных фондов» от 31 декабря 1996 года № 469.

14. Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан «О лицензировании оценочной деятельности» от 8 мая 2003 года № 210.

15. Национальный стандарт оценки имущества Республики Узбекистан (НСОИ № 3). «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости». Зарегистрировано Минюстом Республики Узбекистан от 24 июля 2006 года. Рег. № 1606.

16. Национальный стандарт оценки имущества Республики Узбекистан (НСОИ № 1). «Общие понятия и принципы оценки». Зарегистрировано Минюстом Республики Узбекистан от 24 июля 2006 года. Рег. № 1604.

17. Национальный стандарт оценки имущества Республики Узбекистан (НСОИ № 4). «Оценка в целях финансовой отчетности и смежной документации». Зарегистрировано Минюстом Республики Узбекистан от 24 июля 2006 года. Рег. № 1607.

18. Национальный стандарт оценки имущества Республики Узбекистан (НСОИ № 5). «Оценка для обеспечения ссуд, закладных и долговых обязательств». Зарегистрировано Минюстом Республики Узбекистан от 24 июля 2006 года. Рег. № 1608.

19. Национальная система оценки имущества Республики Узбекистан. «Оценка недвижимого имущества (земельных участков, незавершенного строительства, зданий и сооружений). Основные положения». УДК 002.657 + 002:658.5, взамен ОСТ Уз 76-04-98.

20. Национальная система оценки имущества Республики Узбекистан. «Оценка производственных и транспортных средств, машин и оборудования. Общие положения». УДК 002.657 + 002:658.5, взамен ОСТ Уз 76-05-98.

21. Национальный стандарт оценки имущества Республики Узбекистан (НСОИ № 2). «Рыночная стоимость как база оценки». Зарегистрировано Минюстом Республики Узбекистан от 24 июля 2006 года. Рег. № 1605.

22. Национальная система оценки имущества Республики Узбекистан. «Термины и определения». УДК 002.657 + 002:658.5 Группа Т54.

23. Постановление «О внесении дополнений в Положение о порядке проведения переоценки основных фондов по состоянию на 1 января 2001 года». Зарегистрировано Минюстом от 15 января 2002 года № 1008-1.

24. Законодательные основы рынка. Госкомимущество Республики Узбекистан. Т.: ИПК Шарк, 1996.

25. *Алимов Р.Х., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н., Ходиев Б.Ю.* Оценка недвижимости. Учебное пособие. Т.: Фан, 2005.

26. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса. Управление стоимостью предприятия. М.: ЮНИТИ, 2002.

27. *Волосов И.* Рыночная свобода и государственное регулирование // Деловой мир. С-Пб, 1994. № 53.

28. *Градов А.П.* Стратегия экономического управления предприятием. С-Пб.: СПбГТУ, 1993.

29. *Григорьев В.В., Федорова М.А.* Оценка предприятия: теория и практика. М.: Инфра-М, 1997.

30. *Грязнова А.Г., Федотова М.А.* Оценка бизнеса. Учебник. М.: Финансы и статистика, 2003.

31. *Дэвид Кривенс.* Стратегический маркетинг. М.: Изд. Дом Вильямс, 2003.

32. *Есипов В., Маховикова Г., Терехова В.* Оценка бизнеса. Учебник. М.: Питер, 2002.

33. Институциональные основы формирования многоукладной экономики /Коллективная монография под ред. И. Бутикова. Т.: Консаудитинформ, 2002.

34. *Львов Ю.А.* Основы экономики и организации бизнеса. С-Пб.: ГМП, Формика, 1992.

35. *Рутгайзер В.* Оценка рыночной стоимости машин и оборудования. Серия «Оценочная деятельность». Учебно-практическое пособие. М.: Дело, 1998.

36. *Фридман Ф., Ордэй Н.* Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. М.: Дело ЛТД, 1995.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Динамика официального курса иностранных валют к суму Республики Узбекистан за 2001-2005 годы*

2001 год			2001 год		
Дата	1 доллар США	1 российский рубль	Дата	1 доллар США	1 российский рубль
02.01	325,00	11,54	03.07	381,38	13,12
09.01	325,70	11,46	10.07	386,85	13,26
16.01	326,63	11,52	17.07	392,32	13,44
23.01	327,80	11,57	24.07	397,80	13,59
30.01	329,06	11,59	31.07	403,27	13,79
06.02	330,34	11,61	07.08	407,67	13,89
13.02	331,75	11,60	14.08	411,01	14,01
20.02	333,15	11,62	21.08	414,35	14,11
27.02	334,55	11,66	28.08	417,68	14,22
06.03	336,03	11,73	04.09	420,30	14,32
13.03	337,60	11,80	11.09	422,20	14,35
20.03	339,16	11,85	18.09	424,09	14,40
27.03	339,94	11,82	25.09	425,99	14,49
03.04	342,04	11,89	02.10	427,68	14,55
10.04	343,92	11,92	09.10	429,19	14,54
17.04	345,57	11,99	16.10	430,69	14,60
24.04	347,18	12,02	23.10	432,20	14,63
			30.10	433,70	14,64
01.05	348,70	12,07	01.11	680,90	22,93
08.05	350,24	12,09	06.11	681,77	22,93
15.05	351,78	12,15	13.11	681,54	22,94
22.05	353,72	12,16	20.11	682,29	22,91
29.05	355,26	12,22	27.11	683,41	22,83
05.06	358,51	12,30	04.12	683,84	22,87
12.06	364,26	12,50	11.12	684,18	22,84
19.06	370,02	12,73	18.12	685,45	22,71
26.06	375,77	12,91	25.12	686,90	22,84
			31.12	688,00	22,77

* Курсы установлены Центральным Банком Республики Узбекистан для ведения бухгалтерского учета, статистической и иной отчетности по валютным операциям, а также исчисления таможенных платежей. Курсы установлены без обязательств ЦБ покупать или продавать валюты по данным курсам.

2002 год			2002 год		
Дата	1 доллар США	1 российский рубль	Дата	1 доллар США	1 российский рубль
08.12	688,18	22,83	02.07	752,76	23,94
15.01	688,90	22,63	09.07	754,87	23,95
22.01	691,40	22,61	16.07	757,04	23,99
29.01	693,12	22,65	23.07	759,13	24,07
05.02	694,83	22,65	06.08	764,11	24,22
12.02	693,02	22,53	13.08	766,94	24,30
19.02	693,17	22,49	20.08	769,83	24,39
26.02	693,31	22,48	27.08	780,28	24,71
05.03	693,72	22,42	03.09	784,50	24,85
12.03	694,00	22,39	10.09	788,69	24,95
19.03	694,72	22,34	17.09	792,93	25,06
26.03	695,38	22,31	24.09	807,75	25,53
02.04	696,02	22,37	01.10	820,06	25,92
09.04	699,65	22,41	08.10	831,22	26,24
16.04	703,03	22,55	15.10	852,31	26,91
23.04	706,92	22,68	22.10	871,43	27,51
30.04	710,57	22,78	29.10	880,55	27,75
07.05	715,34	22,91	05.11	883,36	27,81
14.05	719,26	23,04	12.11	885,54	27,87
21.05	723,84	23,16	19.11	902,67	28,27
28.05	728,09	23,27	26.11	920,02	28,91
04.06	733,47	23,43	03.12	922,73	28,98
11.06	739,38	23,43	10.12	924,19	29,01
18.06	745,41	23,55	17.12	929,45	29,17
25.06	750,05	23,74	24.12	948,94	29,80
			31.12	970,00	30,52

2003 год			2003 год		
Дата	1 доллар США	1 российский рубль	Дата	1 доллар США	1 российский рубль
07.01	970,08	30,50	01.07	974,07	32,10
14.01	960,15	30,11	08.07	974,21	32,16
21.01	960,29	30,18	15.07	974,30	32,07
28.01	960,38	30,20	22.07	974,37	32,02
			29.07	974,42	32,14
04.02	960,47	30,17	05.08	973,91	32,14
11.02	961,56	30,20	12.08	973,49	32,03
18.02	963,24	30,42	19.08	973,58	32,08
25.02	969,91	30,58	26.08	973,77	32,13
04.03	966,67	30,62	02.09	973,88	32,04
11.03	967,33	30,65	09.09	973,90	31,74
18.03	968,92	30,88	16.09	974,22	31,78
25.03	970,00	30,91	23.09	974,63	31,89
			30.09	975,00	31,97
01.04	968,69	30,87	07.10	975,16	32,04
08.04	967,23	30,92	14.10	975,25	32,26
15.04	965,99	30,88	21.10	975,37	32,43
22.04	966,43	30,99	28.10	975,48	32,61
29.04	967,63	31,11			
06.05	968,42	31,14	04.11	975,52	32,58
13.05	969,37	31,17	11.11	975,91	32,74
20.05	970,25	31,41	18.11	976,49	32,75
27.05	971,10	31,50	26.11	977,06	32,79
03.06	971,98	31,65	02.12	977,63	32,87
10.06	972,84	31,83	09.12	978,24	32,94
17.06	973,46	31,90	16.12	978,85	33,14
24.06	974,00	32,06	23.12	979,39	33,49
			30.12	980,00	33,50

2004 год			2004 год		
Дата	1 доллар США	1 российский рубль	Дата	1 доллар США	1 российский рубль
06.01	980,18	33,28	06.07	1 021,45	35,17
13.01	981,22	33,84	13.07	1 022,92	35,14
20.01	982,97	34,04	20.07	1 024,46	35,22
27.01	984,61	34,49	27.07	1 025,99	35,28
03.02	986,35	34,62	03.08	1 027,47	35,31
10.02	987,93	34,57	10.08	1 029,01	35,25
17.02	989,54	34,70	17.08	1 030,58	35,20
24.02	991,26	34,79	24.08	1 032,14	35,32
			31.08	1 033,73	35,37
02.03	993,08	34,83	07.09	1 035,22	35,42
09.03	994,72	34,79	14.09	1 036,65	35,48
16.03	996,29	34,95	21.09	1 038,29	35,53
23.03	998,05	35,01	28.09	1 040,00	35,60
30.03	1 000,00	35,10			
06.04	1 001,47	35,15	05.10	1 041,33	35,64
13.04	1 002,98	35,18	12.10	1 042,55	35,68
20.04	1 004,43	35,09	19.10	1 044,01	35,86
27.04	1 005,94	34,73	26.10	1 045,48	36,05
04.05	1 007,49	34,79	02.11	1 046,86	36,39
11.05	1 009,11	34,85	09.11	1 048,19	36,56
18.05	1 010,72	34,77	16.11	1 049,57	36,61
25.05	1 012,26	34,92	23.11	1 051,02	36,00
			30.11	1 052,45	37,23
01.06	1 013,75	34,97	07.12	1 053,96	37,74
08.06	1 015,33	34,93	14.12	1 055,28	37,52
15.06	1 016,98	35,02	21.12	1 056,57	37,89
22.06	1 018,54	35,09	28.12	1 058,00	38,02
29.06	1 020,00	35,14			

2005 год			2005 год		
Дата	1 доллар США	1 российский рубль	Дата	1 доллар США	1 российский рубль
04.01	1 058,63	38,15	05.07	1 117,01	38,95
11.01	1 060,37	38,21	12.07	1 118,86	38,80
18.01	1 061,49	38,00	19.07	1 120,78	39,15
25.01	1 062,94	37,75	26.07	1 122,72	39,28
01.02	1 064,75	37,91	02.08	1 124,85	39,28
08.02	1 066,78	38,12	09.08	1 127,03	39,66
15.02	1 068,62	38,07	16.08	1 128,87	39,87
22.02	1 070,51	38,32	23.08	1 130,74	39,54
			30.08	1 132,69	39,81
01.03	1 072,46	38,61	06.09	1 134,41	40,08
09.03	1 074,23	38,71	13.09	1 136,58	40,23
15.03	1 076,19	39,19	20.09	1 138,56	40,23
22.03	1 078,12	39,22	27.09	1 140,00	40,10
29.03	1 080,00	38,97			
05.04	1 081,61	38,79	04.10	1 141,35	40,00
12.04	1 083,54	38,91	11.10	1 145,42	40,25
19.04	1 085,03	38,89	18.10	1 148,87	40,19
26.04	1 087,38	39,21	25.10	1 152,03	40,33
03.05	1 090,26	39,26	01.11	1 155,14	40,64
10.05	1 094,25	39,38	08.11	1 158,28	40,56
17.05	1 097,02	39,29	15.11	1 161,46	40,22
24.05	1 099,73	39,32	22.11	1 164,61	40,38
31.05	1 102,59	39,29	29.11	1 167,79	40,56
07.06	1 105,84	38,97	06.12	1 171,04	40,43
14.06	1 109,53	38,98	13.12	1 174,09	40,51
21.06	1 112,75	38,93	20.12	1 177,09	41,08
28.06	1 115,00	38,88	27.12	1 180,00	41,00

Приложение 2

Ставки рефинансирования, установленные Центральным Банком Республики Узбекистан*

№№ п.п.	Срок действия	Месячная ставка, %[1]	Годовая ставка, %[2]
1	02.05.1994 – 01.10.1994		150
2	01.10.1994 – 01.02.1995		225
3	01.02.1995 – 20.03.1995		250
4	20.03.1995 – 01.07.1995		300
5	01.07.1995 – 01.08.1995	10	
6	01.08.1995 – 01.07.1996	7	
7	01.07.1996 – 01.08.1996	5	
8	01.08.1996 – 01.01.1997	4	
9	01.01.1997 – 01.11.1997	3,3	
10	01.11.1997 – 01.01.1998	2,5	
11	01.01.1998 – 01.04.2000	3	
12	01.04.2000 – 01.05.2000	2,5	
13	01.05.2000 – 01.06.2000	2,4	
14	01.06.2000 – 01.07.2000	2,3	
15	01.07.2000 – 01.01.2002	-	24
16	01.01.2002 – 01.06.2002	2,5	
17	01.06.2002 – 01.01.2003	2,5	30
18	01.01.2003 – 01.04.2003	2,5	30
19	24.12.2004		16

Примечание.

* Данные по строкам 1-16 приведены в соответствии с письмом Центрального Банка Республики Узбекистан от 17 июня 2002 г. №10/16-65.

[1] Ставка рефинансирования установлена в размере годового процента.

[2] Ставка рефинансирования установлена в размере месячного процента.

Приложение 3

Рекомендации по определению ставки капитализации методом кумулятивного построения

Кумулятивный метод применяется чаще всего при оценке небольших предприятий (бизнеса) и основан на предпосылке, что применяемая ставка дисконтирования (а, следовательно, в ряде случаев и коэффициент капитализации) составлена из ряда факторов риска, которые в совокупности представляют характеристику общей прибыли, требуется для компенсации совокупного риска при оценке предприятия.

Алгоритм расчета ставки капитализации методом кумулятивного построения

№№ п.п.	Этапы определения ставки капитализации	Обоснование и значение, %
1	Безрисковая ставка дохода на капитал	Принимается ставка дохода на капитал по валютным депозитам наиболее надёжного банка республики на дату оценки
2	Надбавка на риск за размер предприятия	от 2 до 6
3	Другие факторы риска:	
3.1	- отраслевой риск	от 3 до 5
3.2	- финансовый риск	от 2 до 5
3.3	- диверсификация деятельности	от 2 до 3
3.4	- компетенция менеджмента	от 1 до 3
4	Ставка дисконтирования для чистой прибыли	Сумма п.1 + п.2 + п.3
5	Средний темп прироста	Бизнес-план предприятия
6	Коэффициент капитализации чистой прибыли для первого прогнозного года	Разность п.4 и п.5

Пояснения к расчету ставки капитализации.

1. В качестве безрисковой ставки дохода на капитал может быть выбрана ставка по валютным депозитам наиболее надёжного банка республики на дату оценки. Безрисковая ставка дохода на капитал отражает гарантированный доход, который может быть получен от инвестиций с низким уровнем риска.

2. Согласно международной практике, средняя надбавка для предприятий за размер составляет от 2 до 6 %. Для предприятий, работающих в отрасли, имеющих размер меньше среднего, требуется более высокая надбавка за риск и наоборот.

3. Надбавка на отраслевой риск выбирается с учетом, применяемых предприятием современных технологий и уровня конкуренции. При этом, чем выше уровень технологии и конкуренции, тем меньше выбирается надбавка на этот риск.

4. Надбавка за финансовый риск выбирается с учетом показателей ликвидности и оборачиваемости при существенной зависимости от заемного капитала. Минимальные значения финансового риска принимаются при высокой ликвидности и оборачиваемости капитала.

5. Надбавка за риск диверсификации деятельности выбирается в зависимости от загрузки производственных мощностей и специалистов. Минимальные значения применяются при максимальном использовании мощностей.

6. Надбавка на риск компетентности менеджмента выбирается с учетом наличия у предприятия высококвалифицированных менеджеров, молодых управленческих кадров. Максимальная надбавка применяется при неукомплектованности администрации предприятия этими кадрами.

7. Средний темп прироста чистой прибыли, используемый в расчете, определяется на основе прогноза деятельности предприятия, который был получен на этапе сбора информации или принят в бизнес-плане предприятия.

Приложение 4

Примерные ставки роялти по отраслям промышленности в процентах от валового объема реализации лицензионной продукции

Отрасль промышленности	Ставка роялти, %	Отрасль промышленности	Ставка роялти, %
Автомобильная промышленность	1-3	Станкостроительная промышленность	4,7-7,5
Авиационная промышленность	6-10	Текстильная промышленность	3-7
Металлургическая промышленность	5-8	Фармацевтическая промышленность	2-5
Производство потребительских товаров длительного пользования	5	Химическая промышленность	
		Электронная промышленность	4-10
Производство потребительских товаров массового спроса с малым сроком использования	0,2-1,5	Электрохимическая промышленность	1-5

Примерные размеры роялти в процентах от валового объема реализации различных видов лицензионной продукции

Вид изделий	Ставка роялти, %	Вид изделий	Ставка роялти, %
Подъемно-транспортное оборудование	5	Котлы	3-5
Литейное оборудование	1,5-2,0	Воздушные кондиционеры	3-4
Оборудование для цементных заводов	3-5	Клапаны, вентили	3-6
Оборудование для металлургической промышленности	4-6	Котельное оборудование	5
Оборуд. для химич. промышленности	3-5	Компрессоры, насосы	5-7
Оборудование для пищевой промышленности	4	Моторы промышленного назначения	4-5
Оборудование для очистки воды	5	Оборудование для обработки поверхности	6-7
Холодильное оборудование	2-4	Металлические конструкции	2-4
Нагревательные системы	4-6	Оборудование для текстильной промышленности	3-5

Продолжение

Вид изделий	Ставка роялти, %	Вид изделий	Ставка роялти, %
Печи	4-6	Полиграфическое оборудование	4
Велосипеды	3-5	Электротехническое оборудование	4-7
Железнодорожное оборудование	3-5	Реле-аппаратура	4-6
Сельскохозяйственные машины	3-5	Электрические контрольно-измерительные приборы	
Скобяные изделия	2-5	Электронное оборудование	4-8
Ручной инструмент	2-3	Полупроводники	1-2
Бритвы, ножи	3	Радиолампы	3-4
Металлическая мебель	1-2	Аккумуляторы	3-4
Полуфабрикаты	3	Электрокабели	2-4
Литье	1,5-2	Лифты	4-5
Строительные машины	1	Станки металлообрабатывающие	4-6
Удобрения	3	Инструмент, оснастка	5-7
Удобрения-химикаты	3	Сварочное оборудование	5-6
Красители	3-4	Приводы	5
Ароматические вещества	2-4	Фото-кинотовары	3-5
Продукты органической химии	3-3,5	Медиц. оборудование и приборы	4-7
Фармацевтические товары	2-4	Измерительные приборы	5-7
Изделия из каучука	3-3,5	Канцелярское оборудование	3
Изделия из стекла	2-4	Автомоторы и части к ним	2-4
Краски	2-3	Автозапчасти	2-3
Клей	2-3	Бумага	1-2
Фототовары, химические реактивы	1-3	Упаковка бумажная из картона	2-3
Минеральные масла		Копировальная бумага	1-2
Текстильные волокна	2-3	Книги, печатные издания, игры (без авторских прав)	3-6
Ткани для пошива одежды	3	Спорттовары	1-3
Ткани для промышленных целей	3-4	Парфюмерия	2-5
Трикотаж, белье	2-4	Пластинки	2-5
Обувь	1-5	Изделия из пластмассы	3
Кожи	3	Продовольственные товары	1-2
Деревянная мебель	2-3	Корм для скота	2-3
Стройматериалы	2-4	Холодильное оборудование для промышленных целей	4-6
Напитки	2-5		

Приложение 5

Индексы цен предприятий-производителей по основным отраслям и подотраслям промышленности
за 2000–2005 годы
Цены 2000 года в процентах к декабрю 1999 года

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Январь	Февраль	Март	Апрель
Промышленность – всего	1,00000	102,5	109,9	112,6	116,8
В том числе:					
Электроэнергетика	0,09906	100,0	100,0	100,0	100,0
Топливная	0,14868	100,0	132,7	132,7	132,7
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00480	100,0	250,0	250,0	250,0
нефтеперерабатывающая	0,08672	100,0	140,4	140,4	140,4
газовая	0,05094	100,0	112,6	112,6	112,6
угольная	0,00622	100,0	100,0	100,0	100,0
Черная металлургия	0,01076	100,0	120,0	120,0	120,0
Цветная металлургия	0,09763	109,0	110,4	108,7	126,9
Химическая	0,04782	100,0	103,7	116,5	118,1
Нефтехимическая	0,00197	100,0	100,0	111,5	111,5
Машиностроение и металлообработка	0,12846	102,3	103,1	116,4	125,2
Из нее:					
машиностроение	0,09637	100,5	101,6	118,6	120,2
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01020	109,9	128,0	131,3	138,2
Промышленность строительных материалов	0,05596	103,4	107,1	110,8	112,1
Легкая:	0,17856	100,9	102,8	103,3	106,0
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,10644	100,0	100,0	100,0	100,0
хлопчатобумажная	0,04440	100,1	102,9	104,2	113,3
Пищевая	0,12323	105,9	109,7	110,7	114,8
Из нее:					
пищевкусовая	0,11236	105,8	108,7	109,4	113,7
Мукомольно-крупяная	0,06744	100,0	99,0	98,5	98,5
Комбикормовая	0,00146	100,0	100,6	100,6	101,0

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Май	Июнь	Июль	Август
Промышленность – всего	1,00000	127,3	131,4	133,2	152,8
В том числе:					
Электроэнергетика	0,09906	100,0	100,0	100,0	144,4
Топливная	0,14868	132,7	136,2	136,2	191,3
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00480	250,0	250,0	250,0	250,0
нефтеперерабатывающая	0,08672	140,4	146,3	146,3	171,7
газовая	0,05094	112,6	112,6	112,6	226,1
угольная	0,00622	100,0	100,0	100,0	131,4
Черная металлургия	0,01076	120,0	120,0	120,0	132,0
Цветная металлургия	0,09763	169,3	184,3	198,9	222,2
Химическая	0,04782	118,7	119,7	122,2	143,4
Нефтехимическая	0,00197	125,5	125,5	125,5	125,3
Машиностроение и металлообработка	0,12846	166,4	179,7	180,1	180,6
Из нее:					
машиностроение	0,09637	174,7	190,4	191,0	191,7
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01020	140,5	143,9	147,8	148,3
Промышленность строительных материалов	0,05596	114,2	118,0	118,7	134,6
Легкая	0,17856	106,6	106,9	106,9	109,0
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,10644	100,0	100,0	100,0	100,0
хлопчатобумажная	0,04440	113,3	113,5	120,0	123,2
Пищевая	0,12323	120,8	121,2	122,5	130,5
Из нее:					
пищевкусовая	0,11236	119,8	120,0	121,1	129,5
Мукомольно-крупяная	0,06744	98,5	98,5	98,5	110,6
Комбикормовая	0,00146	101,0	101,6	101,6	119,2

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь
Промышленность – всего	1,00000	159,9	164,1	168,9	170,2
В том числе:					
Электроэнергетика	0,09906	144,4	144,4	144,4	144,4
Топливная	0,14868	191,3	191,3	191,3	191,3
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00480	250,0	250,0	250,0	250,0
нефтеперерабатывающая	0,08672	171,7	171,7	171,7	171,7
газовая	0,05094	226,1	226,1	226,1	226,1
угольная	0,00622	131,4	131,4	131,4	131,4
Черная металлургия	0,01076	145,2	145,2	145,2	145,2
Цветная металлургия	0,09763	236,6	248,2	239,8	242,0
Химическая	0,04782	153,7	153,7	154,6	154,5
Нефтехимическая	0,00197	131,5	131,5	131,5	131,5
Машиностроение и металлообработка	0,12846	181,7	181,8	197,8	200,1
Из нее:					
машиностроение	0,09637	193,1	193,1	195,0	196,5
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01020	150,7	172,2	178,3	178,3
Промышленность строительных материалов	0,05596	144,5	145,9	152,9	158,9
Легкая:	0,17856	122,8	132,2	134,5	135,4
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,10644	119,3	125,5	128,7	128,7
хлопчатобумажная	0,04440	123,2	143,1	145,9	149,4
Пищевая	0,12323	144,6	153,5	158,3	160,4
Из нее:					
пищевкусовая	0,11236	144,7	154,	159,4	161,6
Мукомольно-крупяная	0,06744	110,6	110,6	138,1	138,3

Цены 2001 года в процентах к декабрю 2000 года

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Январь	Февраль	Март	Апрель
Промышленность – всего	1	101,4	103,7	103,9	105,3
В том числе:					
Электроэнергетика	0,08505	100	108,7	108,7	116,8
Топливная	0,12854	100,5	100,8	100,8	101,8
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00221	100	100	100	100
нефтеперерабатывающая	0,06277	100	100,5	100,5	100,9
газовая	0,05655	100	100	100	100
угольная	0,00701	114,4	114,4	114,4	129,7
Черная металлургия	0,01364	100	101,2	101,1	101,1
Цветная металлургия	0,1142	104	107,9	109,1	108,8
Химическая	0,05292	104,6	105	112,3	113,2
Нефтехимическая	0,00255	100	100	100	100
Машиностроение и металлообработка	0,11177	101,7	102,1	97,3	97,6
Из нее:					
машиностроение	0,10428	101,3	101,8	98,7	97
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01241	100	100	100,4	101,3
Промышленность строительных материалов	0,05194	102,3	102,4	103,9	108,7
Легкая:	0,1984	100,5	101,8	102	102,5
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,10674	100	100	100	100,6
хлопчатобумажная	0,07008	101,1	104,5	104,7	105,6
Пищевая	0,12726	101,5	101,9	102,8	104
Из нее:					
пищевкусовая	0,11337	101,7	102,1	102,8	103,5
Мукомольно-крупяная	0,07263	100	100	100	100
Комбикормовая	0,00138	102,8	102,8	103	103,1

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Май	Июнь	Июль	Август
Промышленность – всего	1	106,5	112,4	112,7	114,6
В том числе:					
Электроэнергетика	0,08505	116,8	125,6	125,6	136,4
Топливная	0,12854	102,8	140,7	140,7	141
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00221	100	117,7	117,7	117,7
нефтепереработывающая	0,06277	102,9	103,3	103,3	103,8
газовая	0,05655	100	185,3	185,3	185,3
угольная	0,00701	129,7	129,7	129,7	129,7
Черная металлургия	0,01364	110,4	110,4	122,9	122,9
Цветная металлургия	0,1142	110,8	111,1	111,3	117,3
Химическая	0,05292	116,7	118,3	119,9	121,1
Нефтехимическая	0,00255	100	100	100	100
Машиностроение и металлообработка	0,11177	98	98,2	98,4	98,5
Из нее:					
машиностроение	0,10428	97,4	97,6	97,8	97,9
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01241	101,3	105	105	105,4
Промышленность строительных материалов	0,05194	111	112,6	113,9	115
Легкая:	0,1984	103,7	103,8	103,9	104,2
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,10674	100,6	100,6	100,6	100,6
хлопчатобумажная	0,07008	108,7	108,8	108,9	109,4
Пищевая	0,12726	104	104	104	104
Из нее:					
пищевкусовая	0,11337	103,6	103,6	103,1	103,6
Мукомольно-крупяная	0,07263	100	100	100	100
Комбикормовая	0,00138	103,1	103,1	103,1	103,1

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь
Промышленность – всего	1	114,6	119	123,1	127,1
В том числе:					
Электроэнергетика	0,08505	136,4	147,5	147,5	159,4
Топливная	0,12854	141	141,2	141,2	148,5
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00221	117,7	117,7	118,1	118,1
нефтеперерабатывающая	0,06277	103,8	104,3	104,3	119,3
газовая	0,05655	185,3	185,3	185,3	185,3
угольная	0,00701	129,7	129,7	129,7	129,7
Черная металлургия	0,01364	123,3	123,3	123,6	123,6
Цветная металлургия	0,1142	116,1	118,4	127,6	132,7
Химическая	0,05292	120,3	125,3	128,7	130,5
Нефтехимическая	0,00255	103,1	103,1	103,1	103,1
Машиностроение и металлообработка	0,11177	98,5	99	99,2	99,2
Из нее:					
машиностроение	0,10428	97,8	98,5	98,6	98,7
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01241	106	106	106	105,5
Промышленность строительных материалов	0,05194	116,5	117	117,3	118,6
Легкая:	0,1984	104,3	117,5	131,3	137,8
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,10674	100,6	126,3	146,8	146,8
хлопчатобумажная	0,07008	109,7	110,2	121	140,6
Пищевая	0,12726	104,6	106,9	107,3	107,5
Из нее:					
пищевкусовая	0,11337	103,7	106,3	106,8	107
Мукомольно-крупяная	0,07263	100	99,1	99,1	99,1
Комбикормовая	0,00138	102	102	102	102

Цены 2002 года в процентах к декабрю 2001 года

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Январь	Февраль	Март	Апрель
Промышленность – всего	1,00000	101,1	107,6	109,3	112,4
В том числе:					
Электроэнергетика	0,08529	100,0	100,0	100,0	112,3
Топливная	0,15306	100,9	135,1	135,1	135,9
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00294	100,0	157,4	157,4	157,4
нефтеперерабатывающая	0,08715	100,0	157,1	157,1	158,4
газовая	0,05619	102,6	102,6	102,6	102,6
угольная	0,00678	100,0	100,0	100,0	100,0
Черная металлургия	0,01251	100,1	100,1	100,1	112,0
Цветная металлургия	0,10175	100,2	104,3	108,8	116,1
Химическая	0,05468	104,3	108,4	109,6	118,0
Нефтехимическая	0,00234	100,0	108,3	108,3	108,3
Машиностроение и металлообработка	0,09836	100,2	100,5	105,9	107,0
Из нее:					
машиностроение	0,06877	100,3	100,6	108,0	109,5
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01368	101,2	101,4	104,3	106,3
Промышленность строительных материалов	0,05419	102,4	108,8	111,6	115,9
Легкая:	0,19137	101,0	102,0	102,1	102,2
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,09430	100,0	100,0	100,0	100,0
хлопчатобумажная	0,06342	103,0	103,8	104,2	104,5
Пищевая	0,13252	102,8	103,1	104,1	105,0
Из нее:					
пищевкусовая	0,11880	102,6	102,8	103,5	103,9
Мукомольно-крупяная	0,06368	100,7	100,7	102,3	102,3
Комбикормовая	0,00193	100,0	102,2	107,0	110,1

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Май	Июнь	Июль	Август
Промышленность – всего	1,00000	113,4	115,3	116,1	119,1
В том числе:					
Электроэнергетика	0,08529	112,3	121,3	121,3	132,0
Топливная	0,15306	135,9	136,2	133,7	145,0
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00294	157,4	157,4	157,4	166,2
нефтеперерабатывающая	0,08715	158,4	159,0	154,5	173,4
газовая	0,05619	102,6	102,6	102,6	102,6
угольная	0,00678	100,0	100,0	100,0	105,9
Черная металлургия	0,01251	112,2	114,5	114,5	143,7
Цветная металлургия	0,10175	116,4	121,1	125,6	118,9
Химическая	0,05468	117,4	120,1	122,0	127,7
Нефтехимическая	0,00234	112,5	112,5	116,7	116,7
Машиностроение и металлообработка	0,09836	111,3	112,2	113,0	113,3
Из нее:					
машиностроение	0,06877	110,4	111,0	111,2	111,5
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01368	107,2	111,3	118,1	122,8
Промышленность строительных материалов	0,05419	123,0	124,8	127,4	128,8
Легкая:	0,19137	102,6	102,9	103,1	104,0
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,09430	100,0	100,0	100,0	100,0
хлопчатобумажная	0,06342	105,1	105,3	105,4	108,0
Пищевая	0,13252	105,5	105,9	107,1	107,9
Из нее:					
пищевкусовая	0,11880	104,0	104,2	105,5	105,7
Мукомольно-крупяная	0,06368	102,3	103,1	103,1	103,1
Комбикормовая	0,00193	110,1	110,8	110,8	110,9

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь
Промышленность – всего	1,00000	120,7	130,0	132,6	136,7
В том числе:					
Электроэнергетика	0,08529	132,0	144,5	144,5	156,5
Топливная	0,15306	144,5	144,9	145,6	146,0
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00294	175,7	175,7	175,7	175,7
нефтеперерабатывающая	0,08715	172,2	172,9	172,9	173,6
газовая	0,05619	102,6	102,6	102,6	102,6
угольная	0,00678	105,9	105,9	120,8	120,8
Черная металлургия	0,01251	150,8	165,8	165,8	165,8
Цветная металлургия	0,10175	119,4	127,7	140,2	150,4
Химическая	0,05468	130,0	133,6	138,4	139,6
Нефтехимическая	0,00234	116,7	118,1	120,8	120,8
Машиностроение и металлообработка	0,09836	117,7	118,3	121,0	122,7
Из нее:					
машиностроение	0,06877	117,6	117,7	121,3	123,7
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01368	123,4	126,1	129,2	129,6
Промышленность строительных материалов	0,05419	133,2	136,2	136,7	139,1
Легкая:	0,19137	104,4	135,2	136,7	137,9
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,09430	100,0	153,0	153,0	153,0
хлопчатобумажная	0,06342	108,4	121,6	122,1	125,6
Пищевая	0,13252	108,8	114,5	116,6	118,9
Из нее:					
пищевкусовая	0,11880	106,4	112,7	115,0	117,3
Мукомольно-крупяная	0,06368	110,4	110,4	110,4	123,9
Комбикормовая	0,00193	119,8	119,8	120,1	120,4

Цены 2003 года в процентах к декабрю 2002 года

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Январь	Февраль	Март	Апрель
Промышленность – всего	1,00000	101,4	103,7	103,9	105,3
В том числе:					
Электроэнергетика	0,08505	100,0	108,7	108,7	116,8
Топливная	0,12854	100,5	100,8	100,8	101,8
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00221	100,0	100,0	100,0	100,0
нефтеперерабатывающая	0,06277	100,0	100,5	100,5	100,9
газовая	0,05655	100,0	100,0	100,0	100,0
угольная	0,00701	114,4	114,4	114,4	129,7
Черная металлургия	0,01364	100,0	101,2	101,1	101,1
Цветная металлургия	0,11420	104,0	107,9	109,1	108,8
Химическая	0,05292	104,6	105,0	112,3	113,2
Нефтехимическая	0,00255	100,0	100,0	100,0	100,0
Машиностроение и металлообработка	0,11177	101,7	102,1	97,3	97,6
Из нее:					
машиностроение	0,10428	101,3	101,8	98,7	97,0
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01241	100,0	100,0	100,4	101,3
Промышленность строительных материалов	0,05194	102,3	102,4	103,9	108,7
Легкая:	0,19840	100,5	101,8	102,0	102,5
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,10674	100,0	100,0	100,0	100,6
хлопчатобумажная	0,07008	101,1	104,5	104,7	105,6
Пищевая	0,12726	101,5	101,9	102,8	104,0
Из нее:					
пищевкусовая	0,11337	101,7	102,1	102,8	103,5
Мукомольно-крупяная	0,07263	100,0	100,0	100,0	100,0
Комбикормовая	0,00138	102,8	102,8	103,0	103,1

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Май	Июнь	Июль	Август
Промышленность – всего	1,00000	106,5	112,4	112,7	114,6
В том числе:					
Электроэнергетика	0,08505	116,8	125,6	125,6	136,4
Топливная	0,12854	102,8	140,7	140,7	141,0
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00221	100,0	117,7	117,7	117,7
нефтеперерабатывающая	0,06277	102,9	103,3	103,3	103,8
газовая	0,05655	100,0	185,3	185,3	185,3
угольная	0,00701	129,7	129,7	129,7	129,7
Черная металлургия	0,01364	110,4	110,4	122,9	122,9
Цветная металлургия	0,11420	110,8	111,1	111,3	117,3
Химическая	0,05292	116,7	118,3	119,9	121,1
Нефтехимическая	0,00255	100,0	100,0	100,0	100,0
Машиностроение и металлообработка	0,11177	98,0	98,2	98,4	98,5
Из нее:					
машиностроение	0,10428	97,4	97,6	97,8	97,9
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01241	101,3	105,0	105,0	105,4
Промышленность строительных материалов	0,05194	111,0	112,6	113,9	115,0
Легкая:	0,19840	103,7	103,8	103,9	104,2
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,10674	100,6	100,6	100,6	100,6
хлопчатобумажная	0,07008	108,7	108,8	108,9	109,4
Пищевая	0,12726	104,0	104,0	104,0	104,0
Из нее:					
пищевкусовая	0,11337	103,6	103,6	103,1	103,6
Мукомольно-крупяная	0,07263	100,0	100,0	100,0	100,0
Комбикормовая	0,00138	103,1	103,1	103,1	103,1

Наименование отрасли и подотрасли	Вес	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь
Промышленность – всего	1,00000	114,6	119,0	123,1	127,1
В том числе:					
Электроэнергетика	0,08505	136,4	147,5	147,5	159,4
Топливная	0,12854	141,0	141,2	141,2	148,5
Из нее:					
нефтедобывающая	0,00221	117,7	117,7	118,1	118,1
нефтеперерабатывающая	0,06277	103,8	104,3	104,3	119,3
газовая	0,05655	185,3	185,3	185,3	185,3
угольная	0,00701	129,7	129,7	129,7	129,7
Черная металлургия	0,01364	123,3	123,3	123,6	123,6
Цветная металлургия	0,11420	116,1	118,4	127,6	132,7
Химическая	0,05292	120,3	125,3	128,7	130,5
Нефтехимическая	0,00255	103,1	103,1	103,1	103,1
Машиностроение и металлообработка	0,11177	98,5	99,0	99,2	99,2
Из нее:					
машиностроение	0,10428	97,8	98,5	98,6	98,7
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	0,01241	106,0	106,0	106,0	105,5
Промышленность строительных материалов	0,05194	116,5	117,0	117,3	118,6
Легкая:	0,19840	104,3	117,5	131,3	137,8
Из нее:					
хлопкоочистительная	0,10674	100,6	126,3	146,8	146,8
хлопчатобумажная	0,07008	109,7	110,2	121,0	140,6
Пищевая	0,12726	104,6	106,9	107,3	107,5
Из нее:					
пищевкусовая	0,11337	103,7	106,3	106,8	107,0
Мукомольно-крупяная	0,07263	100,0	99,1	99,1	99,1
Комбикормовая	0,00138	102,0	102,0	102,0	102,0

Цены 2004 года в процентах к декабрю 2003 года

Наименование отрасли и подотрасли	Январь	Февраль	Март	Апрель
Промышленность – всего	102,4	106,2	106,7	110,0
В том числе:				
Электроэнергетика	100,0	108,3	108,3	117,6
Топливная	100,0	106,8	105,6	117,0
Из нее:				
нефтедобывающая	100,0	100,0	100,0	101,1
нефтеперерабатывающая	100,0	111,3	109,3	109,8
газовая	100,0	100,2	100,2	131,2
угольная	100,0	100,0	100,0	100,0
Черная металлургия	100,1	100,9	108,8	109,1
Цветная металлургия	116,5	128,6	131,3	132,1
Химическая	100,5	103,1	105,0	107,2
Нефтехимическая	100,0	100,0	100,7	100,7
Машиностроение и металлообработка	100,3	103,1	104,0	104,4
Из нее:				
машиностроение	100,3	100,3	104,3	104,7
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	100,0	100,0	100,2	100,2
Промышленность строительных материалов	100,7	106,3	107,0	110,2
Легкая:	101,5	101,9	102,3	103,5
Из нее:				
хлопкоочистительная	100,0	100,0	100,0	100,0
хлопчатобумажная	104,4	105,3	106,3	109,3
Пищевая	100,2	100,7	100,8	101,6
Из нее:				
пищевкусовая	100,2	100,8	100,9	101,7
Мукомольно-крупяная	100,0	100,0	100,0	100,0
Комбикормовая	100,0	100,4	100,4	100,4

Наименование отрасли и подотрасли	Май	Июнь	Июль	Август
Промышленность – всего	111,4	113,3	114,2	117,2
В том числе:				
Электроэнергетика	117,6	127,6	127,6	138,3
Топливная	117,1	117,4	121,5	124,3
Из нее:				
нефтедобывающая	101,3	101,3	101,3	101,3
нефтеперерабатывающая	109,8	110,3	117,2	121,9
газовая	131,3	131,3	131,3	131,3
угольная	100,0	100,0	100,0	100,0
Черная металлургия	109,2	109,3	109,4	109,7
Цветная металлургия	143,5	149,3	149,3	152,4
Химическая	110,1	113,6	114,9	116,1
Нефтехимическая	100,7	100,7	109,4	109,4
Машиностроение и металлообработка	104,7	105,9	106,0	106,0
Из нее:				
машиностроение	105,0	106,3	106,4	106,3
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	101,3	101,3	100,9	101,0
Промышленность строительных материалов	112,6	112,9	115,2	118,0
Легкая:	104,1	104,4	104,5	103,3
Из нее:				
хлопкоочистительная	100,0	100,0	100,0	100,0
хлопчатобумажная	110,7	111,6	111,8	108,4
Пищевая	102,0	102,3	102,9	106,6
Из нее:				
пищевкусовая	102,1	102,5	103,1	107,3
Мукомольно-крупяная	100,0	100,0	100,0	117,1
Комбикормовая	100,4	100,4	100,4	106,9

Наименование отрасли и подотрасли	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь
Промышленность – всего	117,7	122,4	123,2	126,5
В том числе:				
Электроэнергетика	138,3	150,5	150,5	163,3
Топливная	124,3	124,9	124,9	131,6
Из нее:				
нефтедобывающая	101,3	101,5	101,5	125,5
нефтеперерабатывающая	121,9	122,6	122,6	133,4
газовая	131,3	131,4	131,4	131,4
угольная	100,0	105,5	105,5	105,5
Черная металлургия	109,7	109,7	113,9	113,9
Цветная металлургия	152,4	162,6	163,7	172,9
Химическая	120,2	120,1	121,3	126,3
Нефтехимическая	109,4	116,5	116,1	116,1
Машиностроение и металлообработка	106,2	106,3	106,0	106,2
Из нее:				
машиностроение	106,6	106,7	106,3	106,6
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	101,0	101,0	101,0	101,0
Промышленность строительных материалов	120,0	120,7	121,0	121,0
Легкая:	104,3	107,0	108,8	108,9
Из нее:				
хлопкоочистительная	103,1	108,5	109,9	109,9
хлопчатобумажная	106,9	106,4	109,4	108,9
Пищевая	106,3	112,1	113,5	114,4
Из нее:				
пищевкусовая	106,9	113,3	114,8	115,7
Мукомольно-крупяная	117,1	140,6	140,7	140,7
Комбикормовая	107,9	113,3	113,3	113,4

Цены 2005 года в процентах к декабрю 2004 года

Наименование отрасли и подотрасли	Январь	Февраль	Март	Апрель
Промышленность – всего	105,4	105,9	106,8	108,2
В том числе:				
Электроэнергетика	100,0	100,0	100,0	109,6
Топливная	131,4	131,4	131,4	132,0
Из нее:				
нефтедобывающая	130,4	130,9	130,9	133,5
нефтеперерабатывающая	100,9	100,9	100,9	101,9
газовая	185,1	185,1	185,1	185,1
угольная	100,0	100,0	100,0	103,9
Черная металлургия	100,1	100,3	100,3	100,4
Цветная металлургия	101,8	103,8	107,7	107,7
Химическая	102,2	102,3	101,5	105,7
Нефтехимическая	100,0	100,0	100,0	100,0
Машиностроение и металлообработка	100,8	101,5	101,5	101,7
Из нее:				
машиностроение	100,8	101,1	101,1	101,3
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	100,0	100,0	100,1	100,1
Промышленность строительных материалов	100,0	100,8	101,5	105,0
Легкая:	99,9	100,1	100,4	100,4
Из нее:				
хлопкоочистительная	100,0	100,0	100,0	100,0
хлопчатобумажная	99,8	100,3	101,2	100,8
Пищевая	101,1	101,1	103,8	103,9
Из нее:				
пищевкусовая	101,2	101,2	103,6	103,6
Мукомольно-крупяная	100,0	100,0	100,0	100,0
Комбикормовая	100,6	103,2	103,8	105,6

Продолжение приложения 5

Наименование отрасли и подотрасли	Май	Июнь	Июль	Август
Промышленность – всего	109,2	109,8	110,6	113,6
В том числе:				
Электроэнергетика	109,6	109,6	109,6	119,3
Топливная	132,0	132,0	132,0	132,8
Из нее:				
нефтедобывающая	133,5	134,7	134,7	134,7
нефтеперерабатывающая	101,9	101,9	101,9	103,1
газовая	185,1	185,1	185,1	185,1
угольная	103,9	103,9	103,9	111,1
Черная металлургия	100,4	100,4	100,4	116,7
Цветная металлургия	110,4	112,4	117,2	125,4
Химическая	107,2	107,5	108,0	110,4
Нефтехимическая	100,0	100,0	100,0	100,0
Машиностроение и металлообработка	102,0	103,5	104,1	104,2
Из нее:				
машиностроение	101,6	103,2	103,8	103,9
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	100,1	100,2	100,2	100,5
Промышленность строительных материалов	108,1	110,1	109,8	115,3
Легкая:	100,8	101,0	101,0	101,5
Из нее:				
хлопкоочистительная	100,0	100,0	100,0	100,0
хлопчатобумажная	101,5	101,8	102,0	103,6
Пищевая	104,8	104,8	104,9	105,0
Из нее:				
пищевкусовая	104,6	104,7	104,8	104,9
Мукомольно-крупяная	100,0	100,0	100,0	100,0
Комбикормовая	105,6	105,6	105,6	105,6

Продолжение приложения 5

Наименование отрасли и подотрасли	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь
Промышленность – всего	115,5	122,9	125,6	128,1
В том числе:				
Электроэнергетика	119,3	119,3	119,3	119,2
Топливная	136,8	175,1	177,7	177,7
Из нее:				
нефтедобывающая	134,7	214,9	214,9	214,9
нефтеперерабатывающая	111,8	118,9	124,4	124,4
газовая	185,1	263,2	263,2	263,2
угольная	111,1	111,1	113,8	113,8
Черная металлургия	116,7	116,7	116,7	116,7
Цветная металлургия	131,1	134,3	145,3	159,2
Химическая	110,9	111,0	112,0	112,6
Нефтехимическая	100,0	100,0	100,0	100,0
Машиностроение и металлообработка	105,0	109,5	109,7	110,5
Из нее:				
машиностроение	104,8	109,7	109,9	110,8
Лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	100,5	100,5	100,5	100,5
Промышленность строительных материалов	116,8	120,1	120,6	122,7
Легкая:	102,5	106,7	108,9	109,1
Из нее:				
хлопкоочистительная	101,7	108,8	112,8	112,8
хлопчатобумажная	103,7	103,9	103,9	104,2
Пищевая	105,4	106,7	107,8	108,9
Из нее:				
пищевкусовая	105,1	106,0	107,2	108,4
Мукомольно-крупяная	100,0	100,0	100,0	101,5
Комбикормовая	105,8	105,8	106,0	106,4

Приложение 6

Примеры решения задач

1. Расчет корректировок для определения скорректированной остаточной балансовой стоимости основных фондов и капитальных вложений АО «Бобур»

Тыс. сум

Показатели	Предшествующие годы					На дату оценки
	пятый	четвертый	третий	второй	первый	текущий	
Остаточная балансовая стоимость ОФ	624328	624328	625917	635028	536466	497362	449244
Расчетный индекс для корректировки	3,685	1,827	1,366	1,405	1,224	1,852	1,092
Прирост:		0	1589	9111	-98562	-39104	-48118
в ценах четвертого года	2300441	2300441					
Фактический проиндексированный остаток		2300441					
в ценах третьего года		4203672					
Фактический проиндексированный остаток			4205261				
в ценах второго года			5744386				
Фактический проиндексированный остаток				5753497			
в ценах первого года				8085581			
Фактическая доля в остатке					84%		
Фактический проиндексированный остаток					6830632		
в ценах текущего года					8358417		
Фактическая доля в остатке						93%	
Фактический проиндексированный остаток						7749151	
в ценах будущего года						14348844	
Фактическая доля в остатке							90%
Фактический проиндексированный остаток							12960645
в ценах будущего года							14148704

Продолжение приложения 6

Показатели	Предшествующие годы						На дату оценки
	пятый	четвертый	третий	второй	первый	текущий	
Капитальные вложения	245498	245498	398050	254104	270345	269690	230532
Расчетный индекс для корректировки	3,685	1,827	1,366	1,405	1,224	1,852	1,092
Прирост:		0	152552	-143946	16241	-655	-39158
в ценах четвертого года	904578						
Фактический проиндексированный остаток		904578					
в ценах третьего года		1652966					
Фактический проиндексированный остаток			1805518				
в ценах второго года			2466338				
Фактическая доля в остатке				64%			
Фактический проиндексированный остаток				1574441			
в ценах первого года				2212615			
Фактический проиндексированный остаток					2228855		
в ценах текущего года					2727376		
Фактическая доля в остатке						99,8%	
Фактический проиндексированный остаток						2720773	
в ценах будущего года						5037964	
Фактическая доля в остатке							85,5%
Фактический проиндексированный остаток							4306470
в ценах будущего года							4701230
Индексы Минмакроэкономстата:							
Здания и сооружения	3,581	1,717	1,499	1,533	1,297	1,589	1,068
Силовые и рабочие машины и оборудование	3,356	1,899	1,319	1,402	1,168	1,965	1,096
Транспортные средства	4,117	1,866	1,280	1,281	1,206	2,001	1,111
Расчетный индекс для корректировки	3,685	1,827	1,366	1,405	1,224	1,852	1,092

Продолжение приложения 6

2. Прогнозные финансовые показатели АО «Бобур»

Показатели	Прогнозные годы					
	первый	второй	третий	четвертый	пятый	шестой
Выручка от реализации	11220030	14586038	17503246	21003895	23104285	23566371
НДС	-1302825	-1693672	-2032407	-2438888	-2682777	-2736433
Акцизы	0	0	0	0	0	0
Чистая выручка от реализации	**9917205**	**12892366**	**15470839**	**18565007**	**20421 508**	**20829938**
Производственная себестоимость	-7569803	-9776282	-11654184	-13892195	-15179307	-15378744
Валовый финансовый результат	**2347402**	**3116085**	**3816656**	**4672812**	**5242201**	**5451194**
Расходы на реализацию	-19764	-25693	-30832	-36998	-40698	-41512
Административные расходы	-260199	-338259	-405910	-487092	-535802	-546518
Прочие расходы	-1262619	-1641404	-1969685	-2363622	-2599984	-2651984
Прочие доходы	72241	93913	112696	135235	148759	151734
Финансовый результат от основной деятельности	**877062**	**1204642**	**1522925**	**1920335**	**2214476**	**2362915**
Дивиденды, полученные от дочерних предприятий	0	0	0	0	0	0
Прочие дивиденды	697	906	1087	1304	1435	1464
Проценты по займам полученным и выданным дочерним предприятиям	0	0	0	0	0	0
Прочие уплаченные проценты	-69177	-89930	-107916	-129499	-142449	-145298
Прочие полученные проценты	0	0	0	0	0	0
Курсовые валютные разницы	276494	359443	431331	517598	569357	580744

Показатели	Прогнозные годы					
	первый	второй	третий	четвертый	пятый	шестой
Прочие доходы и расходы по финансовой деятельности	65243	84816	101779	122135	134349	137036
Финансовый результат от общехозяйственной деятельности	**1150319**	**1559877**	**1949206**	**2431873**	**2777167**	**2936860**
Чрезвычайные прибыли и убытки	0	0	0	0	0	0
Общий финансовый результат до уплаты налога	1150319	1559877	1949206	2431873	2777167	2936860
Налог на прибыль	-685552	-929635	-1161663	-1449316	-1655100	-1750272
Прочие налоги и отчисления	-8089	-10968	-13706	-17100	194402	205580
Уплаченные дивиденды из прибыли	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	**456678**	**619273**	**773837**	**965457**	**1316469**	**1392169**

Оценка

Чистая прибыль	456678	619273	773837	965457	1316469	1392169
Амортизация	749988	974984	1169981	1403978	1544375	1575263
Прирост чистого оборотного капитала	457717	595032	515695	618834	371300	81686
Капитальные вложения	495860	644618	773542	928250	1021075	1041497
Денежный поток	253089	354607	654582	822350	1468469	1844248

	24 %	30 %	35 %
PC	3932825	2750470	2146381

3. Расчет скорректированной стоимости чистых активов АО «Бобур»

Показатели	На дату оценки	Корректи-ровка	Скорректи-рованная стоимость
Основные средства:			
Первоначальная стоимость	1199232		
Износ	749988		
Остаточная стоимость	449244	13699460	14148704
Нематериальные активы:			
по первоначальной стоимости			
износ			
по остаточной стоимости			
Капитальные вложения	230532	4470698	4701230
Акции в дочерних предприятиях			
Займы, предоставленные дочерними предприятиями			
Акции в ассоциированных предприятиях			
Займы ассоциированным предприятиям			
Долгосрочные инвестиции	147071		147071
Прочие займы			
Прочие активы			
Итого основных средств	826847	18170158	18997005
Оборотные активы			
Производственные запасы	911322		911322
Незавершенное производство	155863		155863
Готовая продукция	356381		356381
Товары: для перепродажи	60473		60473
Расходы будущих периодов			

Показатели	На дату оценки	Корректировка	Скорректированная стоимость
Денежные средства	24222		24222
Валютные средства			
Денежные средства в кассе			
Краткосрочные вложения	31712		31712
Собственные акции выкупленные			
Дебиторы	829959		829959
Итого оборотных активов	2369932	0	2369932
Всего по активу баланса	3196779	18170158	3196779
Обязательства			
Долгосрочные займы			
Долгосрочные кредиты			
Краткосрочные займы			
Краткосрочные кредиты			
Авансы, полученные от покупателей и заказчиков			
Кредиторы	1298131		1298131
Всего обязательств	1298131		1298131
Собственный капитал, тыс. сум	1898648		20068806
Курс долл. США в сумах	339,94		339,94
Собственный капитал, тыс. долл. США	5585		59036
Доля в собственном капитале:	14,2 %		
тыс. сум	269608		2849770
тыс. долл. США	793		8383

4. Оценка стоимости пакета акций АО «Бобур» методом сравнения продаж*

Уставной фонд	571377	тыс. сум
Доля в уставном фонде	14,2%	
Номинал	81136	тыс. сум

	Сумма сделки (млн. сум)	Количество акций для продажи, шт.	Коэффициент предложения	Коэффициент сделки
Предприятие-аналог "Узбекенгилсаноат"	11,68	8602	2,15	2,15

Принятый коэффициент	2,15
Премия за размер пакета	20%
Расчетный коэффициент	2,58
РС пакета 14,2%:	
тыс. сум	209330
тыс. долл. США	615,8

РС пакета 100%:	
тыс. сум	1474153
тыс. долл. США	4336,5

*Источник: «Рынок ценных бумаг». 2001. № 5. С.12.

5. Сводная таблица стоимости пакета акций

Тыс. сум

Метод оценки	100 %	14,2 %	Вес	Доля
Номинальная стоимость (уставной капитал)	571377	81136		
Балансовая стоимость чистых активов	1898648	269608		
Скорректированная балансовая стоимость чистых активов	20068806	2849770	10 %	284977
Стоимость по доходному подходу	2750470	390567	40 %	156227
Сравнительные продажи	1474153	209330	50 %	104665
Итого				**545869**

Тыс. долл. США

Метод оценки	100 %	14,2 %	Вес	Доля
Номинальная стоимость	1681	239		
Балансовая стоимость чистых активов	5585	793		
Скорректированная балансовая стоимость чистых активов	59036	8383	10 %	838
Стоимость по доходному подходу	8091	1149	40 %	460
Сравнительные продажи	4337	616	50 %	308
Итого				**1 806**

ГЛОССАРИЙ

АКТИВ – левая часть бухгалтерского баланса, отражающая состав и размещение средств предприятия (основных средств, запасов и незавершенного производства, дебиторской задолженности и денежных средств); в более широком смысле – любое имущество, обладающее стоимостью и принадлежащее физическому или юридическому лицу.

АМОРТИЗАЦИОННЫЕ ОТЧИСЛЕНИЯ – отчисления части стоимости основных фондов (основного капитала) для возмещения их износа.

АНАЛОГ–объект сходный или подобный оцениваемому имуществу.

АННУИТЕТЫ – 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.

АРЕНДА–право временного возмездного владения и/или пользования чужим имуществом.

БАЗА ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВА–вид стоимости имущества, в содержании которой реализуются цель и метод оценки.

БАЛАНС – общий свод результатов бухгалтерского учета предприятия, характеризующий финансовое положение предприятия на определенную дату. Баланс содержит в левой части статьи, отражающие имущество предприятия (активы), в правой части – статьи, противопоставляющие им собственный и заемный капитал (пассивы).

БАЛАНСОВАЯ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ – стоимость, рассчитанная по данным бухгалтерского учета о наличии и движении различных видов имущества предприятия. Представляет собой разницу между балансовой стоимостью всех активов и общей суммой обязательств.

БИЗНЕС – любой (разрешенный законом) вид деятельности, приносящий доход или другие выгоды.

БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ АННУИТЕТА (НАКОПЛЕНИЕ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ ЗА ПЕРИОД)–одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета будущей стоимости периодических равновеликих взносов при известных текущей стоимости взноса, процентной ставке и числе периодов.

ВНЕШНИЙ ИЗНОС ИМУЩЕСТВА—износ имущества в результате изменения внешней экономической ситуации.

ВНЕШНЯЯ ИНФОРМАЦИЯ В ОЦЕНКЕ – информация, характеризующая условия функционирования оцениваемого предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом.

ВНУТРЕННЯЯ ИНФОРМАЦИЯ В ОЦЕНКЕ – информация, характеризующая эффективность деятельности оцениваемого предприятия.

ВНУТРЕННЯЯ СТАВКА ДОХОДА – процентная ставка, при которой дисконтированные доходы от инвестиций уравниваются с инвестиционными затратами.

ВОССТАНОВИТЕЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ – затраты в текущих ценах на строительство точной копии оцениваемого объекта.

ДАТА ОЦЕНКИ – дата, по состоянию на которую производится оценка стоимости объекта.

ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК – сумма чистого дохода, амортизационных отчислений и прочих периодических поступлений или выплат, увеличивающих или уменьшающих денежные средства предприятия.

ДИСКОНТИРОВАНИЕ (ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ)—одна из шести функций сложного процента, позволяющая привести ожидаемые будущие денежные потоки, поступления и платежи к их текущей стоимости, т.е. в сопоставимый вид на сегодняшний день, при заданных периоде и процентной ставке.

ДИСКОНТИРОВАННЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ ПОСТУПЛЕНИЯ – текущая стоимость будущих денежных поступлений или платежей.

ДОХОДНЫЙ ПОДХОД – способ оценки приносящий доход недвижимости (бизнеса), основанный на капитализации или дисконтировании денежного потока, который ожидается в будущем от этой недвижимости.

ЗАКАЗ НА ОЦЕНКУ—письменный договор на оценку конкретного имущества между заказчиком или уполномоченным лицом с оценщиком имущества.

ЗАКАЗЧИК—юридическое или физическое лицо, которому оказывает услугу оценщик имущества.

ЗАЛОГОВАЯ СТОИМОСТЬ ИМУЩЕСТВА – стоимость имущества в целях обеспечения кредита.

ЗАТРАТНЫЙ МЕТОД – метод, базирующийся на восстановительной стоимости или стоимости замещения объекта той же полезности за минусом всех видов износа.

ЗАТРАТЫ – выраженные в денежной форме расходы предприятия или индивидуального предпринимателя на производство и/или реализацию продукции, работ и услуг.

ИЗНОС ИМУЩЕСТВА–снижение стоимости имущества под действием различных причин.

1. Износ определяют на основании фактического состояния имущества или по данным бухгалтерского и статистического учета.

2. Существуют три вида износа - физический, функциональный, внешний.

3. По характеру состояния износ подразделяют на устранимый и неустранимый.

ИМУЩЕСТВО – материальные объекты и нематериальные активы, обладающие полезностью и стоимостью.

ИНВЕСТИЦИИ – вложение денежных средств или покупка собственности для извлечения доходов или других выгод.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ – стоимость объекта для конкретного инвестора, учитывающая индивидуальные требования к инвестициям.

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.).

КАПИТАЛ – совокупность денежных средств (денежного капитала), предназначенных для инвестирования, и средств производства (вещественного капитала), используемых в процессе создания товаров и предоставления услуг.

КАПИТАЛИЗАЦИЯ – процесс пересчета доходов, полученных от объекта, позволяющий определить его стоимость.

КОПИЯ–точное воспроизводство объекта оценки.

ЛИКВИДАЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ – денежная сумма в виде разницы между доходами от ликвидации предприятия, полученными в результате раздельной распродажи его активов, и расходами на ликвидацию.

ЛИКВИДНОСТЬ – 1) способность предприятия своевременно выполнять свои платежные обязательства; 2) способность актива быстро переводиться в деньги.

МЕТОД ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ – способ расчета текущей стоимости будущего потока доходов в прогнозный период и выручки от перепродажи объекта в послепрогнозный период.

МЕТОД КАПИТАЛИЗАЦИИ – способ определения рыночной стоимости предприятия (бизнеса) путем деления величины годового дохода на соответствующую этому доходу ставку капитализации.

МЕТОД КУМУЛЯТИВНОГО ПОСТРОЕНИЯ – способ расчета ставки капитализации или дисконтирования, при котором к безрисковой процентной ставке прибавляются поправки (премии), учитывающие риск инвестирования в оцениваемое предприятие.

МЕТОД ПРЯМОГО СРАВНИТЕЛЬНОГО АНАЛИЗА ПРОДАЖ – способ оценки стоимости путем сравнения недавних продаж сопоставимых объектов с оцениваемым объектом после внесения корректировок, учитывающих различия между объектами.

МУЛЬТИПЛИКАТОР – коэффициент, отражающий соотношение между ценой компании и ее финансовыми показателями. В оценочной деятельности используются два типа мультипликаторов: интервальные – цена/прибыль, цена/денежный поток, цена/дивиденды, цена/выручка от реализации; моментные – цена/чистые активы и др.

НЕДВИЖИМАЯ СОБСТВЕННОСТЬ – совокупность материальных объектов недвижимости, а также правомочий и преимуществ, вытекающих из права собственности на эту недвижимость.

НЕДВИЖИМОСТЬ – земля и все, что постоянно закреплено на ней (здания, сооружения, леса, многолетние насаждения и т.д.). Основные свойства недвижимости – это неподвижность и материальность.

НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ – объекты, используемые для получения дохода в течение длительного периода (не менее года) либо не имеющие материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не играет существенной роли в процессе их эксплуатации. В составе нематериальных активов различают интеллектуальную собственность, имущественные права, отложенные или отсроченные расходы, гудвил.

НЕУСТРАНИМЫЙ ИЗНОС ИМУЩЕСТВА–износ имущества, затраты на устранение которого больше, чем добавляемая при этом стоимость.

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.

ОБЪЕКТ ОЦЕНКИ – движимое и недвижимое имущество, нематериальные и финансовые активы предприятия или бизнес в целом.

ОПЕРАЦИОННЫЕ РАСХОДЫ – расходы по эксплуатации объекта недвижимости, без учета обслуживания долга и подоходных налогов.

ОСТАТОЧНАЯ СТОИМОСТЬ – первоначальная стоимость активов за минусом начисленного износа.

ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ - документ, предъявляемый экспертом-оценщиком заказчику, в котором обосновывается проведенная оценка стоимости заказанного объекта.

ОЦЕНКА – систематизированный сбор и анализ экспертами данных, необходимых для определения стоимости различных видов имущества (бизнеса) и оценки ее на основе действующих законодательства и стандартов.

ОЦЕНЩИК – специалист, обладающий высокой квалификацией, подготовкой и опытом для оценки различных видов имущества (бизнеса).

ПАССИВ – правая часть бухгалтерского баланса, отражающая источники средств предприятия (уставной капитал, различные фонды, кредиты и займы, кредиторскую задолженность).

ПЕРЕДАЧА ПРАВ СОБСТВЕННОСТИ–надлежащим образом юридически оформленный акт купли-продажи, обмена, дарения, наследования, изъятия.

ПРАВО СОБСТВЕННОСТИ–право собственника владеть, пользоваться и распоряжаться своим имуществом. К правам собственности относятся:

– право совершать в отношении принадлежащего ему имущества любые действия, не противоречащие закону и правовым актам, и не нарушающие права и охраняемые законом интересы других лиц;

– право отчуждать свое имущество в собственность другим лицам;

– право передавать свои права владения, пользования и распоряжения имуществом;

–право отдавать имущество под залог.

ПРЕДМЕТ ОЦЕНКИ – вид стоимости объекта, а также имущественные и прочие права, связанные с его оценкой.

ПРЕДПРИЯТИЕ – имущественный объект и определенная структура организованной хозяйственной деятельности по производству и/или реализации продукции, работ, услуг. Предприятие является имущественным комплексом, имеет права юридического лица, самостоятельный баланс, расчетный и иные счета в банках.

ПРИНЦИП ЗАМЕЩЕНИЯ – согласно этому принципу максимальная стоимость актива определяется самой низкой ценой или затратами на строительство (приобретение) другого актива эквивалентной полезности.

ПРИНЦИП ОЖИДАНИЯ – согласно этому принципу рыночная стоимость определяется как текущая стоимость будущих доходов и других выгод, вытекающих из прав владения данным активом.

ПРИНЦИП ПРЕДЕЛЬНОЙ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ – согласно этому принципу расширение основных факторов производства эффективно до тех пор, пока чистая отдача увеличивается быстрее роста затрат.

ПРИНЦИП СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ – согласно этому принципу рыночная стоимость актива устанавливается в результате взаимодействия спроса и предложения на соответствующем сегменте рынка.

ПРОСТОЙ ПРОЦЕНТ – процент, получаемый только на основную (первоначальную) денежную сумму, но не на начисленные проценты.

ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК – возможность потери банком части своей прибыли вследствие негативного, непредвиденного изменения процентных ставок на денежном рынке.

РИСК – опасность недополучения ожидаемых доходов или появления непредвиденных расходов.

РОЯЛТИ – периодическая выплата лицензионного вознаграждения: в виде отчислений от стоимости произведенной по лицензии продукции; в форме процента от объема продажи, начисленного от суммы прибыли.

РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ – денежная сумма, с которой согласны и продавец, и покупатель, не подверженные никакому давлению и хорошо осведомленные о всех фактах, имеющих отношение к данной сделке. Наиболее вероятная цена продажи.

РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ ИМУЩЕСТВА–расчетная денежная сумма, по которой продавец, имеющий полную информацию о стоимости имущества и не обязанный его продавать, согласен был бы продать его, а покупатель, имеющий полную информацию о стоимости имущества и не обязанный его приобрести, согласен был бы его приобрести.

Рыночная стоимость имущества может быть определена при наличии следующих условий:

– рынок является конкурентным и предоставляет достаточный выбор имущества для взаимодействия большого числа покупателей и продавцов;

– покупатель и продавец свободны, независимы друг от друга, хорошо информированы о предмете сделки и действуют только в целях максимального удовлетворения собственных интересов – увеличить доход или полнее удовлетворить потребности;

– имущество обращается или продается за разумный интервал времени, обеспечивающий его доступность всем потенциальным покупателям;

– оплата сделки производится деньгами или денежным эквивалентом, при этом покупатель и продавец используют типичные финансовые условия, принятые на рынке.

РЫНОЧНАЯ ЦЕНА – денежная сумма, фактически выплаченная в сделке.

СЛОЖНЫЙ ПРОЦЕНТ (БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ) –одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета будущей стоимости известной текущей денежной суммы по технике сложного процента. Процент начисляется как на первоначальную сумму, так и на ранее рассчитанные невыплаченные проценты, которые присоединяются к первоначальной сумме.

СОБСТВЕННОСТЬ – отношения между различными субъектами (физическими или юридическими лицами) по поводу принадлежности средств и результатов производства; проявляются через правомочия владения, распоряжения и пользования.

СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ – уставной, учредительский или акционерный капитал предприятия (компании), включающий внесенный (оплаченный) капитал и нераспределенную прибыль.

СОГЛАСОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТА ОЦЕНКИ–получение итоговой оценки имущества на основании результатов, полученных с помощью различных методов оценки.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД – оценка стоимости предприятия путем сравнения цен на сходные предприятия или цен на акции сопоставимых компаний. При оценке используются финансовый анализ и мультипликаторы. Подход включает три метода: метод компании-аналога (рынок капитала), метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

СТАВКА ДИСКОНТИРОВАНИЯ – процентная ставка, используемая для приведения ожидаемых будущих доходов (расходов) к текущей стоимости.

СТАВКА (КОЭФФИЦИЕНТ) **КАПИТАЛИЗАЦИИ** – процентная ставка, используемая для пересчета доходов в рыночную стоимость объекта.

СТАВКА ПРОЦЕНТА – ставка дохода на основную денежную сумму, используемая для приведения текущих сумм к будущей стоимости.

СТОИМОСТЬ – затраты факторов производства, овеществленные в данном объекте. Оценка стоимости – определение ценности объекта в конкретный момент времени в соответствии с выбранным стандартом стоимости (рыночная, инвестиционная, ликвидационная и др.).

СТОИМОСТЬ ДЕЙСТВУЮЩЕГО ПРЕДПРИЯТИЯ – стоимость всего имущественного комплекса функционирующего предприятия (включая нематериальные активы) как единого целого. Стоимость единого имущественного комплекса, определяемая в соответствии с результатами функционирования сформировавшегося производства.

СТОИМОСТЬ ЗАМЕЩЕНИЯ – затраты в текущих ценах на создание объекта, аналогичного по функциям оцениваемому, но построенного с применением современных материалов, технологий и стандартов.

СТОИМОСТЬ ИМУЩЕСТВА ДЛЯ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ–стоимость имущества, используемая для определения налогооблагаемой базы.

СТОИМОСТЬ ПРАВА АРЕНДЫ ИМУЩЕСТВА –единовременная плата за право пользования и распоряжения имуществом.

СТРАХОВАЯ СТОИМОСТЬ ИМУЩЕСТВА–стоимость полного возмещения ущерба имуществу при наступлении страхового случая.

ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА) –стоимость денежного потока от производственной деятельности и выручки от перепродажи объекта, дисконтированные по заданной ставке.

ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ АННУИТЕТА (ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ ЕДИНИЧНОГО АННУИТЕТА)–одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета текущей стоимости определенного количества будущих равновеликих поступлений или платежей денежных средств, дисконтированных по заданной процентной ставке.

ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ – денежные средства, товарно-материальные запасы и дебиторская задолженность, которые могут быть превращены в деньги в течение года.

ТЕХНИКА ОСТАТКА ДЛЯ ЗЕМЕЛЬНОГО УЧАСТКА – способ оценки стоимости земельного участка, определяющий доход, получаемый от использования земли, как остаток после вычета из чистого операционного дохода его части, приходящегося на здания и сооружения.

ТОЧКА САМООКУПАЕМОСТИ ИЛИ БЕЗУБЫТОЧНОСТИ – объем производства, при котором совокупный доход равен совокупным расходам.

УСТРАНИМЫЙ ИЗНОС ИМУЩЕСТВА–износ имущества, затраты на устранение которого меньше, чем добавляемая при этом стоимость.

ФИЗИЧЕСКИЙ ИЗНОС ИМУЩЕСТВА–износ имущества, связанный со снижением его работоспособности в результате как естественно-

го физического старения, так и влияния внешних неблагоприятных факторов.

ФИРМА – определенное имя или наименование, которое относится к одному или нескольким предприятиям или индивидуальному предпринимателю. Право на фирменное наименование защищается законом.

ФРАНЧАЙЗИНГ – экономическое покровительство, предоставляемое клиентам, открывающим новое дело.

ФРАНШИЗА – право использования известной фирмой марки или фирменной продукции, предоставляемое за плату, а также определенная помощь в управлении и сбыте продукции. Франшиза приобрела большое распространение в сфере ресторанов быстрого обслуживания, авторемонтных мастерских, бензоколонок и др.

ФУНДАМЕНТАЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ – аналитическая оценка стоимости объекта, основанная на предполагаемых внутренних характеристиках инвестиций, не затронутая особенностями, относящимися к любому конкретному инвестору.

ФУНКЦИОНАЛЬНЫЙ ИЗНОС ИМУЩЕСТВА–износ имущества из-за несоответствия современным требованиям, предъявляемым к данному имуществу.

ЦЕНА – денежная форма выражения стоимости объекта в конкретных условиях спроса и предложения на него.

ЧИСТАЯ ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ – стоимость потока доходов от операционной деятельности и от продажи объектов при заданной ставке дисконтирования за минусом первоначальных инвестиционных затрат.

ЧИСТЫЕ АКТИВЫ (НЕТТО-АКТИВЫ) –разница между суммарными активами и суммарными обязательствами.

ЧИСТЫЙ ДОХОД (в бухгалтерском учете и налогообложении) – разница между доходами и расходами (включая налоги).

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ УСТАРЕВАНИЕ – потеря стоимости актива, вызванная внешними экономическими и неэкономическими факторами (политическими, юридическими, национальными и др.).

ЭТИКА ОЦЕНЩИКА ИМУЩЕСТВА–совокупность этических правил и норм поведения оценщика при проведении процедуры оценки имущества.

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ 3
Глава 1. ОБЩИЕ ПОНЯТИЯ, ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА 5
1.1. Бизнес и рынки его активов 5
1.2. Потребность в оценке бизнеса и его частей 14
1.3. Факторы и принципы стоимостной оценки бизнеса 21
1.4. Концепция и основные виды стоимостной оценки бизнеса 28
1.5. Нормативно-правовое и технологическое обеспечение оценочной деятельности 35
1.6. Основные этапы оценки бизнеса (предприятия) 45
Глава 2. СИСТЕМА ИНФОРМАЦИИ ДЛЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА 53
2.1. Внешняя информация 54
2.2. Внутренняя информация 60
2.3. Подготовка финансовой документации в процессе оценки 63
2.4. Трансформация бухгалтерской отчетности 73
2.5. Вычисление относительных показателей в процессе оценки 76
Глава 3. ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ, ПРИМЕНЯЕМЫЕ ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ) 91
3.1. Доходный подход к оценке бизнеса (предприятия) 92
3.1.1. Метод дисконтированных денежных потоков 92
3.1.1.1. Расчет денежных потоков 97
3.1.1.2. Определение ставки дисконта 99
3.1.1.3. Расчет стоимости бизнеса (предприятия) 102
3.1.2. Метод капитализации прибыли 104
3.1.2.1. Выбор величины капитализируемой прибыли 105
3.1.2.2. Расчет ставки капитализации и величины стоимости предприятия 105
3.2. Сравнительный подход к оценке бизнеса (предприятия) 107

3.2.1. Принципы отбора предприятий-аналогов 110
3.2.2. Характеристика ценовых мультипликаторов 114
3.2.3. Формирование величины стоимости бизнеса (предприятия) 119
3.3. Затратный подход к оценке бизнеса (предприятия) 121
3.3.1. Метод стоимости чистых активов 121
3.3.2. Метод ликвидационной стоимости 122
Глава 4. ОСОБЕННОСТИ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ ОТДЕЛЬНЫХ АКТИВОВ ПРЕДПРИЯТИЯ 126
4.1. Оценка стоимости недвижимости и земельных участков 126
4.2. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования 136
4.3. Оценка стоимости нематериальных активов 145
4.3.1. Оценка стоимости изобретения 157
4.3.2. Оценка стоимости товарного знака 159
4.4. Оценка финансовых активов 163
4.4.1. Оценка стоимости облигаций 163
4.4.2. Оценка стоимости акций 164
4.4.3. Оценка оборотных активов 169
4.5. Оценка кадрового потенциала как составляющей стоимости предприятия 171
Глава 5. ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ ДЛЯ РАЗЛИЧНОГО ЦЕЛЕВОГО НАЗНАЧЕНИЯ 177
5.1. Оценка стоимости предприятия как действующего 177
5.2. Реструктуризация предприятия на основе оценки рыночной стоимости 180
5.3. Оценка инвестиционных проектов 191
5.4. Особенности стоимостной оценки предприятия в связи с налогообложением 201
5.5. Особенности оценки банковского бизнеса 206
ЗАКЛЮЧЕНИЕ 218
ЛИТЕРАТУРА 228
ПРИЛОЖЕНИЯ 231
ГЛОССАРИЙ 267

Ходиев Баходир Юнусович,
Беркинов Бозорвой Беркинович,
Кравченко Александр Николаевич

ОЦЕНКА
СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Редактор Э.С. Хуснутдинова
Тех.редактор М. Алимов
Компьютерная верстка А.А. Рузиев

Подписано в печать 16.07.07. Формат 60x84 1/16. Оперативная печать. Усл.-печ.л. 16,1. Уч.-изд.л. 17,5. Тираж 500 экз. Заказ №186.
Цена договорная.

Издательство «IQTISOD–MOLIYA». 700084. Ташкент,
ул. Х.Асомова, 7. Счёт-договор 49-2007.

Отпечатано в типографии ООО "Тошкент тезкор босмахонаси"
100200, г. Ташкент, ул. Радиальная, 10.

ДЛЯ ЗАМЕТОК