

Министерство образования и науки Российской Федерации

ТОМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
СИСТЕМ УПРАВЛЕНИЯ И РАДИОЭЛЕКТРОНИКИ (ТУСУР)

В. Н. Жигалова

---

---

# ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

---

---

Учебное пособие  
Издание второе, дополненное

*Рекомендовано Сибирским региональным учебно-методическим центром  
высшего профессионального образования для межвузовского  
использования в качестве учебного пособия для студентов,  
обучающихся по направлениям подготовки бакалавров  
080100.62 «Экономика», 080200.62 «Менеджмент»*

Томск  
«Эль Контент»  
2015

УДК 657.922(075.8)

ББК 65.290-86я73

Ж 681

Рецензенты:

**Буймов А. Г.**, докт. техн. наук, зав. кафедрой экономики, декан экономического факультета ТУСУРа;

**Пшеничкина Н. Ю.**, зам. директора консалтинговой компании ООО «Профи-Т».

**Жигалова В. Н.**

Ж 681 Оценка стоимости бизнеса : учебное пособие / В. Н. Жигалова. — 2-е изд., доп. — Томск : Эль Контент, 2015. — 216 с.

ISBN 978-5-4332-0242-9

Учебное пособие предназначено для студентов, обучающихся по направлениям «Экономика» и «Менеджмент» с различными профилями подготовки. Пособие освещает вопросы становления и развития оценочной деятельности в России, формирования ее нормативно-правовой базы и методологии. Раскрыты основные методы, принципы и этапы процесса оценки имущества, а также оценки рыночной стоимости машин, оборудования и нематериальных активов. Приведены способы оценки стоимости предприятия при реструктуризации.

УДК 657.922(075.8)

ББК 65.290-86я73

ISBN 978-5-4332-0242-9

© Жигалова В. Н., 2015

© Оформление.

ООО «Эль Контент», 2015

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Введение</b>	<b>6</b>
<b>1 Основные понятия и методологические основы оценки стоимости бизнеса</b>	<b>8</b>
1.1 Организационно-управленческие и правовые аспекты оценочной деятельности . . . . .	8
1.2 Понятие и основные цели оценки стоимости предприятия . . . . .	14
1.3 Виды стоимости предприятия . . . . .	17
1.4 Факторы, влияющие на оценку стоимости предприятия . . . . .	19
1.5 Основные принципы оценки стоимости предприятия . . . . .	21
1.6 Этапы процесса оценки и содержание отчета по оценке стоимости бизнеса . . . . .	23
<b>2 Основные подходы к оценке бизнеса</b>	<b>26</b>
2.1 Доходный подход к оценке стоимости предприятия . . . . .	26
2.1.1 Методология доходного подхода к оценке бизнеса . . . . .	26
2.1.2 Учет рисков бизнеса . . . . .	31
2.1.3 Метод дисконтированного денежного потока . . . . .	39
2.1.4 Метод капитализации дохода . . . . .	42
2.2 Рыночный подход к оценке стоимости предприятия . . . . .	45
2.2.1 Методология рыночного подхода к оценке бизнеса . . . . .	45
2.2.2 Метод рынка капитала . . . . .	46
2.2.3 Метод сделок . . . . .	50
2.2.4 Метод отраслевой специфики . . . . .	51
2.3 Имущественный (затратный) подход к оценке стоимости предприятия . . . . .	51
<b>3 Оценка рыночной стоимости недвижимого имущества предприятия</b>	<b>59</b>
3.1 Коммерческие объекты недвижимости . . . . .	59
3.2 Земельный участок как основа недвижимости . . . . .	72
3.3 Применение доходного подхода к оценке стоимости объектов недвижимости . . . . .	78
3.4 Применение сравнительного подхода к оценке стоимости объектов недвижимости . . . . .	84
3.5 Применение затратного подхода к оценке стоимости объектов недвижимости . . . . .	89

<b>4</b>	<b>Оценка рыночной стоимости машин, оборудования и транспортных средств</b>	<b>98</b>
4.1	Информационно-аналитическая база оценки стоимости машин, оборудования и транспортных средств . . .	98
4.1.1	Технико-экономическое содержание основных производственных фондов . . . . .	98
4.1.2	Классификация, идентификация и локализация основных производственных фондов . . . . .	101
4.2	Применение затратного подхода для оценки стоимости машин и оборудования . . . . .	109
4.3	Применение сравнительного подхода для оценки стоимости машин и оборудования . . . . .	116
4.4	Применение доходного подхода для оценки стоимости машин и оборудования . . . . .	118
4.5	Методы оценки стоимости транспортных средств . . . . .	118
<b>5</b>	<b>Оценка рыночной стоимости нематериальных активов</b>	<b>132</b>
5.1	Рыночная стоимость нематериальных активов . . . . .	132
5.2	Применение доходного подхода к оценке рыночной стоимости нематериальных активов . . . . .	139
5.3	Применение затратного подхода к оценке рыночной стоимости нематериальных активов . . . . .	146
5.4	Применение сравнительного подхода и оценка стоимости товарного знака . . . . .	148
5.5	Оценка рыночной стоимости финансовых вложений . . . . .	150
<b>6</b>	<b>Оценка стоимости пакетов акций и ликвидационной стоимости предприятия</b>	<b>155</b>
6.1	Оценка стоимости контрольных и неконтрольных пакетов акций . . .	155
6.2	Определение ликвидационной стоимости предприятия при коротком сроке его ликвидации . . . . .	159
6.3	Оценка ликвидируемого предприятия при длительном сроке его ликвидации . . . . .	160
<b>7</b>	<b>Управление стоимостью бизнеса</b>	<b>165</b>
7.1	Методы оценки и управления стоимостью бизнеса, основанные на концепции экономической прибыли . . . . .	165
7.1.1	Концепция управления стоимостью. Факторы и показатели стоимости . . . . .	166
7.1.2	Сущность и применение показателя экономической добавленной стоимости . . . . .	168
7.1.3	Сущность и применение показателя акционерной добавленной стоимости . . . . .	170
7.2	Опционный метод оценки бизнеса . . . . .	173
7.2.1	Основные типы реальных опционов . . . . .	174
7.2.2	Различия метода реальных опционов и метода дисконтированных денежных потоков . . . . .	175

---

7.2.3	Алгоритм расчета различных показателей при использовании опционного метода оценки бизнеса . . . . .	176
7.3	Реструктуризация предприятия на основе оценки рыночной стоимости . . . . .	178
7.3.1	Стратегии управления стоимостью предприятия . . . . .	178
7.3.2	Корпоративное регулирование . . . . .	181
7.3.3	Оценка стоимости предприятия при реструктуризации . . . . .	186
<b>Заключение</b>		<b>189</b>
<b>Литература</b>		<b>190</b>
<b>Глоссарий</b>		<b>192</b>

---

# ВВЕДЕНИЕ

---

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

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

Возрастает потребность в оценке бизнеса при инвестировании, кредитовании, страховании, исчислении налогооблагаемой базы. Оценка бизнеса необходима для выбора обоснованного направления реструктуризации предприятия. В процессе оценки бизнеса выявляются возможные подходы к управлению предприятием и определяется, какой из них обеспечит предприятию максимальную эффективность, а следовательно, и более высокую рыночную цену, что и выступает основной целью собственников и задачей менеджеров фирм в рыночной экономике.

Переход к рыночной экономике в России привел к появлению новой профессии, утвержденной Министерством труда РФ — эксперт-оценщик. В связи с растущими потребностями в новом виде услуг разрабатываются законодательные и методические основы оценочной деятельности, Правительством РФ утверждены стандарты оценки. Оценочные дисциплины вводятся в учебные планы ведущих экономических учебных заведений.

Цель учебного пособия — формирование теоретических, методических и практических подходов к оценке бизнеса как самостоятельной дисциплины. В нем, с одной стороны, излагаются последние достижения теории и практики оценки, полученные в странах с развитой рыночной экономикой. С другой стороны, учтены особенности современного состояния российской экономики.

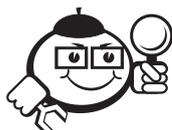
Учебное пособие «Оценка стоимости бизнеса» предназначено для студентов, обучающихся по направлениям «Экономика» и «Менеджмент» с различными профилями подготовки.

## Соглашения, принятые в книге

Для улучшения восприятия материала в данной книге используются пиктограммы и специальное выделение важной информации.



.....  
*Эта пиктограмма означает определение или новое понятие.*  
.....



..... **Пример** .....

Эта пиктограмма означает пример. В данном блоке автор может привести практический пример для пояснения и разбора основных моментов, отраженных в теоретическом материале.



.....  
**Контрольные вопросы по главе**  
.....

---

## Глава 1

# ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

---

### 1.1 Организационно-управленческие и правовые аспекты оценочной деятельности

#### Органы управления и оценки

Во всех странах с рыночной экономикой существуют и активно функционируют общественные организации оценщиков. Например, в США сейчас действуют 32 такие организации. Наиболее известные из них это Фонд оценки и Институт оценки США, в которых насчитывается примерно 40000 специалистов. Большой известностью за рубежом пользуются Американское общество оценщиков и Национальная ассоциация магистров оценки. Во Франции — это Ассоциация лицензированных экспертов по оценке для страхования, в Германии — Ассоциация общественных экспертов и т. д.

Со становлением профессии оценщиков в России также образовались различные общественные организации оценщиков. Это, в первую очередь, Российское общество оценщиков (создано в 1993 г.), Санкт-Петербургское общество оценщиков, Межрегиональное общество экспертов-оценщиков, Московское общество оценщиков, Московское областное общество оценщиков и др. В 1996 г. появилась Национальная коллегия оценщиков, в которую входят юридические лица и предприятия.

Главные задачи обществ оценщиков состоят в контроле над деятельностью своих членов и лоббировании своих интересов в законодательных и исполнительных органах государства.

Для контроля над деятельностью оценщиков в большинстве стран с рыночной экономикой предусмотрена система сертификации и лицензирования как со стороны государства, так и со стороны обществ оценщиков.

## Правовые основы проведения анализа и оценки стоимости бизнеса

Рыночная оценка имущества осуществляется в соответствии с Федеральным законом Российской Федерации «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ. Законодательство, регулирующее оценочную деятельность в РФ, состоит из названного закона, иных федеральных законов и нормативных правовых актов РФ и ее субъектов, а также из международных договоров РФ. Субъекты РФ регулируют оценочную деятельность в соответствии с федеральным законом.

В законе «Об оценочной деятельности в РФ» дано определение оценочной деятельности. Под ней понимаются действия субъектов оценочной деятельности, направленные на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости. Рыночная стоимость определяется как наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Основанием для проведения оценки является договор между оценщиком и заказчиком. Если в договоре об оценке объекта не определен конкретный вид стоимости, установлению подлежит именно рыночная стоимость данного объекта. Договор заключается в письменной форме и не требует нотариального удостоверения. Законом установлен ряд требований к оценщику, среди которых:

- наличие у оценщика лицензии на осуществление оценочной деятельности (см. Постановление Правительства РФ от 11 апреля 2001 г. №285 «О лицензировании оценочной деятельности»);
- членство оценщика в одной из саморегулируемых организаций оценщиков;
- своевременное составление в письменной форме и передача заказчику отчета об оценке объекта;
- неразглашение конфиденциальной информации, полученной от заказчика;
- независимость оценщика, т. е. отсутствие у оценщика в отношении объекта оценки вещных прав или обязательств вне договора. Также оценщик не должен являться учредителем, собственником, акционером или должностным лицом юридического лица либо заказчиком или физическим лицом, имеющим имущественный интерес в объекте оценки;
- наличие договора о страховании гражданской ответственности оценщика и др.

Данным законом для РФ, субъектов РФ, муниципальных образований, физических и юридических лиц установлено безусловное право на проведение оценки любых принадлежащих им объектов независимо от установленного порядка статистического учета, бухгалтерского учета и отчетности. Проведение оценки объектов является обязательным в случае вовлечения в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично РФ, субъектам РФ либо муниципальным образованиям.

Не обязательно, но возможно проведение оценки и в других целях, например с целью отражения в отчетности; купли-продажи, мены, иного отчуждения; прове-

дения конкурсов, аукционов, торгов; аренды, доверительного управления, лизинга; залога; раздела, наследования, дарения; страхования; исчисления налогов, пошлин, сборов; выкупа, конфискации, изъятия; ликвидации; разрешения имущественных споров; передачи прав собственности; переуступки долговых обязательств; внесения имущества в уставный капитал; определения доли имущественных прав; передачи в доверительное управление; инвестиционного проектирования; коммерческой концессии; возмещения ущерба; хранения; составления брачного контракта и др.

Закон №144-ФЗ от 8 июля 1999 г. «О реструктуризации кредитных организаций», регулирующий порядок и условия осуществления мероприятий по реструктуризации кредитных организаций с целью преодоления их финансовой неустойчивости и восстановления платежеспособности либо для осуществления процедуры ликвидации, устанавливает процедуру привлечения независимого оценщика (ст. 18) для оценки стоимости активов кредитной организации, выставляемых на продажу специализированным Агентством по реструктуризации.

Закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 8 января 1998 г. №6-ФЗ регулирует порядок и условия осуществления мер по предупреждению несостоятельности (банкротства), проведению внешнего управления и конкурсного производства и иные отношения, возникающие при неспособности должника удовлетворить в полном объеме требования кредиторов. В соответствии со ст. 102 данного Закона, в ходе конкурсного производства конкурсный управляющий осуществляет инвентаризацию и оценку имущества должника. Для осуществления указанной деятельности конкурсный управляющий вправе привлекать оценщиков и иных специалистов с оплатой их услуг за счет имущества должника, если иное не установлено собранием кредиторов или комитетом кредиторов.

В случае если имуществом должника, подлежащим продаже в ходе конкурсного производства, является недвижимость, указанное имущество оценивается до продажи с привлечением независимого оценщика (ч. 2, ст. 102).

Закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 8 февраля 1998 г. №14-ФЗ определяет порядок привлечения независимого оценщика для оценки вклада в уставный капитал общества в случае, если его номинальная стоимость (увеличение номинальной стоимости), оплачиваемая неденежным вкладом, составляет более двухсот МРОТ (ч. 2, ст. 15). Номинальная стоимость (увеличение номинальной стоимости) доли участника общества в уставном капитале, оплачиваемой таким неденежным вкладом, не может превышать сумму оценки указанного вклада, определенную независимым оценщиком. В случае внесения в уставный капитал общества неденежных вкладов участники общества и независимый оценщик в течение трех лет с момента государственной регистрации общества или соответствующих изменений в уставе общества солидарно несут при недостаточности имущества общества субсидиарную ответственность по его обязательствам в размере превышения стоимости неденежных вкладов.

Аналогичная норма содержится в законе «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ, определяющем порядок создания и правовое положение акционерных обществ. В соответствии со ст. 34 Закона акции общества при его учреждении должны быть полностью оплачены в течение срока, определенного уставом общества. Денежная оценка имущества, вносимого в оплату

акций при учреждении общества, производится по соглашению между учредителями. Если номинальная стоимость приобретаемых таким способом акций и иных ценных бумаг общества составляет более двухсот МРОТ, то необходима денежная оценка независимым оценщиком (аудитором) имущества, вносимого в оплату акций и иных ценных бумаг общества.

Для определения рыночной стоимости имущества акционерного общества может быть привлечен независимый оценщик (аудитор) (ч. 3, ст. 77 Закона). Привлечение независимого оценщика (аудитора) для определения рыночной стоимости имущества является обязательным в случае выкупа обществом у акционеров принадлежащих им акций.

Закон РФ «О негосударственных пенсионных фондах» от 7 мая 1998 г. №75-ФЗ регулирует отношения, возникающие при создании, осуществлении деятельности и ликвидации негосударственных пенсионных фондов, а также устанавливает основные принципы государственного контроля над их деятельностью. В соответствии с п. 6 ст. 25 данного Закона, при размещении пенсионных резервов в недвижимое имущество фонд обязан представлять государственному уполномоченному органу данные об оценке объекта недвижимого имущества, проведенной независимым оценщиком, имеющим разрешение (лицензию) на осуществление данного вида деятельности в соответствии с требованиями, установленными законодательством Российской Федерации.

Закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16 июля 1998 г. №102-ФЗ регулирует отношения, возникающие из договора залога недвижимости. Ст. Закона определяет содержание договора об ипотеке, т. е. его существенные условия. В договоре об ипотеке должны быть указаны предмет ипотеки, его оценка, существо, размер и срок исполнения обязательства, обеспечиваемого ипотекой (ч. 1, ст. 9). Оценка предмета ипотеки определяется в соответствии с законодательством РФ по соглашению залогодателя с залогодержателем и указывается в договоре об ипотеке в денежном выражении. При ипотеке государственного и муниципального имущества его оценка осуществляется в соответствии с требованиями, установленными федеральным законом, или в определенном им порядке. Стороны договора об ипотеке могут поручить оценку предмета ипотеки независимой профессиональной организации (ч. 3, ст. 9).

Отметим, что в ст. 8 Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» предусмотрена обязательность проведения оценки объектов оценки, принадлежащих Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям, при их использовании в качестве предмета залога, а также при ипотечном кредитовании физических лиц и юридических лиц в случаях возникновения споров о величине стоимости предмета ипотеки.

Субъекты РФ также в своих нормативных правовых актах обращаются к деятельности оценщиков.

Кроме законодательства, регулирующего оценочную деятельность, особое внимание у оценщиков вызывает законодательство, регулирующее право собственности и другие вещные права, отдельные виды обязательств и имущественные отношения относительно объектов оценки.

Основой такого законодательства служит Гражданский кодекс Российской Федерации, другие законодательные и нормативные акты, в том числе по приватизации, банкротству, аренде, залогу, ипотеке, доверительному управлению и пр.

Правовое регулирование недвижимости связано с правом собственности, которое понимается согласно воспринятому в зарубежном законодательстве основополагающему положению римского частного права как «наиболее полное господство над вещью». Однако эта первоначальная установка на безраздельное господство над вещью, в том числе и над недвижимым имуществом, претерпела изменения в конце XIX–начале XX в.

Речь идет о появлении различных ограничений прав собственности на объекты недвижимости, преимущественно в отношении права собственности на землю. Согласно исходной формулировке этого права, собственник земельного участка рассматривался также в качестве и собственника недр, и воздушного пространства (применительно к территории земельного участка). Однако именно по этой линии, в конце концов, сложились определенные ограничения, вызванные интересами владельцев соседних земельных участков или публичными интересами.

Интересы владельцев соседних участков, равно как и часть публичных интересов, защищаются сервитутами (обременениями). Эти ограничения систематизированы в ст. 274 ГК РФ «Право ограниченного пользования чужим земельным участком (сервитут)». В ней говорится, что «собственник недвижимого имущества... вправе требовать от собственника соседнего земельного участка... предоставления права ограниченного пользования соседним участком (сервитута). Сервитут может устанавливаться для обеспечения прохода и проезда через соседний земельный участок, прокладки и эксплуатации линий электропередачи, связи и трубопроводов, обеспечения водоснабжения и мелиорации, а также других нужд...».

Сервитут — важный элемент оценки недвижимости. Эта оценка может быть связана с платой за пользование земельным участком, которую, согласно п. 5 ст. 274 ГК РФ, «собственник участка, обремененного сервитутом, вправе... требовать от лиц, в интересах которых установлен сервитут».

Крайний случай ограничений — это отчуждение недвижимого имущества в связи с изъятием участка, на котором оно находится. Это положение рассматривается в ст. 239 ГК РФ следующим образом: «В случаях, когда изъятие земельного участка для государственных или муниципальных нужд либо ввиду ненадлежащего использования земли невозможно без прекращения собственности на здания, сооружения или другое недвижимое имущество, находящееся на данном участке, это имущество может быть изъято путем выкупа государством или продажи с публичных торгов...». Положение о выкупе является ключевым при установлении «оснований прекращения права собственности». Согласно ст. 235 ГК РФ «обращение в государственную собственность имущества, находящегося в собственности граждан и юридических лиц (национализация), производится с возмещением стоимости этого имущества и других убытков...».

Оценка стоимости этого имущества и убытков возможна лишь в результате расчетов независимых профессионалов-оценщиков. В первом случае (отчуждение государством) такая оценка нужна для определения выкупной цены. Согласно ст. 281 ГК РФ «при определении выкупной цены в нее включаются рыночная стоимость земельного участка и находящегося на нем недвижимого имущества, а также все убытки, причиненные собственнику изъятием земельного участка..., в том числе упущенная выгода». Во втором случае (продажа с публичных торгов) денежная оценка стоимости объекта недвижимости необходима для установления первоначальной цены продажи с публичных торгов.

Продажа предприятий в целом предполагает передачу покупателю не только зданий и оборудования, но и прав и обязанностей продавца. Заключение договора продажи предприятия требует от продавца совершения особых действий, не характерных для иных договоров купли-продажи. Необходимым условием для заключения договора является, в частности, составление и рассмотрение сторонами акта инвентаризации и бухгалтерского баланса, получение заключения независимого аудитора, определение перечня всех обязательств, включаемых в состав предприятия.

Продажа предприятия во всех случаях сопровождается, с одной стороны, уступкой прав требований продавца покупателю, а с другой — переводом на него долгов, что, в свою очередь, требует согласия кредиторов. Поэтому предусмотрены положения, определяющие особый порядок уведомления кредиторов и получения их согласия на продажу предприятия, а также последствия нарушения этого порядка. В частности, после передачи предприятия покупателю продавец и покупатель несут солидарную ответственность по включенным в состав переданного предприятия долгам, которые были переведены на покупателя без согласия кредитора (п. 4 ст. 562 ГК РФ).

## **Стандарты оценки**

Оценочная деятельность в Российской Федерации за последние годы достигла вполне конкретных и значимых результатов. Анализ текущего состояния и перспектив отечественной практики показывает, что ближайшие годы должны характеризоваться углублением качественной стороны оценочной деятельности. В частности, первоочередной задачей является стандартизация всех аспектов оценочной деятельности с учетом обеспечения ее соответствия международным требованиям и потребностям отечественного рынка, идущего по пути интеграции в мировую экономику. Зарубежный опыт свидетельствует о сложности и трудоемкости процедуры разработки и согласования стандартов оценки, так как они затрагивают множество смежных областей деятельности — бухгалтерский учет, аудит, ипотечное кредитование, страхование, налогообложение и т. д.

Российское общество оценщиков с 1994 г. является ассоциированным членом Европейской группы ассоциаций оценщиков (TEGOVA) и может использовать европейские стандарты оценки для разработки собственных стандартов и общероссийских стандартов (ГОСТ Р).

На сегодняшний день российские оценщики используют в качестве основных стандарты оценки, утвержденные Постановлением Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки».

## **Информационная база оценки**

Информационное обеспечение — основа процесса оценки бизнеса. Без предварительного анализа объемов необходимой информации, источников ее получения и затрат (финансовых, трудовых) невозможно правильно составить график проведения оценки, определить методику проведения работ и сформировать бюджет проекта.

Необходимая для процесса оценки бизнеса информация может быть классифицирована следующим образом:

- *по источникам*: полученная на рынке; полученная в оцениваемой компании;
- *по типу*: юридическая, финансовая, техническая, коммерческая;
- *по масштабам*: общеэкономическая, отраслевая, об отдельном предприятии и его подразделениях.

Основными источниками информации по факторам макроэкономического риска являются:

- программы правительства;
- аналитические обзоры информационных агентств (ВЕДИ, МИГ, Альфа Капитал, Финмаркет и др.);
- данные Государственного комитета по статистике;
- информационные отраслевые бюллетени, например Российский нефтяной бюллетень и т. п.

Источниками информации по рынкам сбыта, спросу, условиям конкуренции служат:

- данные отдела маркетинга оцениваемого предприятия;
- данные Росстата;
- отраслевые информационные издания;
- фирмы-дилеры;
- таможенное управление;
- бизнес-план и т. п.

При использовании затратного метода оценки можно использовать справочник фирмы «КО Инвест», содержащий информацию для определения полных затрат.

Необходимо учесть, что все данные из бюллетеней, газет, журналов обычно являются неполными и требуют перепроверки и поправки на «цену предложения».

Особое внимание эксперт-оценщик должен уделять информации о загрязнении окружающей среды, производимом оцениваемым предприятием. Известны случаи, когда эксперт оценивает предприятие высоко, тогда как администрация города уже приняла решение о его ликвидации из-за негативного влияния на окружающую среду.

## 1.2 Понятие и основные цели оценки стоимости предприятия



.....  
***Бизнес** — это предпринимательская деятельность, направленная на производство и реализацию товаров, услуг, ценных бумаг, денег или других видов разрешенной законом деятельности с целью получения прибыли. Для достижения такой цели должно быть создано предприятие.*  
 .....



.....

**Предприятие** — производственно-экономический и имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. При осуществлении оценочной деятельности предприятие рассматривается как единое целое (товар), в состав которого входят все виды имущества, функционирующие в его организационно-правовых рамках при осуществлении предпринимательской деятельности, и права на это имущество. Предприятие рассматривается как юридическое лицо, самостоятельный хозяйствующий субъект, производящий продукцию (товары), оказывающий услуги и занимающийся различными видами коммерческой деятельности.

.....

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.

В подобном наиболее широком смысле предмет оценки бизнеса понимается двояко.

Первое его понимание сводится к традиционному сейчас в нашей стране пониманию оценки бизнеса как оценки фирмы в качестве юридического лица. При таком подходе характерно отождествление оценки бизнеса фирм с оценкой имущества этих фирм.

Второе — и наиболее распространенное в мире — понимание оценки бизнеса заключается в том, чтобы выяснить, сколько стоят не фирмы, зарабатывающие те или иные доходы, а права собственности, технологии, конкурентные преимущества и активы, материальные и нематериальные, которые дают возможность зарабатывать данные доходы. Причем эти права, технологии и активы могут принадлежать не юридическим, а физическим лицам. Это не лишает такие права привлекательности в качестве объектов купли-продажи на рынке. Следовательно, актуальной остается проблема их оценки.



.....

**Бизнес** — это конкретная деятельность, организованная в рамках определенной структуры.

.....

Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать, завещать. Таким образом, бизнес становится объектом сделки, обладающим всеми признаками товара. Но это товар, имеющий ряд особенностей:

- это товар инвестиционный, т. е. товар, вложения в который осуществляются с целью отдачи в будущем. Затраты и доходы разъединены во времени.

Причем размер ожидаемой прибыли не известен, имеет вероятностный характер, поэтому инвестору приходится учитывать риск возможной неудачи. Если будущие доходы с учетом времени их получения оказываются меньше издержек на приобретение инвестиционного товара, он теряет свою инвестиционную привлекательность. Таким образом, текущая стоимость будущих доходов, которые может получить собственник, представляет собой верхний предел рыночной цены со стороны покупателя;

- бизнес является системой, но продаваться может как вся система в целом, так и отдельные ее подсистемы и даже элементы. В этом случае элементы бизнеса становятся основой формирования иной, качественно новой системы, т. е. товаром становится уже не бизнес, а отдельные его составляющие;
- потребность в этом товаре зависит от процессов, которые происходят как внутри самого товара, так и во внешней среде. Причем, с одной стороны, нестабильность в обществе приводит бизнес к неустойчивости, с другой стороны, его неустойчивость ведет к дальнейшему нарастанию нестабильности и в самом обществе. Из этого вытекает еще одна особенность бизнеса как товара — потребность в регулировании купли-продажи;
- учитывая особое значение устойчивости бизнеса для стабильности в обществе, необходимо участие государства не только в регулировании механизма купли-продажи бизнеса, но и в формировании рыночных цен на бизнес, в его оценке.

Оценку бизнеса проводят в целях:

- повышения эффективности текущего управления предприятием;
- определения стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятий на фондовом рынке;
- определения стоимости предприятия в случае его купли-продажи целиком или по частям;
- реструктуризации предприятия (ликвидация, слияния, поглощения либо выделения самостоятельных предприятий из состава холдинга);
- разработки стратегического плана развития предприятия;
- определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании;
- страхования, в процессе которого возникает необходимость определения стоимости активов в преддверии потерь;
- налогообложения;
- принятия обоснованных управленческих решений. Инфляция искажает финансовую отчетность предприятия, поэтому необходима периодическая переоценка имущества предприятия;
- осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса.

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

необходимый объект, например недвижимость, машины и оборудование, нематериальные активы.

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

## 1.3 Виды стоимости предприятия

Понятие стоимости предприятия имеет множество интерпретаций. В практике оценки используются следующие виды стоимости.



.....  
**Рыночная стоимость** — наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, если стороны действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, и при условии, что на величине сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, т. е. когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

.....  
Этот вид стоимости применяется при решении всех вопросов, связанных с федеральными и местными налогами. Именно рыночную стоимость определяют при оценке для целей купли-продажи предприятия или части его активов.

Рыночная стоимость является объективной, независимой от желания отдельных участников рынка недвижимости и отражает реальные экономические условия, складывающиеся на этом рынке.



.....  
**Инвестиционная стоимость** предполагает оценку стоимости предприятия для конкретного инвестора или группы инвесторов. Инвестиционная стоимость определяется на основе индивидуальных требований к инвестициям.  
 .....

Типичный инвестор, вкладывая в бизнес, стремится получить наряду с возвратом вложенного капитала еще и прибыль на вложенный капитал. Поэтому расчет инвестиционной стоимости производится исходя из ожидаемых данным инвестором доходов и конкретной ставки их капитализации.



.....  
**Стоимость воспроизводства** — это затраты на воспроизводство точной копии предприятия или другого актива, даже если есть более экономичные аналоги.  
 .....

Точная копия означает, что объект воспроизводится с использованием таких же архитектурных решений, строительных конструкций и материалов, а также с тем же качеством строительно-монтажных работ, что и у объекта оценки. В данном случае воспроизводится тот же моральный износ объекта и те же недостатки в архитектурных решениях, которые имелись у оцениваемого объекта. Не учитывается при этом только физический износ.



.....  
**Стоимость замещения** — это затраты на создание предприятия, имеющего с оцениваемым эквивалентную полезность, но построенного в новом архитектурном стиле, с использованием современных и прогрессивных материалов, конструкций, оборудования.  
 .....

Этот вид стоимости широко используется в сфере страхования.



.....  
**Ликвидационная стоимость, или стоимость при вынужденной продаже,** — это денежная сумма, которая реально может быть получена от продажи собственности в сроки, слишком короткие для проведения адекватного маркетинга в соответствии с определением рыночной стоимости.  
 .....



.....  
**Залоговая стоимость** — оценка предприятия по рыночной стоимости для целей ипотечного кредитования.  
 .....



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

В основе оценки бизнеса лежит предположение, что его сегодняшняя стоимость равна стоимости будущих выгод (доходов), которые собственник может получить в результате владения данной собственностью (бизнесом). Действительно, разумный покупатель согласится инвестировать в компанию только в том случае, если текущая стоимость ожидаемых доходов от собственности будет по меньшей мере равна цене приобретения. Точно так же рационально мыслящий продавец в нормальных условиях не будет продавать свою собственность, если текущая стоимость тех же ожидаемых доходов больше, чем продажная цена. Таким образом, продажа в принципе может произойти только по цене, равной приведенной стоимости доходов, которые обеспечивают владение этой собственностью.

Стоимость не всегда обозначается одним числом. В большинстве случаев в результате оценочной деятельности оценщик определяет разумный диапазон для стоимости.

Оценочный процесс полон различных предположений. Никто не может со всей определенностью предсказать размер доходов, которые получают собственники компании. Информированные инвесторы могут иметь различные представления о размерах этих доходов. Точно так же инвесторы могут претендовать на разные нормы окупаемости вложений в зависимости от собственной оценки рисков, связанных с обладанием данной компанией. Соответственно стоимость компании для конкретного участника сделки зависит от того, как он оценивает выгоды и риски, связанные с данной компанией.

## 1.4 Факторы, влияющие на оценку стоимости предприятия

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, и при их недостатке для того, чтобы предприятие вышло на возможный с точки зрения потребностей рынка сбыт, нужны дополнительные инвестиции в расширение 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 приобретается 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.



## Пример

Например, 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 от квалификации управленческого персонала, и это учитывается экспертом-оценщиком при выборе оценочного мультипликатора либо 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.



## Пример

Например, 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 своей неэффективности. При определении рыночной цены предприятия учитывается только та часть его капитала, которая может приносить доходы в той или иной форме в будущем. Поэтому анализ рыночной конъюнктуры при оценке бизнеса имеет существенное значение.

## 1.5 Основные принципы оценки стоимости предприятия

В результате обобщения опыта экспертов-оценщиков сформулированы три группы принципов, связанных:

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

### Принципы, связанные с представлением владельца об имуществе

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

*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, ведет к росту предложения и снижению массы прибыли.

*Изменение.* 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 эксперты-оценщики должны проводить оценку стоимости предприятия на конкретную дату.

## Принципы, связанные с эксплуатацией имущества

*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 общая отдача 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 (может относиться к любому фактору производства) 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* — 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 и возможных альтернативных вариантов, которое приводит к наивысшей стоимости земельного участка, на котором находится предприятие. Данный принцип — синтез всех трех групп рассмотренных выше принципов.

Перечисленные принципы в обобщенном виде универсальны и применимы ко всем видам имущества. Их содержание может меняться в зависимости от специфики объекта.

## 1.6 Этапы процесса оценки и содержание отчета по оценке стоимости бизнеса

Оценка стоимости предприятия — сложный и трудоемкий процесс, состоящий из следующих стадий.

- 1) Определение проблемы (идентификация предприятия, выявление предмета оценки, определение даты оценки, формулировка целей и функций оценки,

определение вида стоимости, ознакомление заказчика с ограничительными условиями).

- 2) Предварительный осмотр предприятия и заключение договора на оценку (предварительный осмотр предприятия и знакомство с его администрацией, определение исходной информации и ее источников, определение состава группы экспертов-оценщиков, составление задания на оценку и календарного плана, подготовка и подписание договора на оценку).
- 3) Сбор и анализ информации (сбор и систематизация общих данных, сбор и систематизация специальных данных, анализ наилучшего и наиболее эффективного использования).
- 4) Анализ конъюнктуры рынка (анализ следующих показателей: данные о промышленном производстве, динамика капиталовложений, сведения о заказах, показатели по труду, внутренний товарооборот, внешняя торговля, показатели кредитно-финансовой системы, цены).
- 5) Выбор методов оценки и их применение для оценки анализируемого объекта.
- 6) Согласование результатов, полученных с помощью различных подходов.
- 7) Подготовка отчета и заключения об оценке.
- 8) Доклад об оценке.

Отчет по оценке бизнеса обычно состоит из следующих основных разделов.

- 1) Введение (задание на оценку, краткое описание предприятия, характеристика капитала, общее описание используемого стандарта оценки, характеристика источников информации, обоснование выбранных методов оценки).
- 2) Описание макроэкономических параметров (выявляются основные макроэкономические факторы, влияющие на результаты функционирования предприятия, их тенденции и воздействие на перспективы бизнеса; в зависимости от ситуации информация может анализироваться как за прошлый так и за будущий периоды).
- 3) Характеристика отрасли (особенности отрасли, ее текущее положение и перспективы; характеристика рынков сбыта; факторы, влияющие на спрос; конкуренция; если предприятие выпускает продукцию ряда отраслей, то анализируется состояние каждой отрасли).
- 4) Описание предприятия, его финансовое и технико-экономическое состояние (история предприятия; перечень выпускаемых товаров и услуг; условия сбыта; наличие поставщиков, персонала, менеджмент; прошлые сделки с акциями предприятия; имущество в собственности и аренде; текущая деятельность предприятия; анализ финансового состояния предприятия и прогнозирование его будущих чистых доходов).
- 5) Исследование данных по сопоставимым предприятиям (приводится анализ критериев, по которым отбираются аналоги; перечисляются источники информации; дается краткое описание выбранных предприятий-аналогов и проводится их финансово-экономический анализ).
- 6) Выбор и применение методов оценки (отражается обоснованный выбор применяемых методов оценки; проводятся расчеты; заключение о величине стоимости предприятия).

- 7) Заключение по оценке (приводится краткое описание отчета об оценке и результаты оценки предприятия).
- 8) Приложение (заявление об отсутствии личной заинтересованности оценщика; допущения и оговорки; копии документов; табличная информация, обосновывающая использование в отчете тех или иных величин).



.....

## Контрольные вопросы по главе 1

.....

- 1) Назовите основные источники информации по факторам макроэкономического риска.
- 2) Назовите источники информации по рынкам сбыта, спросу и условиям конкуренции.
- 3) Охарактеризуйте основные цели оценки стоимости бизнеса.
- 4) Что такое рыночная стоимость предприятия?
- 5) Какие факторы влияют на оценку стоимости предприятия?
- 6) Охарактеризуйте принципы оценки стоимости предприятия, связанные «с представлением владельца об имуществе».
- 7) Охарактеризуйте принципы оценки стоимости предприятия, связанные «с рыночной средой».
- 8) Охарактеризуйте принципы оценки стоимости предприятия, связанные «с эксплуатацией имущества».
- 9) Перечислите этапы процесса оценки стоимости бизнеса.
- 10) Какие основные разделы должен содержать отчет об оценке стоимости бизнеса?

---

## Глава 2

# ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

---

### 2.1 Доходный подход к оценке стоимости предприятия

#### 2.1.1 Методология доходного подхода к оценке бизнеса

Доходный подход к оценке бизнеса состоит в том, чтобы определять стоимость предприятия на основе доходов, которые оно способно в будущем принести собственнику, включая выручку от продажи имущества («нефункционирующих» или «избыточных» активов), которое не понадобится для получения этих доходов.

Будущие чистые доходы предприятия оцениваются и суммируются с учетом времени их появления. Стоимость «нефункционирующих» активов учитывается на уровне их рыночной стоимости — точнее, как вероятная цена их срочной продажи.

Капиталовложения, сделанные ранее в бизнес прежним владельцем, не имеют отношения к цене бизнеса.

Применяя доходный подход, оценивают стоимость бизнеса в представлении того инвестора, который имеет или будет иметь стопроцентный контроль над данным предприятием. Объясняется это тем, что оценивать предприятие по его будущим чистым доходам разумно лишь для того, кто в состоянии в любых (стандартных, в виде дивидендов и роста рыночной стоимости акций, или нестандартных — но законных, например посредством взятия инвестором на себя сбыта наиболее выгодной продукции предприятия) формах изъять с предприятия зарабатываемые им доходы.

Прогнозируемые доходы предприятия могут учитываться в виде:

- бухгалтерских прибылей (убытков);
- денежных потоков.

Наиболее точные анализ будущих доходов и оценка предприятия имеют место, когда будущие доходы выражаются в показателях денежных потоков.

Доходный подход является основным для оценки рыночной стоимости действующих предприятий, которые и после их перепродажи новым владельцам последними не планируется закрывать (ликвидировать). Он предполагает рассмотрение оцениваемого предприятия в качестве так называемой бизнес-линии, если предприятие выпускает только одну продукцию, или совокупности бизнес-линий, если предприятие является диверсифицированным.

Бизнес-линия представляет собой совокупность:

- 1) сбытовых (по реализуемому продукту) и закупочных (по покупным ресурсам для него) линий, имеющихся у предприятия (контрактов на сбыт и закупки);
- 2) доступных ему технологий выпуска продукта;
- 3) имущества, необходимого для ведения бизнеса;
- 4) обученного персонала, право на наем которого как-либо закреплено за предприятием.

Бизнес-линия может быть представлена и как находящийся на определенной своей стадии инвестиционный проект предприятия, который предполагал ранее или еще будет предполагать в дальнейшем капиталовложения. Отдачей с этих капиталовложений выступают тогда чистые доходы предприятия, возникающие в связи с продажами продукции.

Оценка предприятия (бизнеса) сводится к оценке его бизнес-линии (бизнес-линий), осуществляемой на основе суммирования чистых доходов с учетом фактора времени, получаемых предприятием за остаточный срок полезной жизни бизнеса и которые смогут изъять его акционеры.

### Остаточная текущая стоимость бизнеса (общий случай)

Любая бизнес-линия (продуктовая линия, продукт) имеет свой жизненный цикл. Полный такой цикл включает в себя стадии: создания продукта; его освоения; роста выпуска и продаж продукта; «зрелости продукта»; «упадка» или уменьшения продаж и прибыльности продукта (вследствие исчерпания резерва совершенствования применяемых технологий и качества продукции).

Завершение жизненного цикла продукта, когда предприятие прекращает выпуск продукта или операции с ним, наступает с окончанием так называемого полезного срока жизни продукта. В нормальном случае этот момент приходится на достаточно далеко продвинутую стадию уменьшения продаж или прибыльности продукта — однако в это время продукт еще не успевает стать убыточным. В экономически ненормальных случаях предприятие завершает операции с продуктом уже после того, как вынуждено было в течение некоторого периода выпускать ставший убыточным продукт.

Нормальность или ненормальность жизненного цикла продукта на предприятии связаны с тем, позаботилось ли предприятие своевременно начать подготовку и освоение еще более нового коммерчески перспективного продукта тогда, когда выявилась тенденция замедления продаж продукта.

Остаточный срок полезной жизни бизнеса ( $n$ ), в котором реализуется проект по выпуску профильного для предприятия продукта, представляет собой время, оста-

ющееся до завершения жизненного цикла этого продукта (проекта по его выпуску) на момент оценки выпускающего его предприятия.

Таким образом, остаточная текущая стоимость бизнеса в общем случае определяется по формуле:

$$PV_{\text{ост}} = \sum_{t=1}^n PV(A_t), \quad (2.1)$$

где  $PV(A_t)$  — текущая стоимость будущих доходов в период времени  $t$ .

Остаточная текущая стоимость бизнеса может рассчитываться:

- 1) на настоящий момент времени, когда предприятие уже реализовало часть жизненного цикла ранее начатого инвестиционного проекта (бизнеса). Год с номером  $t = 0$  — это год проведения оценки;
- 2) на будущий момент времени, к наступлению которого, как ожидается, предприятие уже пройдет часть стадий реализуемого им инвестиционного проекта (бизнеса) — соответственно остаточный период жизни бизнеса, в котором ожидаются доходы, учитываемые при оценке его прогнозной стоимости (по состоянию на будущий текущий момент), в данном случае начинается после завершения вводимого в анализ прогнозного периода, т. е. периода, разделяющего настоящий момент (год, квартал или месяц проведения оценки) и будущий момент (год, квартал или месяц), по состоянию на который прогнозируется остаточная стоимость бизнеса; при анализе годовых доходов нумерация периодов по оси  $t$  такова, что: год с номером  $t = 0$  — это год проведения оценки; год с номером  $t_{\text{кпп}}$  — последний год прогнозного периода, для которого пытаются оценить, сколько будет стоить предприятие, если оно станет реализовывать планируемый инвестиционный проект; год с номером  $t = t_{\text{кпп}} + 1$  — это первый год остаточного периода полезной жизни бизнеса.

Особенно интересен второй случай. В оценке бизнеса он возникает тогда, когда необходимо определить, на сколько изменится рыночная стоимость предприятия, если предприятие продолжит или начнет реализацию того или иного рассматриваемого инвестиционного проекта, по которому представлен бизнес-план (из него и видны ожидаемые по проекту доходы). Подобная необходимость обычно связана с принятием следующих решений:

- о финансовом оздоровлении предприятия на основе представленного бизнес-плана финансового оздоровления;
- о приобретении бизнесов (или долевых участия в них) в расчете на рост их рыночной стоимости, который иногда и надо прогнозировать;
- о планировании привлечения средств от выпуска в будущем новых акций, реальная для размещения которых на рынке эмиссионная стоимость должна определяться прогнозом рыночной стоимости предприятия-эмитента на момент эмиссии.

Заметим, что для оценки прогнозируемой текущей остаточной стоимости бизнеса все ожидаемые с него доходы по фактору времени приводятся (дисконтируются) не на момент оценки, а на конец прогнозного периода, который и является здесь будущим текущим моментом.

Для оценки бизнеса несущественно, какие затраты понесло предприятие (владельцы предприятия) до того момента, по состоянию на который (на сегодня или на будущее) оценивается бизнес. Действует принцип: любой потенциальный покупатель бизнеса не заплатит за него больше, чем возможный доход от деятельности приобретенного предприятия за все время, пока его бизнес еще может продолжаться.

### Чистая текущая стоимость вновь начинаемого бизнеса

Если оценивается вновь начинаемый бизнес (предлагаемый к финансированию инвестиционный проект), для которого у предприятия есть какое-либо уникальное для данного проекта имущество (в том числе нематериальные активы в виде ноу-хау или других конкурентных преимуществ), то стоимость этого бизнеса (прав на осуществление проекта) в момент учреждения предприятия для его реализации (цена покупки всех материальных и нематериальных активов, необходимых для осуществления предлагаемого бизнеса) оценивается показателем чистой текущей стоимости (*net present value*) рассматриваемого реального для освоения бизнеса (инвестиционного проекта).

Чистая текущая стоимость реального для освоения нового бизнеса (инвестиционного проекта) представляет собой частный случай остаточной текущей стоимости такого бизнеса, который еще не начат, но может быть начат. Остаточный период бизнеса в этом случае совпадает с длительностью всего жизненного цикла предлагаемого к финансированию инвестиционного проекта.

Будучи максимально приемлемой для любого потенциального покупателя ценной прав и имущества, позволяющих освоить новый бизнес, чистая текущая стоимость реального для предприятия бизнеса (проекта) показывает, насколько больше за тот же срок, на который необходимо отвлечь из оборота средства для данного бизнеса, можно на этом бизнесе (инвестиционном проекте) заработать по сравнению с вложением тех же средств в доступную для потенциального инвестора альтернативу капиталовложения.

В качестве общедоступной и безрисковой альтернативы капиталовложения может рассматриваться покупка государственных облигаций либо вложение средств на страхуемый банковский депозит (номинальная безрисковая норма дохода  $R$ ).

### Формула Фишера

Если по той или иной причине при дисконтировании ожидаемых от бизнеса доходов в качестве стабильной за весь срок бизнеса номинальной безрисковой нормы дохода нельзя рассматривать фактическую рыночную ставку доходности государственных облигаций (в первую очередь из-за нестабилизировавшейся инфляции) и трудно прогнозировать на этот срок среднюю ожидаемую их доходность, то для определения ставки  $R$  приходится использовать формулу Фишера.

Эта формула позволяет выразить норму безрискового дохода с рубля инвестиций через реальную ставку безрискового дохода  $r$  (ее еще иногда называют реальной безрисковой ставкой ссудного процента) и инфляционные ожидания  $s$ :

$$R = r + s + r \cdot s. \quad (2.2)$$

Реальную безрисковую норму дохода и инфляционные ожидания приходится определять и прогнозировать на время до окончания оцениваемого бизнеса по отдельности, в том числе опираясь на более надежный прогноз хотя бы одного из этих значений, чтобы вычислить за срок  $n$  их средние ожидаемые по годам (кварталам, месяцам) значения и затем на их основе по формуле Фишера определить финансово корректную ставку дисконта  $R$ .

Первичным, конечно, является определение инфляционных ожиданий. Темп  $s$  ожидаемой инфляции (в среднем за период  $n$ , остающийся до конца полезной жизни бизнеса) может быть взят из прогнозов, которые делаются какими-либо внушающими доверие (не политизированными) исследовательскими центрами. Он может оцениваться тем, кто составляет технико-экономическое обоснование по проекту собственными силами.

Наконец, инфляционные ожидания, используемые в инвестиционном расчете, могут базироваться на официальном прогнозе ожидаемой инфляции, объявляемом правительством и закладываемом им в представляемом парламенту проекте государственного бюджета, с учетом корректировки этого показателя в принятом бюджете (для анализа более долгосрочных проектов можно основываться на официальных правительственных прогнозах социально-экономического развития).

Нужно помнить, что официальные правительственные прогнозы инфляции во всем мире имеют тенденцию к занижению, что объясняется попытками правительств с помощью оптимистических прогнозов инфляции оказать понижающее влияние (в порядке своеобразной «обратной связи») на фактическую будущую инфляцию.

Имеющую в действительности место реальную безрисковую ставку ссудного процента следовало бы приблизительно оценивать одним из двух возможных способов:

- 1) принимая за нее рыночную ставку доходности по наиболее краткосрочным государственным облигациям (в пересчете на требуемый более длительный период «шага»  $t$ ) — имея в виду, что за достаточно короткий срок обращения таких облигаций инфляция просто не успевает сколь-либо значительно сказаться;
- 2) приравнивая ее к рентабельности операций на рынках тех сравнительно безрисковых (опирающихся на емкий спрос) товаров и услуг, где отечественная экономика уже успела интегрироваться в мировые рынки этих товаров и услуг (т. е. где открытый по ним для импорта конкурентный внутренний рынок сочетается с активным экспортом тех же товаров и услуг за рубеж); фактическая доходность на этих рынках тогда отразит как давно стабилизировавшуюся в промышленно развитых странах мира реальную ставку процента (на уровне 3–4%), так и современную специфику эффективности относительно безрисковых капиталовложений в отечественной экономике (возможно, указанными товарами и услугами в нашей стране сейчас являются спиртные напитки, продовольственные и лекарственные товары первой необходимости, горюче-смазочные материалы, ремонтные услуги по некоторым бытовым товарам длительного пользования).

### 2.1.2 Учет рисков бизнеса

Корректная и реальная оценка бизнеса требует учета неопределенности получения ожидаемых с бизнеса доходов. Существуют два основных способа такого учета:

- ожидаемые с бизнеса доходы должны быть откорректированы на вероятность их получения в прогнозируемом размере — для этого используется так называемый метод сценариев;
- в ответ на ожидаемую нестабильность отдачи с вкладываемых в бизнес средств должна быть повышена норма дохода (минимально требуемая доходность), предъявляемая к среднему за год (квартал, месяц) доходу с рубля, вкладываемому в рискованный бизнес, — это означает, что должна быть повышена применяемая для дисконтирования ожидаемых с бизнеса доходов ставка дисконта, которая и представляет собой указанную норму дохода.

#### Учет рисков бизнеса посредством повышения ставки дисконта по оцениваемому бизнесу

Методология учета риска бизнеса посредством повышения ставки дисконтирования заключатся в следующем.

- 1) Если риски бизнеса понимать как меру нестабильности ожидаемых с бизнеса доходов, то риски бизнеса могут быть измерены колеблемостью доходов с бизнеса в отдельные годы (кварталы, месяцы) его продолжения по сравнению со средней в год (квартал, месяц) ожидаемой с бизнеса величиной дохода.
- 2) Все риски бизнеса могут быть разделены на две группы:
  - систематические;
  - несистематические.



.....  
***Систематические риски** — это внешние риски бизнеса, которые сводятся к рискам рода бизнеса, т. е. риски выпускаемого бизнесом на рынок продукта — риски конъюнктуры рынков сбыта и закупок покупных ресурсов (риски конкуренции, нестабильного платежеспособного спроса и др.).*  
.....

Кроме того, систематические риски бизнеса определяются сложностью выпускаемого продукта, которая требует той или иной степени контрактации с поставщиками компонентов продукта — при большей степени необходимой контрактации возрастают контрактные риски.



.....

**Несистематические риски** — это внутренние риски бизнеса, определяемые характером управления им и связанные с тем, что менеджмент предприятия нацелен на получение от бизнеса в среднем более высоких доходов — за счет допущения большей колеблемости доходов в отдельные годы (кварталы, месяцы).

.....

Типичными признаками подобного стиля управления являются: повышенная доля на предприятии заемного капитала (когда рентабельность операций фирмы выше стоимости кредита, т. е. когда по продукту предприятия наблюдается положительный кредитный рычаг).

Недостаточная диверсификация хозяйственной деятельности фирмы, концентрирующей доверенные ей средства инвесторов на ведении только самых выгодных операций; сосредоточение полномочий по управлению предприятием в руках одной «ключевой фигуры» и др.

Систематические риски можно измерять колеблемостью доходов с вложенного в аналогичный бизнес (в отрасль) рубля в прошлом, которая показывает, как отличался доход с инвестированного рубля в отдельные прошлые годы, кварталы или месяцы по сравнению со средней его отдачей за некоторую ретроспективу, т. е. со средней за несколько периодов.

Конкретным измерителем систематических рисков бизнеса обычно выбирается показатель среднеквадратического отклонения  $\delta$  дохода  $y_t$  с рубля вложений в аналогичный бизнес, который наблюдался в прошлом в отдельные годы (кварталы, месяцы), от средней в год (квартал, месяц) доходности  $y_{cp}$  инвестиций за изучаемую ретроспективу (прошлый период длительностью в  $k$  лет, кварталов или месяцев; число  $t = 1, \dots, k$  показывает, на сколько периодов от настоящего момента удален в прошлом год, квартал или месяц, для которого из финансовых отчетов фирмы берется величина  $y_t$ ):

$$\delta = \sqrt{\sum_{t=1}^k \frac{(y_t - y_{cp})^2}{k}}. \quad (2.3)$$

Суммирование квадратов разностей  $(y_t - y_{cp})$  происходит по всем годам (кварталам, месяцам), отдаленным от настоящего момента на переменное число  $t$  периодов — от  $t = 1$  до  $t = k$ .

- 3) Если любому оцениваемому бизнесу присущ риск, понимаемый описанным выше образом, то позиция любого не склонного к рискам потенциального его инвестора такова, что в ответ на предполагаемые в бизнесе риски инвестор согласится инвестировать в бизнес только тогда, когда средняя за все время бизнеса отдача с каждого вложенного в него рубля будет выше. Эта средняя, которая может быть названа нормой дохода, по определению и является ставкой дисконта  $i$ , учитывающей риски бизнеса.

Инвесторов с разными предпочтениями между желаемой средней доходностью с инвестированного капитала и риском капиталовложений может быть очень много. Однако для экономики данной страны в определенное время всегда существует как бы средний по этим предпочтениям инвестор. Применительно к позиции

среднестатистического инвестора определенная норма дохода  $i$  (она же — ставка дисконта) соответствует определенному уровню рисков бизнеса, характеризуемых показателем  $\delta$ . Причем эта норма дохода (ставка дисконта) образуется так, что к безрисковой норме дохода (безрисковой ставке дисконта)  $R$  в ответ на появление систематических бизнес-рисков величиной в  $\delta$  инвестор прибавляет компенсацию (премию) за эти риски на уровне  $\Delta = i - R$ :

$$i = f(\delta) = R + \Delta. \quad (2.4)$$

Компенсация (премия)  $\Delta$  за риски оцениваемого бизнеса может быть определена методами:

- модели оценки капитальных активов (МОКА);
- кумулятивного построения ставки дисконта.

## Модель оценки капитальных активов

Ставка дисконта  $i$  рассчитывается по следующей базовой формуле:

$$i = R + \beta(R_m - R), \quad (2.5)$$

где  $R$  — номинальная безрисковая ставка, которая берется на уровне средней ожидаемой доходности государственных облигаций или страхуемых банковских депозитов со сроком до погашения, равным остаточному сроку  $n$  полезной жизни оцениваемого бизнеса;  $R_m$  — среднерыночная доходность на фондовом рынке;  $(R_m - R)$  — «рыночная премия за риск» — величина, которая показывает, насколько в среднем получают в настоящее время больше с рубля, инвестированного в среднерискованный бизнес по сравнению с безрисковыми вложениями;  $\beta$  — коэффициент «бета», указывающий на меру относительного систематического риска инвестирования в оцениваемый бизнес по сравнению с капиталовложениями в среднерискованный бизнес (если  $\beta = 1$ , то оцениваемый бизнес является среднерискованным,  $\beta > 1$  — уровень рисков больше среднего,  $\beta < 1$  — уровень рисков ниже среднего).

Ключевым вопросом в МОКА выступает корректное определение присущего оцениваемому бизнесу коэффициента  $\beta$ . Причем достаточно определить хотя бы то его значение, которое, с учетом именно систематических рисков бизнеса, присуще отрасли (продукту, роду деятельности), в которой специализируется оцениваемая фирма.

Если понимать под рисками бизнеса нестабильность доходов с инвестированных в него средств, то коэффициент  $\beta$  можно рассчитать как отношение меры нестабильности дохода с вложенного рубля в оцениваемом бизнесе (в аналогичной по своей отраслевой специализации и размеру открытой компании, публикующей годовые балансовые отчеты)  $\delta$  к мере нестабильности дохода с рубля, вложенного на всем фондовом рынке  $\delta_{R_m}$ :

$$\beta = \frac{\delta}{\delta_{R_m}}, \quad (2.6)$$

где

$$\delta_{R_m} = \sqrt{\sum_{t=0}^k \frac{(R_{m_t} - R_{m_{cp}})^2}{k}}. \quad (2.7)$$

Суммирование квадратов разностей  $(R_{m_t} - R_{m_{cp}})$  происходит по всем годам (кварталам, месяцам), отдаленным от настоящего момента на переменное число  $t$  периодов от  $t = 1$  до  $t = k$ .  $R_{m_t}$  — доходность инвестиций на фондовом рынке  $t$  лет (кварталов, месяцев) назад,  $R_{m_{cp}}$  — среднегодовая (среднеквартальная, среднемесячная) доходность инвестиций на фондовом рынке за все  $k$  прошедшие изучаемые периоды.

Есть компании, которые осуществляют постоянный мониторинг за значениями коэффициента  $\beta$  по всем российским открытым акционерным обществам, чьи акции обращаются в Российской Торговой Системе (на российской электронной бирже акций, РТС) и/или на всех иных, в том числе региональных, фондовых биржах.

К их числу относятся АК&М, Тройка-Диалог, Ренессанс-Капитал, Издательский дом Коммерсантъ и пр. Ценную информацию таким же образом публикуют и сами фондовые биржи (включая РТС).

При поиске в названных источниках нужного значения коэффициента  $\beta$ , необходимо придерживаться ряда правил.

- 1) Не следует принимать всерьез текущие коэффициенты  $\beta$  по тем фирмам, которые в момент учета по ним коэффициента  $\beta$  находятся в процессе реструктуризации.
- 2) Для вычисления коэффициентов  $\beta$  по компаниям-аналогам на еще нестабильном отечественном фондовом рынке желательно по возможности пользоваться среднеотраслевыми коэффициентами  $\beta_{отр}$ . При этом соответствующие среднеотраслевые коэффициенты должны быть взвешенными на объем операций за учетный период с акциями компаний, которые попадают в отраслевую выборку.
- 3) Рекомендуется включать в расчет те компании, по которым коэффициенты  $\beta$  хотя бы в течение нескольких коротких учетных периодов (по две-три недели) остаются достаточно стабильными.

Показатель  $R_m$  может измеряться следующими способами:

- средней доходностью корпоративных ценных бумаг на всем отечественном фондовом рынке;
- средней, по разным отраслям, годовой рентабельностью операционных издержек (отношением балансовой прибыли к суммарным операционным издержкам), рассчитываемой по данным за последний квартал (год).

Часто базовая формула МОКА дополняется еще тремя элементами и выглядит так:

$$i = R + \beta(R_m - R) + S_1 + S_2 + S_3, \quad (2.8)$$

где  $S_1$  — дополнительная премия за риск инвестирования в малый бизнес;  $S_2$  — дополнительная премия за риск инвестирования в закрытую компанию (акции которой не котируются или мало котируются на фондовом рынке);  $S_3$  — дополнительная премия за страновой риск (риск ненадежности прав собственности, нестабильности законодательства, экономического спада и др.).

Премия за страновой риск вводится в расчет только при оценке ставки дисконта применительно к иностранным инвесторам; для отечественных инвесторов

уровень странового риска неявным образом отображен в повышенном уровне рыночной премии за риск и даже в увеличенном уровне номинальной безрисковой процентной ставки (иностранцы же инвесторы не ориентируются на указанные местные показатели).

Значения поправок  $S_1$  и  $S_2$  назначаются (экспертно) в интервале от 0 до пяти-шести  $R$ , т. е. до 5% при среднемировой безрисковой ставке дохода в 6%.

Сложнее обстоит дело с премией за страновой риск для иностранного инвестора. По сути, эта премия сугубо индивидуальна и зависит в первую очередь от индивидуальных предпочтений к рискам, информированности и опыта конкретных инвесторов. Единственное, на что они ориентируются в своей массе, — это рейтинги страновых рисков (и кредитных рисков) страны инвестирования, которые выставляются ведущими в мире рейтинговыми компаниями типа компании «Standard and Poors».

В заключение необходимо подчеркнуть, что этот способ определения ставки дисконта почти целиком опирается на объективно наблюдаемые на рынке данные. В этом его главное достоинство. Однако в МОКА есть и ряд важных теоретических допущений.

- 1) Она не учитывает (за исключением случая иностранных инвестиций) индивидуальных предпочтений к рискам разных инвесторов, так как суммарная премия за тот или иной уровень риска определяется в расчете на «среднестатистического инвестора».
- 2) Эта модель учитывает в основном только систематические риски бизнеса. Лишь по компаниям, которые поддерживают ликвидность своих акций обеспечением своей «информационной прозрачности», степень колеблемости доходов с акций и получаемый по ней коэффициент «бета» позволят учесть и несистематические риски бизнеса.
- 3) В получаемой ставке дисконта учет рисков бизнеса производится в расчете на инвесторов, которые будут держать свои средства в рассматриваемом бизнесе одинаковое время. Это происходит из-за того, что коэффициент «бета» вычисляется за конкретный ретроспективный период  $k$ , длительность которого и определит меру риска бизнеса тоже за сопоставимое с  $k$  время.
- 4) МОКА может применяться для определения ставки дисконта, учитывающей риск доходов не только с одного бизнеса, но и при вложении средств сразу в несколько бизнесов — путем приобретения акций нескольких компаний разных отраслей деятельности. По этой ставке дисконта должны дисконтироваться совокупные ожидаемые доходы со всего такого «инвестиционного портфеля». Однако условием здесь выступает то, что «инвестиционный портфель» должен быть диверсифицирован, т. е. должен состоять из мелких пакетов акций многих компаний.

## Метод кумулятивного построения ставки дисконта

Метод кумулятивного построения ставки дисконта используется тогда, когда риски бизнеса (наблюдаемая колеблемость доходов с него) вызываются прежде

всего несистематическими рисками оцениваемого бизнеса. Признаком этого является то, что доходы с бизнеса фактически сильно колеблются (показатель является большим, чем 20–30%), а коэффициент  $\beta$ , характерный для отрасли, в которой специализируется предприятие, незначительно больше или даже меньше единицы.

Метод кумулятивного построения учитывающей риски бизнеса ставки дисконта отличается от МОКА тем, что в структуре этой ставки к номинальной безрисковой ставке ссудного процента  $R$  прибавляется совокупная премия  $\Delta$  за инвестиционные риски, которая состоит из премий за отдельные относящиеся именно к данному проекту несистематические риски. Формула для индивидуальной ставки дисконта  $i$  тогда выглядит так:

$$i = R + S_1 + S_2 + S_3 + \sum_{j=1}^j g_j, \quad (2.9)$$

где  $j = 1, \dots, j$  — множество учитываемых в данном инвестиционном проекте факторов несистематического риска;  $g_j$  — премия за отдельный несистематический риск по фактору риска с номером  $j$ ;  $S_1, S_2, S_3$  — поправки на (премии за) «полусистематические» риски.

Основные несистематические риски инвестирования и признаки их наличия приведены в таблице 2.1.

Следует отметить, что данный список не является полным и может изменяться в случае необходимости экспертом-оценщиком.

Таблица 2.1 – Основные несистематические риски инвестирования и признаки их наличия

Риск	Признаки риска
Риск недостаточной финансовой устойчивости фирмы (риски недостаточного обеспечения оборота собственными оборотными средствами, недостаточного покрытия краткосрочной задолженности ликвидными текущими активами и всей суммой ликвидных активов и т. д.)	Более низкие, чем в среднем по отрасли, коэффициенты текущей и немедленной ликвидности предприятия. При этом среднеотраслевые значения этих коэффициентов целесообразно вычислять по публикуемым балансовым отчетам только тех открытых компаний отрасли, которые признаются финансово здоровыми и привлекательными для инвестиций фондовым рынком, что выражается в стабильности или даже повышении рыночной стоимости их акций. Даже если цены на всем фондовом рынке понижаются, акции таких компаний должны падать в меньшей степени. Численным признаком может рассматриваться также повышенное, по сравнению со среднеотраслевым, значение финансового рычага
продолжение на следующей странице	

Таблица 2.1 – Продолжение

Риск	Признаки риска
Риск повышенной доли краткосрочной задолженности в структуре капитала предприятия	Более высокая, чем в среднем по отрасли (по признаваемым фондовым рынком стабильно финансово здоровыми открытым компаниям), доля заемного капитала в совокупном капитале предприятия. Численным признаком может рассматриваться также повышенное, по сравнению со среднеотраслевым, значение финансового рычага
Риск повышенной доли постоянных расходов в операционных издержках фирмы	Повышенное, по сравнению со среднеотраслевой величиной, значение операционного рычага предприятия или самого бизнеса
Риск «ключевой фигуры» в составе менеджеров предприятия (или контролирующих его инвесторов) – т. е. наличия ее как таковой	Наличие «ключевой фигуры» в менеджменте предприятия или отсутствие четкой и «прозрачной» системы разделения и делегирования полномочий в управлении предприятием (а также недостаточность управленческого резерва)
Риск недостаточной диверсифицированности продукции предприятия	Отсутствие – наряду с одной, возможно, высокоприбыльной – других видов продукции, которая в относительно небольших масштабах выпускается и продается параллельно с основной продукцией
Риск недостаточной диверсифицированности рынков сбыта предприятия	Слишком большая доля продаж, осуществляемых в одном регионе, стране или на одном сегменте рынка. При этом предприятие оказывается зависимым от состояния платежеспособности покупателей на данной территории, от общей экономической ситуации в одном регионе или стране (особенно это касается потребительских товаров и услуг), от усиления там конкуренции и пр.
Риск недостаточной диверсифицированности источников приобретения покупных ресурсов (включая труд)	Небольшое число источников покупных ресурсов
Риск контрактов, заключаемых предприятием для реализации своих продуктовых линий (в части приобретения покупных ресурсов, услуг и продажи своей продукции)	Риски недобросовестности, неплатежеспособности, в том числе проявляющейся в течение действия контракта, а также юридической недееспособности контрагентов по контрактам
продолжение на следующей странице	

Таблица 2.1 – Продолжение

Риск	Признаки риска
Риск узости набора источников финансирования	Неформирование надлежащего амортизационного фонда и его недоиспользование как важнейшего источника самофинансирования, недооценка важности привлеченных средств, неиспользование финансового лизинга и других прогрессивных схем финансирования

Величина премий  $g_j$  за отдельные несистематические риски бизнеса, как и премии  $S_1$  и  $S_2$ , находятся в интервале от 0 до пяти шестых от номинальной безрисковой ставки ссудного процента  $R$ , которая присуща стране инвестирования.

### Прочие методы определения ставки дисконта, учитывающей риски бизнеса

1. Ставка дисконта как величина, обратная соотношению «Цена/Прибыль». Если бизнес заключается в выпуске продукции, на которой специализируются несколько открытых компаний с ликвидными или хотя бы регулярно котируемыми акциями, то систематические (отраслевые, определяемые конъюнктурой рынка сбыта этой продукции, а также конъюнктурой рынков необходимых для него покупных ресурсов) риски могут быть отражены в ставке дисконта, которая представляет собой величину, обратную соотношению «Цена/Прибыль» (P/E, «Price/Earnings») по указанным компаниям (должно использоваться среднее по ним соотношение, взвешенное на объем реализации этих компаний, которое тогда может быть принято за среднеотраслевое соотношение «Цена/Прибыль»).

2. Ставка дисконта на уровне коэффициента «Доход на инвестиции» по балансу компании, уже осуществляющей оцениваемый бизнес. Еще одна ситуация, когда можно достаточно корректно и нестандартно в ставке дисконта учесть риски проекта, возникает, если оценивается бизнес или инвестиционный проект, направленный на расширение или поддержание выпуска и продаж той продукции, которую данное предприятие уже выпускает и специализируется на ней. Тогда в качестве ставки дисконта можно использовать уже достигнутую данным предприятием или компаниями с аналогичным бизнесом отдачу с ранее сделанных инвестиций, которая хорошо отражается наблюдаемым по балансу предприятия стабилизированным финансовым коэффициентом типа «Доход с инвестированного капитала». Основанием для такого подхода служит то, что экономической природой ставки дисконта является минимально требуемая средняя доходность с инвестиций определенного риска. В качестве же такой нормы дохода в описанной ситуации продолжения ранее начатой деятельности логично принять уже достигнутую в ней доходность, которая фактически компенсировала предприятию ее риски.

### 2.1.3 Метод дисконтированного денежного потока

Метод дисконтированного денежного потока (*NPV*) предполагает, что измерителем дисконтируемых прогнозируемых доходов  $A_t$  от бизнеса, которые рассматривались ранее в качестве основы для определения его рыночной стоимости и осуществляющего этот бизнес предприятия, выступают не прогнозируемые прибыли, а денежные потоки.



.....  
*Денежный поток за конкретный период (год, квартал, месяц) — это saldo поступлений по бизнесу (со знаком «плюс») и платежей (со знаком «минус»).*  
 .....

Главные преимущества оценки бизнеса, в рамках доходного подхода, с опорой на прогноз денежных потоков, а не просто прибылей, заключаются в следующем.

- 1) Будущие прибыли от бизнеса прямо учитывают лишь ожидаемые текущие издержки по производству и продаже продукции, в то время как будущие капиталовложения по поддержанию и расширению производственных или торговых мощностей бизнеса в прогнозе прибылей отражаются только частично — через их текущую амортизацию.
- 2) Прибыль, будучи чисто бухгалтерским отчетным показателем, подвержена значительным манипуляциям. Ее объявляемая величина зависит от метода учета стоимости покупных ресурсов в себестоимости проданной продукции, от метода ускоренной амортизации, от критерия зачисления продукции в реализованную продукцию и др.
- 3) Вся реальная жизнь предприятия и реальные деньги инвесторам как результат вложения их инвестиций зависят от движения и наличия у предприятия денежных средств — остатка средств на текущем (расчетном) счете и наличности в кассе.

Применяя метод дисконтированного денежного потока, можно оперировать в расчетах либо *денежным потоком для собственного капитала, либо бездолговым денежным потоком.*

*Денежный поток для собственного капитала (полный денежный поток), работая с которым можно непосредственно оценивать рыночную стоимость собственного капитала предприятия (что и представляет собой рыночную стоимость последнего), отражает в своей структуре планируемый способ финансирования стартовых и последующих инвестиций, обеспечивающих жизненный цикл продукта (бизнес-линии).*

Денежный поток для собственного капитала в определенном будущем периоде  $t$  (по состоянию на конец его — реже на середину) рассчитывается по формуле:

$$PV_t = P_t + A_{M_t} - K_{P_t} - H_{\text{пр}} - I_t + \Delta ДЗ_{t(+)} - \Delta ДЗ_{t(-)} - \Delta ОФ_t, \quad (2.10)$$

где  $A_{M_t}$  — амортизационные отчисления за период  $t$ ;  $K_{P_t}$  — процентные выплаты в период  $t$  по кредитам;  $H_{\text{пр}}$  — налог с прибыли;  $I_t$  — инвестиции в период  $t$ ;  $\Delta ДЗ_{t(+)}$  — прирост долгосрочной задолженности за период  $t$ ;  $\Delta ДЗ_{t(-)}$  — уменьшение долго-

срочной задолженности за период  $t$ ;  $\Delta\text{ОФ}_t$  — прирост собственных оборотных фондов в период  $t$ .

Так как доля и стоимость заемных средств в финансировании бизнеса (инвестиционного проекта) здесь учтена уже в самом прогнозируемом денежном потоке, дисконтирование ожидаемых денежных потоков, если это «полные денежные потоки», может происходить по ставке дисконта, равной требуемой инвестором (с учетом рисков) доходности вложения только его собственных средств, — т. е. по так называемой ставке дисконта для собственного капитала.

*Бездолговой денежный поток* не отражает планируемого движения и стоимости кредитных средств, используемых для финансирования инвестиционного процесса. Поэтому если в расчетах оперируют с ним, то тогда дисконтирование ожидаемых по инвестиционному проекту (на разных стадиях жизненного цикла бизнеса) денежных потоков должно производиться по ставке, равной *средневзвешенной стоимости капитала данного предприятия*:

$$i_{\text{СВК}} = d_{\text{СК}} \cdot \text{СД}_{\text{СК}} + d_{\text{ЗК}} \cdot \text{СД}_{\text{ЗК}}, \quad (2.11)$$

где  $d_{\text{СК}}$  — доля собственного капитала в капитале компании;  $\text{СД}_{\text{СК}}$  — ставка дохода на собственный капитал;  $d_{\text{ЗК}}$  — доля долгосрочной задолженности в капитале компании

$$d_{\text{ЗК}} = 1 - d_{\text{СК}}; \quad (2.12)$$

$\text{СД}_{\text{ЗК}}$  — стоимость долгосрочных долговых обязательств с учетом налогообложения.

При этом получаемая при суммировании дисконтированных бездолговых денежных потоков ожидаемая остаточная стоимость предприятия окажется оценкой стоимости всего инвестированного в предприятие, к моменту его перепродажи, капитала. Поэтому для оценки стоимости его собственного капитала необходимо будет еще вычесть планируемую на рассматриваемый момент долгосрочную задолженность предприятия.

Бездолговой денежный поток может быть оценен по аналогичной с приведенной выше формулой для полного денежного потока — с той разницей, что в ней будут отсутствовать процентные выплаты, прирост и уменьшение долгосрочной задолженности.

Денежный поток для собственного капитала и бездолговой денежный поток могут быть *номинальными* (в ценах будущих периодов) или *реальными* (в ценах базисного периода, т. е. периода, когда составляется соответствующий прогноз).

Если работают с номинальным денежным потоком, учитывающим при расчете ожидаемых прибылей цены в их прогнозируемой действительной величине (включая инфляционный рост цен), то и ставка дисконта должна быть номинальной, т. е. включающей в себя средние за срок полезной жизни проекта (осваиваемой продуктовой линии) в расчете на единичный период  $t$  инфляционные ожидания. Если денежные потоки планируют как реальные, то ставка дисконта также должна быть «очищена» от инфляционных ожиданий. Для пересчета номинальной ставки дисконта в реальную и наоборот используют формулу Фишера.

Таким образом, если использовать в качестве измерителя ожидаемых с бизнеса доходов  $A_t$  денежные потоки для собственного капитала, то, согласно методологии доходного подхода, оценочная рыночная стоимость бизнеса  $\text{Ц}$  окажется равной:

$$\text{Ц} = \sum_{t=1}^n \frac{PV_t}{(1+i)^t}, \quad (2.13)$$

где  $PV_t$  — прогнозируемые по бизнесу на будущий год (квартал, месяц)  $t$  денежные потоки для собственного капитала;  $i$  — ставка дисконта, учитывающая риски бизнеса и определенная, например, согласно модели оценки капитальных активов или по методу кумулятивного построения ставки дисконта.

Когда предметом оценки выступает предприятие, осуществляющее бизнес, но имеющее, кроме того, «нефункционирующие активы», то к отраженной выше величине должна быть добавлена их рыночная стоимость НФА:

$$\text{Ц} = \sum_{t=1}^n \frac{PV_t}{(1+i)^t} + \text{НФА}. \quad (2.14)$$

Для наиболее общего случая, когда оцениваемое предприятие ведет несколько бизнесов с номерами  $j$  и имеет, кроме того, «нефункционирующие активы», оценочная рыночная стоимость предприятия может быть представлена как сумма рыночных стоимостей его бизнесов плюс рыночная стоимость избыточных для них активов.

Если часть имущества предприятия лишь временно не нужна для ведущихся им бизнесов, то ее нельзя включать в состав показателя НФА, так как это устранил возможность учитывать при расчете стоимости бизнесов те доходы, на которые полагаются в будущем после начала использования лишь временно не нужных активов. В подобных ситуациях следует попытаться включить в множество бизнес-линий предприятия сдачу временно избыточных активов в аренду (лизинг).

Согласно методу  $NPV$  стоимость предприятия основывается на будущих денежных потоках. Обычной является ситуация, при которой стоимость бизнеса состоит из двух составляющих: стоимость бизнеса в прогнозном периоде  $n$  и стоимость бизнеса в постпрогнозном периоде. Это вызвано необходимостью упрощения расчетов.

В качестве прогнозного берется период, продолжающийся до тех пор, пока темпы роста компании на стабилизируются (предполагается, что в постпрогнозный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечный поток доходов). В странах с рыночной экономикой прогнозный период  $n$  составляет 5–10 лет, в странах с переходной экономикой допустимо сокращение прогнозного периода до 3 лет.

Определение стоимости в постпрогнозном периоде в зависимости от ситуации может выполняться различными способами:

- *метод расчета по ликвидационной стоимости.* Применяется, если в постпрогнозный период ожидается банкротство предприятия с последующей продажей имеющихся активов. Для оценки действующего предприятия этот подход неприменим;
- *метод расчета по стоимости чистых активов.* Техника расчетов аналогична расчетам ликвидационной стоимости, но не учитывает затрат на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов предприятия. Данный метод может применяться для стабильного бизнеса, имеющего значительные материальные активы;

- *метод предполагаемой продажи.* Заключается в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний;
- *модель Гордона.* Используется наиболее часто. Она основана на прогнозе получения стабильных доходов в постпрогнозном периоде и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны. Расчет стоимости в постпрогнозном периоде осуществляется по формуле:

$$\Pi_{\text{пост}} = \frac{A_{\text{нач}}}{i - \alpha} \quad (2.15)$$

или

$$\Pi_{\text{пост}} = \frac{A_{\text{кпп}} \cdot (1 + \alpha)}{i - \alpha}, \quad (2.16)$$

где  $A_{\text{нач}}$  — доход с бизнеса в начальном единичном интервале времени постпрогнозного периода;  $A_{\text{кпп}}$  — доход с бизнеса в последний интервал времени прогнозного периода;  $\alpha$  — условно постоянный (средний) темп прироста доходов с бизнеса в постпрогнозном периоде:

$$\alpha = \frac{A_t - A_{t-1}}{A_{t-1}} = \text{const}. \quad (2.17)$$

Естественным является требование о том, чтобы принимаемый за постоянный долгосрочный темп прироста доходов с бизнеса  $\alpha$  был умеренным.

Во-первых, он должен быть заведомо меньше, чем ставка дисконта  $i$ . Иначе оценка стоимости бизнеса по модели Гордона будет давать совершенно иррациональные результаты — в частности, при темпе  $\alpha$  большем, чем  $i$  (что свидетельствует о том, что оцениваемый бизнес сверхприбылен), оценка стоимости бизнеса будет получаться вообще отрицательной.

Во-вторых, допущение о слишком большом долгосрочном темпе прироста доходов с бизнеса просто нереалистично. В мировой практике считается, что величина  $\alpha$  может составлять не более 6% в год.

В результате оценки предприятия методом *NPV* получается стоимость контрольного ликвидного пакета акций. Если оценивается неконтрольный пакет, то необходимо сделать ряд скидок (см. главу 6).

#### 2.1.4 Метод капитализации дохода

##### Метод капитализации неопределенно длительного постоянного дохода

Для приблизительной и предварительной быстрой оценки (экспрессоценки) долгосрочных бизнесов часто используют *метод прямой капитализации дохода* (в данном случае не важно, измеряется ли ожидаемый с бизнеса доход денежными потоками или прибылями).

При этом делаются два допущения:

- 1) Ожидаемые от бизнеса доходы постоянны; практически это означает, что их берут на уровне средних в год (квартал, месяц)  $A_{\text{ср}}$  стабилизированных величин.
- 2) Считают, что срок получения таких доходов — неопределенно длительный (как бы «стремится к бесконечности»).

В расчете на эти два допущения формула остаточной текущей стоимости бизнеса, которую в рамках доходного подхода к оценке бизнеса принимают (без учета избыточных активов) за его обоснованную рыночную цену  $\Pi$ , чисто математически вырождается в следующую формулу:

$$PV_{\text{ост}} = \Pi = \frac{A_{\text{ср}}}{i}, \quad (2.18)$$

где  $i$  — учитывающая риски бизнеса ставка дисконта.

Если доходы от бизнеса имеют установившийся стабильный темп прироста, то данная формула модифицируется в формулу Гордона.

### Капитализация постоянного дохода, получаемого в течение ограниченного срока

Предварительная оценка бизнеса может оказаться гораздо более точной, если снять одно из двух весьма грубых допущений, а именно: допущение о неограниченно длительном сроке полезной жизни бизнеса. Тогда бизнес оценивается как приносящий некоторый постоянный (на уровне среднего) доход  $A_{\text{ср}}$ , однако срок  $n$  бизнеса фиксирован.

К минимально требуемой доходности с каждого рубля вложений в такой бизнес естественно предъявить требование, чтобы он приносил за единичный период (год, квартал, месяц) столько же, сколько может приносить сравнимая по рискам (пускаемая при невложении рубля ограниченных средств) инвестиционная альтернатива ( $i$ ), плюс обеспечил бы возврат вложенных средств — так, как это было бы, если бы инвестиция делалась в сопоставимую по рискам облигацию, которую можно, после истечения срока  $n$ , перепродать, если этот срок меньше срока до ее погашения, — но перепродать с дополнительной прибылью, еще раз возмещающей затраты на ее приобретение.

Возможные формулы капитализации получаемого за ограниченный срок  $n$  постоянного дохода  $A_{\text{ср}}$  можно представить в виде следующих моделей:

Модель Инвуда:

$$PV_{\text{ост}} = \Pi = \frac{A_{\text{ср}}}{i + \frac{1}{S_n(n, i)}}. \quad (2.19)$$

Модель Хоскальда:

$$PV_{\text{ост}} = \Pi = \frac{A_{\text{ср}}}{i + \frac{1}{S_n(n, R)}}. \quad (2.20)$$

Модель Ринга:

$$PV_{\text{ост}} = Ц = \frac{A_{\text{ср}}}{i + \frac{D}{n}} \quad (2.21)$$

В этих моделях по-разному выражается норма возврата капитала. В моделях Инвуда и Хоскальда она понимается как тот ежегодный (ежеквартальный, ежемесячный) дополнительный доход с каждого вложенного в бизнес рубля, который, если его по мере получения вкладывать в тот же бизнес (с тем же риском, отражаемым присущей данному бизнесу нормой текущего дохода  $i$  — модель Инвуда) или просто на страхуемый банковский депозит, либо в гособлигации (без риска, т. е. по безрисковой норме текущего дохода  $R$  — модель Хоскальда), должен к истечению срока  $n$  накопить фонд возмещения ранее вложенного в бизнес капитала. Соответственно, норма возврата капитала в этих моделях именуется фактором фонда возмещения ( $I/S_n$ ). Рассчитывается этот показатель следующим образом.

Для модели Инвуда:

$$\frac{1}{S_n} = \frac{i}{(1+i)^n - 1} \quad (2.22)$$

Для модели Хоскальда:

$$\frac{1}{S_n} = \frac{R}{(1+R)^n - 1} \quad (2.23)$$

Модель Ринга выставляет гораздо более простое требование к норме дополнительного дохода для возмещения вложенного в бизнес капитала: бизнес должен дополнительно равномерными долями возмещать ожидаемую к истечению срока  $n$  стоимость перепродажи используемого в бизнесе имущества (выгоду, которая теряется из-за отсутствия планирования такой перепродажи), что соответствует требованию к текущему доходу приносить с каждого рубля в бизнесе еще столько рублей (копеек), скольким будет равна ожидаемая к сроку  $n$  будущая рыночная стоимость имущества, приобретавшегося в начале бизнеса на один рубль. Так что  $D$  в модели Ринга — это будущая стоимость каждого рубля (или имущества на один рубль), изначально вложенного в оцениваемый бизнес.

Модели Инвуда и Хоскальда применимы для оценки тех бизнесов, в которых значительна доля специальных активов, экономически (морально) изнашиваемых за время осуществления бизнеса. По окончании бизнеса их нельзя перепродать и таким образом вернуть вложенный в бизнес капитал.

Именно поэтому к бизнесу предъявляются требования зарабатывать для инвестора в каждом году (квартале, месяце) остаточного срока бизнеса не только норму текущего дохода, но и, сверх того, норму возврата капитала, которую можно было «подвкладывать» на рисковый или безрисковый депозит, накапливая таким образом сумму, необходимую для возврата вложенного в бизнес капитала. Расчет остаточной стоимости бизнеса тогда осуществляется по сравнению с такой альтернативой вложения тех же средств, когда их вкладывают в депозит, с которого начисляемые проценты снимают.

Необходимо подчеркнуть, что все перечисленные модели капитализации ограниченного во времени постоянного дохода, если применять их некорректно, могут существенно занижать обоснованную оценку рыночной стоимости бизнеса, так

как выставляют достаточно жесткие минимальные требования к доходу с рубля, вложенного в бизнес.

## 2.2 Рыночный подход к оценке стоимости предприятия

### 2.2.1 Методология рыночного подхода к оценке бизнеса

Рыночный подход к оценке бизнеса реализуется тремя методами оценки: *метод рынка капитала, метод сделок, метод отраслевой специфики*.

Общая методология:

- объектом оценки является некая закрытая компания или формально открытая компания, чьи акции недостаточно ликвидны (так что нет оснований верить в рыночную стоимость ее акций, получаемую на основе только лишь их котировок, средних цен предложения и спроса на акции по несостоявшимся сделкам и фактическим ценам сделок с акциями этой компании, которые имели место редко и давно);
- среди открытых компаний с достаточно ликвидными акциями отыскивается компания-аналог (ближайший аналог);
- за основу берется рыночная (непосредственно наблюдаемая на фондовом рынке) стоимость акций компании-аналога и общего их количества, находящегося в обращении (последнее является рыночной оценкой компании-аналога, которую предоставляют сами фондовые рынки);
- с учетом различных корректировок на оцениваемую компанию переносится соотношение между истинной рыночной ценой компании аналога и объявляемыми финансовыми результатами ее деятельности (а также объявляемой структурой ее капитала), которые служат главным фактором, определяющим «мнение» фондового рынка о рыночной стоимости компании аналога;
- указанное соотношение умножается на соответствующие показатели текущих финансовых результатов (а также структуры капитала) оцениваемой компании — тем самым оценивается предположительная стоимость рассматриваемой закрытой компании, которая наблюдалась бы на фондовом рынке, если бы ее акции были на этом рынке размещены и достаточно ликвидны (при предположении о том, что аналогичные компании на финансово прозрачных рынках должны иметь приблизительно одинаковые соотношения объявляемых финансовых результатов и их рыночной стоимости);
- если расчет выполняется по нескольким мультипликаторам, то определяется средневзвешенное значение стоимости бизнеса исходя из обоснованных весовых коэффициентов для каждого из них.

Описанный подход, конечно, несколько завышает стоимость оцениваемой компании, так как все же ее акции фактически неликвидны, что особенно важно для держателей мелких пакетов акций, которые не имеют достаточного влияния на ме-

неджеров компании, чтобы договориться с ними о выкупе компании своих акций в случае, когда акционерам нужно будет перевести свои средства в другой бизнес либо извлечь их из бизнеса для целей потребления.

Рыночный подход адекватен оценке предприятия как действующего, потому что используемая в нем для оценки компания-аналог является действующей и оценивается фондовым рынком как действующая.

Чем более развит и финансово «прозрачен» фондовый рынок страны, тем более оценки, получаемые на основе рыночного подхода к оценке бизнеса, отвечают требованиям стандарта обоснованной рыночной стоимости бизнеса.

### 2.2.2 Метод рынка капитала

Метод рынка капитала заключается в том, чтобы, опираясь на текущие или прогнозные (на момент ожидаемой перепродажи) оценки величин чистой балансовой стоимости, прибыли или денежного потока рассматриваемого предприятия, определить его обоснованную рыночную стоимость по аналогии с соотношением в настоящее время этих показателей и цен на акции у сходных предприятий. При этом в качестве сходных предприятий берутся фирмы данной отрасли, чьи акции ликвидны и достаточно надежно котируются на биржевом или внебиржевом фондовом рынке.

По сходным предприятиям в форме открытых акционерных обществ информация об их активах, прибылях и производном от них показателе денежного потока каким-либо образом публикуется и доступна оценщику. Очевидно, что подбор фирм, сходных с оцениваемым предприятием, должен отвечать определенным критериям — так, чтобы выдерживалась та же, что и у оцениваемого предприятия, доля профилирующего аналогичного продукта, размер предприятия, чтобы сходными с ним были стадия жизненного цикла фирмы, рынки сбыта, территориальное местоположение, структура собственного и заемного капитала и др.

На базе информации о сходных фирмах рассчитываются так называемые «мультипликаторы» (коэффициенты) — «цена/чистая балансовая стоимость», «цена/прибыль» и «цена/денежный поток».

Эти мультипликаторы представляют собой взятое за максимально возможный период отношение цены акций сходных с оцениваемым предприятием фирм соответственно к их чистой балансовой стоимости, прибыли или денежному потоку (в простейшем варианте вычисляемому на базе объявленной прибыли, произведенных амортизационных отчислений, уплаченных налогов на прибыль и процентов по долгосрочным кредитам). При этом мультипликатор «цена/прибыль» может рассчитываться применительно как к балансовой прибыли, так и к прибыли после налогообложения либо до налогообложения, но после уплаты процентов по долгосрочным кредитам.

Указанные ценовые соотношения могут рассчитываться и так, что текущая цена акций компании-аналога относится к последнему опубликованному показателю финансовых результатов деятельности компании-аналога.

Более того, если иное не оговорено специально, то именно такой способ соотношения цены акций компании-аналога и ее финансовых результатов, как правило, и имеется в виду.

Алгоритм метода рынка капитала.

- 1) Поиск компании-аналога проводится в два этапа:
  - а) Формирование списка «компаний-кандидатов на аналогичность», в который включаются предприятия, специализирующиеся на той же продуктовой группе, что и оцениваемая компания, и характеризующиеся ее долей в общем стоимостном объеме выпуска не меньшей, чем у оцениваемой фирмы.
  - б) Отсевание из сформированного описанного выше списка «компаний-кандидатов на аналогичность» предприятий, не удовлетворяющих существенным дополнительным критериям сопоставимости оцениваемой и аналогичной фирм:
    - размер предприятия;
    - структура капитала фирмы (доля заемного капитала);
    - рынки сбыта и закупок;
    - стадия жизненного цикла предприятий (продукта, на котором они специализируются);
    - территориальное местоположение (влияющее на транспортные издержки);
    - степень независимости от финансово-промышленных групп (или вхождение в одни и те же группы);
    - индивидуальные особенности применяемой системы бухгалтерского учета.
- 2) Взятие наблюдаемой на фондовом рынке стоимости  $P_{ан}$  одной акции компании-аналога и умножение ее на количество ее акций, находящихся в обращении ( $N_{обр}$ ), т. е. учитываемых фондовым рынком — с получением таким образом истинной рыночной стоимости  $\Pi_{ан}$  компании-аналога.
- 3) Составление по компании-аналогу ценовых соотношений (ценовых мультипликаторов) типа «Цена/Прибыль», «Цена/Прибыль до процентов и налогов», «Цена/Прибыль до налогов», «Цена/Денежный поток», «Цена/Прибыль до процентов и налогов плюс отчисления на износ», «Цена/Балансовая стоимость компании», где «Цена» — это рыночная цена компании-аналога  $\Pi_{ан}$ .
- 4) Вычисление оценочной стоимости ( $\Pi_{ок}$ ) рассматриваемой компании — предмета оценки как произведения одного из переносимых на нее полученных для компании-аналога ценовых соотношений, синтезированных на шаге 3, на соответствующую ему базу, т. е. на показатель оцениваемого предприятия, совпадающий со знаменателем используемого по компании-аналогу ценового соотношения. Например:

$$\Pi_{ок} = \Pi_{ок(пр. и нал.)} \cdot \frac{\Pi_{ан}}{\Pi_{ан(пр. и нал.)}}, \quad (2.24)$$

где  $\Pi_{ок(пр. и нал.)}$  — прибыль до процентов и налогов оцениваемой компании;  $\Pi_{ан}$  — цена компании-аналога;  $\Pi_{ан(пр. и нал.)}$  — прибыль до процентов и налогов компании-аналога.

В связи с третьим и четвертым шагами приведенного выше алгоритма следует провести несколько существенных обязательных корректировок данных, используемых на этих шагах алгоритма, которые должны устранить влияние индивидуальных особенностей систем бухгалтерского учета оцениваемой компании и компании-аналога, искажающее соотношение их цены и показываемых финансовых результатов:

- имея доступ к внутренней информации рассматриваемого предприятия, необходимо пересчитать прибыль оцениваемой компании в соответствии с тем методом учета товарно-материальных ценностей (методом учета стоимости покупных ресурсов в себестоимости реализованной продукции), который применяется компанией-аналогом для расчета объявляемых ею прибылей. Например, если оцениваемая компания в своей системе бухгалтерского учета применяет метод LIFO, а компания-аналог — метод скользящей средней, то следует пересчитать прибыль оцениваемой компании на метод скользящей средней (пересчитав учитываемые затраты на приобретение сырья, материалов, комплектующих изделий и прочих покупных товаров);
- если имеется информация о том, что компания-аналог по значительной массе своих активов применяет методы амортизации, отличные от методов амортизации, которые использует оцениваемая фирма, то нужно пересчитать по принятым в компании-аналоге методам амортизации вычитаемые из прибыли отчисления на износ по оцениваемой компании, внося таким образом корректировки в прибыль или балансовую стоимость оцениваемой компании, которые служат в качестве базы для домножения на соответствующий ценовой мультипликатор на шаге 4 алгоритма метода рынка капитала;
- точно так же следует пересчитать учитываемую на шаге 4 этого алгоритма прибыль оцениваемой компании, если системы бухучета этой компании и компании-аналога отличаются по критериям отнесения продукции к проданной — в том, что касается зачисления в объем реализованной продукции товаров, поставленных заказчиком согласно различным базисам поставки;
- при обнаружении необычно высоких и несопоставимых с оцениваемым предприятием «чрезвычайных расходов» компании-аналога (например, на преодоление стихийных бедствий, которых не было у оцениваемой фирмы) необходимо искусственно уменьшить учитываемые операционные издержки компании-аналога и соответственно увеличить ее прибыль.

Основным ценовым соотношением, которое применяется в методе рынка капитала и во всем рыночном подходе, является соотношение «Цена/Прибыль», так как в долгосрочном плане все же именно прибыли (объявляемые) являются главным фактором установления той или иной рыночной стоимости публично обращающихся акций.

Получаемые на основе альтернативных ценовых мультипликаторов результаты оценки рассматриваемой закрытой компании будут несколько отличаться друг от друга, что является вполне естественным в силу разной тесноты корреляции между фактическими ценами акций сходных с оцениваемым предприятием фирм

и их соответственно чистыми балансовыми стоимостями, прибылями, денежными потоками. Поэтому итоговая оценка может быть представлена как, например, средневзвешенная из указанных трех оценок, с учетом степени доверия оценщика к статистике по каждому из используемых мультипликаторов.

Чтобы заранее исключить из оценки не вызывающие доверия ценовые мультипликаторы, можно рассуждать следующим образом:

- если оцениваемая компания и компания-аналог очевидно несопоставимы по доступу их к кредиту, т. е. по стоимости кредита (кредитной ставке), и налоговому статусу (одна компания имеет налоговые льготы, а другая — нет), то в алгоритме метода рынка капитала имеет смысл использовать ценовой мультипликатор «Цена/Прибыль до процентов и налогов»;
- если из указанных двух факторов в несопоставимости оцениваемой компании и компании-аналога сказывается только их разница в налоговом статусе (когда, например, одна компания имеет много филиалов в разных регионах и имеет возможность направить свои денежные потоки через филиалы в регионах с низкими местными налогами, а другая этой возможности не имеет), то разумно применить ценовой мультипликатор «Цена/Прибыль до налогов». Названные ценовые мультипликаторы нейтральны по отношению соответственно к процентным платежам и налогам. Иначе говоря, они позволяют элиминировать их искажающее влияние на отношение цены компаний и их прибыли.

Наиболее сложный случай для метода рынка капитала, который им также преодолевается, имеет место тогда, когда оцениваемая компания и компания-аналог отличаются не только доступной им стоимостью кредита и налоговым статусом, но и долей (в совокупном капитале) и общей величиной используемого ими заемного капитала.

В этом случае метод рынка капитала должен использовать особый ценовой мультипликатор ЦМ, имеющий структуру, которая устраняет влияние на цену компании доли и массы заемного капитала:

$$\text{ЦМ} = \frac{\text{Ц}_{\text{ан}} + \text{ЗК}_{\text{ан}}}{\text{П}_{\text{ан}}(\text{пр. и нал})}, \quad (2.25)$$

где  $\text{Ц}_{\text{ан}}$  — цена компании-аналога;  $\text{ЗК}_{\text{ан}}$  — заемный капитал компании-аналога;  $\text{П}_{\text{ан}}(\text{пр. и нал})$  — прибыль до процентов и налогов.

Этот мультипликатор на шаге 4 алгоритма метода рынка капитала следует домножать на прибыль до процентов и налогов оцениваемой компании.

Однако результат такого перемножения покажет не оценочную рыночную стоимость собственного капитала оцениваемой компании (приблизительную ее цену), а оценочную рыночную стоимость всего инвестированного в оцениваемую компанию капитала (что соответствует числителю приведенного ценового мультипликатора в отношении компании-аналога). Для того чтобы перейти к оценке только собственного капитала рассматриваемой компании (определению ее цены), надо из результата указанного перемножения вычесть объем совокупного долга (заемный капитал) оцениваемой фирмы.

На основании определенной стоимости всего предприятия можно определить рыночную стоимость конкретного пакета акций, посредством умножения стоимости предприятия на оцениваемую долю. При этом следует учитывать, что при

оценке контрольного пакета следует сделать поправку «премия за контроль», размер которой может достигать 40%. При оценке неконтрольного пакета никаких поправок делать не нужно.

Возможность использования метода рынка капитала в решающей мере зависит от доступности информации с фондового рынка о рассматривавшихся выше мультипликаторах по фирмам, которые могут быть признаны аналогами оцениваемого предприятия. В нашей стране эта информация только начинает регулярно публиковаться. Так, в еженедельном журнале «Коммерсанты» в рубрике «Фондовые рынки» по предприятиям, чьи акции в достаточной мере ликвидны, приводятся текущие коэффициенты «Цена (акции)/прибыль» (их часто именуют в международно принятом обозначении как P/E ratio, т. е. коэффициент «price/earnings», где под «earnings» понимается чистая прибыль).

Журнал «Эксперт» публикует сводные аналитические обзоры финансового состояния отдельных предприятий, которые считаются достаточно показательными для соответствующих отраслей. В этих обзорах также имеется информация по коэффициентам «Цена (акции)/прибыль», однако кроме нее содержатся и сведения по рыночной капитализации, балансовой прибыли, числу акций и пр., что дает возможность оценивать и другие рассматривавшиеся выше мультипликаторы.

Согласно вступившему в силу с 1 января 1996 г. Закону РФ об акционерных обществах все открытые акционерные общества обязаны помещать прошедшие аудиторскую проверку годовые балансы в общедоступных средствах массовой информации. Следовательно, информационная база для расчета любым заинтересованным лицом коэффициентов, применяемых в методе компании-аналога, резко расширяется.

### 2.2.3 Метод сделок

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

Цена  $P_{ан}$  в алгоритме рынка капитала, если он превращается в метод сделок, определяется как цена акции компании-аналога, которая наблюдалась относительно недавно при купле-продаже не контрольных, но настолько крупных пакетов акций компаний-аналогов, что их приобретение давало возможность покупателю акций ввести в состав совета директоров компаний своих представителей. Метод сделок, таким образом, учитывает те сделки с пакетами акций компании-аналога, которые характеризуются как сделки слияния и поглощения.

Этот метод нацелен на определение стоимости оцениваемой компании в расчете на приобретение крупных ее долей. Иначе говоря, он дает оценку рассматриваемого предприятия «глазами его нового хозяина» — с учетом «премии за контроль», которая содержится в цене одной акции, если она приобретается в составе крупной доли предприятия.

Практические возможности для использования этого метода предоставляются гораздо реже (в силу относительно малой частоты сделок с контрольными пакетами) и предполагают оценку стоимости предприятия с точки зрения владельца контрольного пакета.

В ситуациях, когда именно эта оценка и нужна, добавление «премии за контроль» уже излишне. Наоборот, при переходе к оценке неконтрольного пакета (участия меньшинства) от оценки, первоначально полученной методом сделок, становится необходимым уменьшить первоначальную оценку на так называемую «скидку за неконтрольный характер пакета». Она, как и «премия за контроль», также может достигать 35–40%, но обычно бывает меньше — 20–25%.

Метод сделок сводится к тому же алгоритму, что метод рынка капитала — с тем различием, что применяемые мультипликаторы, как упомянуто выше, вычисляются на основе цен по отслеживаемым на фондовом рынке сделкам с контрольными пакетами.

#### **2.2.4 Метод отраслевой специфики**

Метод отраслевой специфики является такой модификацией метода рынка капитала (предусматривая и его алгоритм), в которой ценовым мультипликатором выступает соотношение «Цена/Валовой доход» (то же самое «Цена/Выручка», «Цена/Объем реализации»).

Соответственно на шагах 3 и 4 алгоритма метода рынка капитала используется этот мультипликатор и валовый доход оцениваемой компании в качестве базы, на которую для получения определяемой стоимости данной компании множится указанный мультипликатор.

Уже название этого метода показывает, что его применимость ограничена специфическими отраслями — теми, в которых действительно наблюдается достаточно надежная корреляция между рыночной стоимостью компаний с ликвидными акциями и объемом реализации ими продукции (их продажами).

Таковыми отраслями в основном являются отрасли топливно-сырьевого комплекса, а также прочие конкурентные отрасли с явно выраженным стандартизированным продуктом, где динамика прибылей определяется в первую очередь не обновлением продукта, а успехом в поддержании и расширении доли на рынке, количеством продаж стандартизированного продукта. При этом учитываемые прибыли незначительно отличаются от денежных потоков предприятий отрасли, так как на обновление продукта и на поддержание производственных мощностей инвестиции (не учитываемые в анализе текущих прибылей и убытков) осуществляются сравнительно редко.

### **2.3 Имущественный (затратный) подход к оценке стоимости предприятия**

При затратном (имущественном) подходе к оценке бизнеса оценщик рассматривает стоимость предприятия с учетом понесенных издержек. Остаточная балансовая стоимость активов предприятия, как бы велика она ни была, не имеет никакого отношения к делу. Ведь остаточная балансовая стоимость активов предприятия зависит от таких факторов, как:

- 1) время покупки либо создания собственными силами того или иного актива (и изменения с тех пор конъюнктуры и цен рыночного равновесия на рынках аналогичного имущества);

- 2) метод амортизации актива предприятием, который мог выбираться произвольно среди методов прямолинейной равномерной амортизации, методов ускоренной или замедленной амортизации — как, например, метод «уменьшающегося остатка», метод «суммы чисел», «производственный» метод амортизации и т. д. (при разных методах амортизации остаточная балансовая стоимость актива зависит от того, как определялись отчисления на износ в предыдущие годы);
- 3) накопившаяся за период после постановки актива на баланс инфляция (обесценивающая имущество).

В результате перед оценщиком 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 подходе является:

$$\text{Собственный капитал} = \text{Активы} - \text{Обязательства.} \quad (2.26)$$

Затратный подход к оценке бизнеса реализуется преимущественно методом накопления активов (метод чистых активов).

Метод накопления активов адекватен в большей мере оценке предприятия как ликвидируемого (т. е. цели оценки ликвидационной стоимости предприятия), так как только в этом случае для перекупающего предприятие инвестора (инвесторов) отдача от вложенных в приобретение предприятия средств примет форму выручки, получаемой в результате продажи оцениваемых активов. Причем если эта продажа будет проводиться (при добровольной ликвидации предприятия с погашением его текущих обязательств) в неограниченные каким-либо жестким временем сроки, то следует опираться на оценку «разумной» рыночной стоимости активов. Если же сроки продажи во времени жестко ограничены (при принудительной ликвидации предприятия), то оценка суммарной стоимости активов предприятия должна основываться на ликвидационной (в расчете на срочную продажу) стоимости имущества.

Исключением могут выступать ситуации, когда метод накопления активов применяется для оценки предприятий с повышенной долей финансовых и нематериальных активов. Тогда этот метод вполне адекватен также и оценке предприятия как действующего. Причины здесь в том, что:

- если у предприятия много финансовых активов в виде достаточно крупных пакетов акций других предприятий, то стоимость такого предприятия определяется стоимостью дочерних или подконтрольных фирм как действующих предприятий, которые, как правило, будут действовать, пока не сменился их «хозяин» (не сменилась коалиция владельцев крупных пакетов акций), т. е. не ликвидировано рассматриваемое предприятие; в свою очередь, стоимость указанных дочерних или подконтрольных фирм может быть установлена просто как сумма наблюдаемых на фондовом рынке текущих цен их акций, если эти акции достаточно ликвидны, — или в результате

применения к данным фирмам метода дисконтированного денежного потока с анализом прогнозируемых их доходов от реализации выпускаемой продукции (тогда метод накопления активов, как «матрешка в матрешке», будет подразумевать использование метода дисконтированного денежного потока;

- если предприятие специализируется на держании достаточно диверсифицированного и дорогого инвестиционного портфеля, состоящего из мелких пакетов ликвидных либо регулярно котируемых корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций иных предприятий), а также государственных и муниципальных облигаций, то оценка такого предприятия (например, инвестиционного фонда) по стоимости его портфеля в равной мере не будет предполагать его ликвидации;
- если нематериальные активы предприятия составляют решающую долю его имущества (как, например, у молодых научно-технических предприятий, закрепивших свои права собственности на нематериальные активы типа патентов на изобретения, ноу-хау и т. п.), то стоимость подобных активов может проявиться в первую очередь при условии их практического использования (в виде дополнительных, «избыточных» прибылей) данным предприятием как действующим, но не как их весьма ненадежно прогнозируемая продажная цена.

Особый случай — оценка методом накопления активов молодого предприятия, образованного под конкретный инновационный проект (проект освоения новшества в виде новой продукции или технологического процесса), с точки зрения венчурного инвестора, согласно стандарту инвестиционной стоимости предприятия, — имея в виду, что венчурные инвесторы отличаются именно тем, что принимают решения об инвестировании, опираясь на свой интерес в реализации привлекшего их проекта. Метод накопления активов при оценке и прогнозировании стоимости такого предприятия (венчурной фирмы), имеющего пока в основном лишь нематериальные активы, скорее неприемлем.

Объясняется это тем, что к моменту вероятной перепродажи венчурным инвестором своей доли в предприятии (когда венчурная фирма будет лишь начинать зарабатывать прибыли и еще не успеет их реинвестировать в покупку имущества для дальнейшего развития) материальные активы оцениваемого предприятия, по видимому, не составят сколь-либо значимой величины.

Кроме того, эту величину, следуя методу накопления активов, придется еще уменьшать на размер не погашенной к концу прогнозируемого периода задолженности учрежденного предприятия, которое тогда только приступит к развертыванию своих операций. Следовательно, попытка спрогнозировать рыночную стоимость предприятия, созданного под инновационный проект, на момент ожидаемого всего лишь начала роста продаж по этому проекту даст заведомо заниженную величину.

Метод накопления активов также вполне адекватен для оценки прогнозной стоимости предприятия как действующего, когда (если не принимать во внимание возможного накопления запасов легко реализуемых сырья и материалов, цены на которые в условиях инфляции растут быстрее общего темпа инфляции) в планируемой к некоторому моменту времени структуре активов предприятия необычно высокую долю должны будут составить нематериальные активы в виде заклю-

ченных выгодных контрактов, обученного высококвалифицированного персонала (не имеющего права, согласно заключенным с ним трудовым договорам, в течение определенного времени покинуть предприятие), закрепленной клиентуры, патентов и охраняемого режимом секретности ноу-хау, других явно выраженных конкурентных преимуществ. Однако оценка стоимости этой части активов, как правило, не может быть произведена непосредственно и предполагает, в свою очередь, использование других методов — в первую очередь метода дисконтированного денежного потока.

Строго следуя методу накопления активов и прогнозируя (посредством прогноза будущей стоимости его активов) будущую стоимость предприятия, начинающего инвестиционный (на базе инноваций) проект, необходимо иметь в виду, что как раз к моменту развертывания продаж нового перспективного продукта (примерно на это время и может прийти прогноз будущей стоимости предприятия) балансовая стоимость активов предприятия — и в целом сумма его баланса как величина активов и пассивов — вероятнее всего, вообще сократится, сделав на первый взгляд предприятие более дешевым.

Это будет вызвано временным выведением из баланса средств, вложенных в те нематериальные активы, которые особенно трудно оценить по их балансовой стоимости вложения в рекламу, не защищенный патентами и не овеществленный в технической документации ноу-хау (в виде появившегося опыта работников, не оцениваемого фактическими инвестициями в специальное обучение персонала) и т. п. Впоследствии подобные инвестиции скажутся на увеличении продаж и прибылей, через капитализацию последних снова увеличат и пассивы, и активы фирмы — но в течение определенного периода все-таки будет иметь место уменьшение баланса и стоимости учитываемых в нем активов предприятия.

Метод накопления активов, возможно, применим еще к предприятиям с быстро растущими в цене материальными активами типа запасов высоколиквидных и дефицитных сырья, материалов и пр. Нужно лишь иметь в виду, что оценки по этому методу тогда следует делать на основе прогноза не балансовой стоимости этих активов (она будет резко отставать и от роста указанных, и от инфляции), а их рыночной стоимости (еще лучше — ликвидационной, при срочной продаже, стоимости). Такой прогноз на основе надежных современных рыночных котировок может делаться специалистами соответствующих товарных рынков (например, биржевыми и внебиржевыми брокерами, крупными компаниями оптовой торговли). Однако получение необходимого по качеству прогноза будущей рыночной или ликвидационной стоимости даже такого рода ликвидных материальных активов затруднено вследствие закрытого характера данной информации.

Метод накопления активов предполагает оценку рыночной стоимости предприятия по рыночной или ликвидационной стоимости его имущества, очищенной от стоимости задолженности предприятия. Это, в свою очередь, требует переоценки балансовой стоимости (остаточной балансовой по активам, подлежащим амортизации, и первоначальной балансовой по активам, не подлежащим амортизации, — на основе восстановительной балансовой стоимости имущества с учетом проводившихся общенациональных кампаний по переоценке первоначальной балансовой стоимости активов в соответствии с накопившейся инфляцией на современную рыночную стоимость (последняя называется стоимостью замещения).

При этом в расчет следует принимать не только те активы, которые отражены на балансе предприятия, но и все прочие виды его фактических активов, которые могут быть не отражены на балансе фирмы, однако находятся в ее фактической собственности либо распоряжении — как, например, упоминавшиеся выше нематериальные активы, которые создаются собственными силами предприятия (ноу-хау, закрепленная клиентура, генный персонал и пр.) и затраты на которые могут быть просто списаны; (с соответствующим сокращением балансовой стоимости собственного капитала и в целом суммы баланса предприятия).

Все активы предприятия делятся на материальные и нематериальные.

Материальные активы фирмы, в свою очередь, подразделяются на реальные и финансовые.



.....  
**Реальные активы — это:**

- *недвижимость (земля, здания, помещения, сооружения);*
- *оборудование и оснастка, т. е. инструменты, приспособления и контрольно-измерительные приборы;*
- *оборотные фонды (складской запас покупных сырья, материалов, полуфабрикатов и комплектующих изделий; незавершенное производство; запас готовой, но не реализованной продукции; дебиторская задолженность; деньги на текущих (расчетных) счетах).*

.....  
Финансовые активы предприятия отражаются в основном в ценных бумагах и банковских депозитах.

Ценными бумагами, находящимися в собственности предприятия, способны быть:

- корпоративные ценные бумаги (акции и облигации иных предприятий);
- государственные и муниципальные облигации;
- закладные (свидетельства о праве взимания заложенного по выданным долгосрочным кредитам имущества — например недвижимости, которая приобретается на средства долгосрочных ипотечных кредитов);
- некоммерческие (переводные, авалированные — гарантированные банком, учитываемые — т. е. рассматриваемые как достаточный залог под кредит, неогоцируемые — предметы купли-продажи) векселя (чаще всего производителей, пользующихся неограниченным спросом товаров и услуг);
- ордера на право первоочередной покупки ликвидных вновь выпускаемых качественных (защищенных, т. е. имеющих устойчивый тренд к повышению их курсовой стоимости) акций — и т. д.

Определение рыночной стоимости реальных активов предприятия должно проводиться с учетом:

- физического износа;

- экономического износа;
- технологического износа;
- функционального износа.

Указанные виды износа учитываются при определении рыночной стоимости в первую очередь реальных активов длительного пользования. Последние могут также называться инвестиционными товарами.

Рыночная стоимость так называемых расходных активов (складского запаса), а также оборотных фондов в виде запасов готовой продукции может приниматься равной их неамортизируемой первоначальной балансовой стоимости, так как предполагается, что за сравнительно короткое время после их приобретения или создания собственными силами рыночная стоимость этих видов имущества не успела в сколь-либо значительной мере измениться по сравнению с рыночной ценой, по которой они приобретались или предлагаются к реализации.



.....  
**Физический износ** реального актива длительного пользования (оборудования, оснастки, недвижимости) определяется степенью истощения «паспортного» фонда рабочего времени (срока службы), на который было рассчитано соответствующее имущество.  
 .....



.....  
**Экономический износ** реального актива длительного пользования измеряется обесценением аналогичного ему (по своим качественным характеристикам и прочим видам износа) имущества, которое произошло со времени приобретения и постановки его на баланс предприятия вследствие изменения на рынке подобного инвестиционного товара соотношения спросом и предложением — в случае, когда предложение за это время увеличилось по сравнению со спросом.  
 .....



.....  
**Технологический износ** означает обесценение актива (в основном оборудования, а также научно-технических нематериальных активов типа ноу-хау, патентов и т. д.) вследствие того, что на рынке к моменту оценки появились аналоги рассматриваемого актива, которые удовлетворяют ту потребность, но имеют лучшее соотношение между ценой и качеством этого актива — в том смысле, что единица качества у аналога стоит меньше, чем у рассматриваемого оборудования, ноу-хау и пр. («удельная», на единицу качества, цена аналога меньше).  
 .....

При этом качество здесь может измеряться по ведущему параметру качества, который наиболее значим для потребителей, или по некоторому «синтетическому» показателю качества, объединяющему в себе различные параметры качества актива

в процессе его текущего использования (например, производительность технологического оборудования, точность действия, стандартность операций, эргономичность, экологичность и т. п.) со взвешиванием их на значимость соответствующих параметров для потребителя.



.....  
*Функциональный износ (также относится преимущественно к оборудованию) отражает обесценение актива длительного пользования в том случае, если он оказался конструктивно или функционально недоработанным — при том же уровне параметров, определяющих качество изделия в процессе его текущего использования, — по сравнению с аналогичными активами, позднее появившимися на рынке.*  
.....

Подобная недоработанность скажется на надежности и ремонтпригодности актива типа оборудования, простоте его использования. Наблюдается функциональный износ в основном тогда, когда актив типа оборудования приобретался в свое время предприятием из первых партий вновь осваивавшихся изделий. То же касается и ноу-хау (в том числе созданного собственными силами), если оно усовершенствовалось в связи с приобретаемым опытом. Приведенная и принятая в международной практике классификация износа имущества длительного пользования напоминает его привычное деление на физический и моральный (первого и второго рода). Однако она более детальна.

Определение рыночной стоимости финансовых активов предприятия производится следующим образом:

- по тем ценным бумагам, которые размещены на фондовом рынке и являются достаточно ликвидными; просто берут их рыночную (среднюю по фактическим сделкам или среднюю по регулярным и множественным котировкам) цену;
- для оценки недостаточно ликвидных ценных бумаг с фиксированными (легко прогнозируемыми) доходами, а также определения рыночной ценности банковских депозитов (их вклада в повышение рыночной стоимости предприятия) применяют метод дисконтированного денежного потока, опираясь на прогноз доходов, которые будут обеспечивать эти финансовые инструменты (степень неопределенности или рискованность подобных доходов учитывается в используемой ставке дисконта);
- для оценки пакетов акций, которые предприятие может иметь в других предприятиях (например, ранее выделенных дочерних, контролируемых холдингом, приобретенным в порядке слияния или поглощения, купленным в порядке портфельных инвестиций и т. д.), любым адекватным методом оценки бизнеса устанавливают рыночную стоимость всех ста процентов акций фирм-объектов капиталовложения и, с учетом соответствующих скидок и премий (в связи с размером пакета, степенью ликвидности и размещенности акций), затем пропорционально доле пакета в ста процентах акций этих фирм уменьшают полученную величину.



## Контрольные вопросы по главе 2

- 1) Что такое бизнес-линия?
- 2) Охарактеризуйте остаточную текущую стоимость бизнеса.
- 3) Расскажите о чистой текущей стоимости вновь начинаемого бизнеса.
- 4) Что определяет формула Фишера?
- 5) Как учитываются риски предприятия посредством повышения ставки дисконта по оцениваемому бизнесу?
- 6) Как рассчитать компенсацию за риски бизнеса с помощью модели оценки капитальных активов?
- 7) Как рассчитать премию за риск оцениваемого бизнеса с помощью метода кумулятивного построения ставки дисконта?
- 8) Охарактеризуйте метод дисконтированного денежного потока.
- 9) Как рассчитывается норма возврата капитала методом Ринга?
- 10) Как рассчитывается норма возврата капитала методом Инвуда?
- 11) Как рассчитывается норма возврата капитала методом Хоскольда?
- 12) На каких методах оценки реализуется рыночный подход к оценке бизнеса?
- 13) На чем базируется затратный подход к оценке бизнеса?
- 14) Какие виды износа вы знаете?

---

## Глава 3

# ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОГО ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

---

### 3.1 Коммерческие объекты недвижимости

В России термин «недвижимое и движимое имущество» впервые появился в законодательстве во времена правления Петра I в Указе от 23 марта 1714 г. «О порядке наследования в движимых и недвижимых имуществах». Под недвижимым имуществом признавались земля, угодья, дома, заводы, фабрики, лавки. К недвижимому имуществу относились также полезные ископаемые, находящиеся в земле, и различные строения, как возвышающиеся над землей, так и построенные под ней, например: шахты, мосты, плотины.

В советском гражданском праве (ГК РСФСР — ст. 21, 1922 г.) было установлено, что в связи с отменой частной собственности на землю деление имущества на движимое и недвижимое упразднено.

В процессе проведения экономических реформ в России вновь введено деление имущества на движимое и недвижимое.

21 июля 1997 года принят закон Российской Федерации «О частной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» (№122-ФЗ). Это основной закон, регулирующий все отношения, касающиеся недвижимости.

Согласно этому закону:



.....  
*«Недвижимость — это земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты, которые связаны с землей так, что перемещение их без несоразмерного ущерба невозможно, в том числе здания, сооружения, жилые и нежилые помещения, леса, многолетние насаждения, кондоминиумы, предприятия как имущественные комплексы».*  
.....

Также к недвижимости относятся подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания, космические объекты и иные предметы, наделенные статусом недвижимости по закону.



.....  
**Кондоминиум** — это правовая форма собственности, по которой объект разделяется на элементы индивидуальной совместной собственности.  
 .....

Вещи, не относящиеся к недвижимости, включая деньги и ценные бумаги, признаются движимым имуществом.

Недвижимое имущество может быть *делимым* и *неделимым*.



.....  
**Делимым** является имущество, которое может быть без нарушения его сущности разделено на доли и каждая его доля после раздела представляет целую недвижимость.  
 .....

При этом в установленных законом случаях делимая недвижимость может быть признана неделимой (фермерские хозяйства в ряде стран).

Недвижимое имущество может иметь *неотделимые части*, которые называют *существенными* (не могут быть отделены от недвижимости без причинения ей несоразмерного ущерба, например лифт и лифтовое оборудование жилого дома).

Классификация объектов недвижимости по различным признакам способствует более успешному изучению объектов. Для этих целей можно применять разные принципы классификации в зависимости от их происхождения и назначения.

Определение объектов недвижимости предполагает выделение в их структуре двух элементов (рисунок 3.1):

- 1) естественные (природные) объекты, которые также называют «недвижимостью по природе». К ним относят земельный участок, лес и многолетние насаждения, обособленные водные объекты и участки недр;
- 2) искусственные объекты или постройки. К ним относят жилую, коммерческую и общественную недвижимость.

Коммерческие объекты недвижимости подразделяются на (рисунок 3.2):

- объекты недвижимости, приносящие доход, — коммерческие;
- объекты недвижимости создающие, условия для получения прибыли, — промышленные (индустриальные).

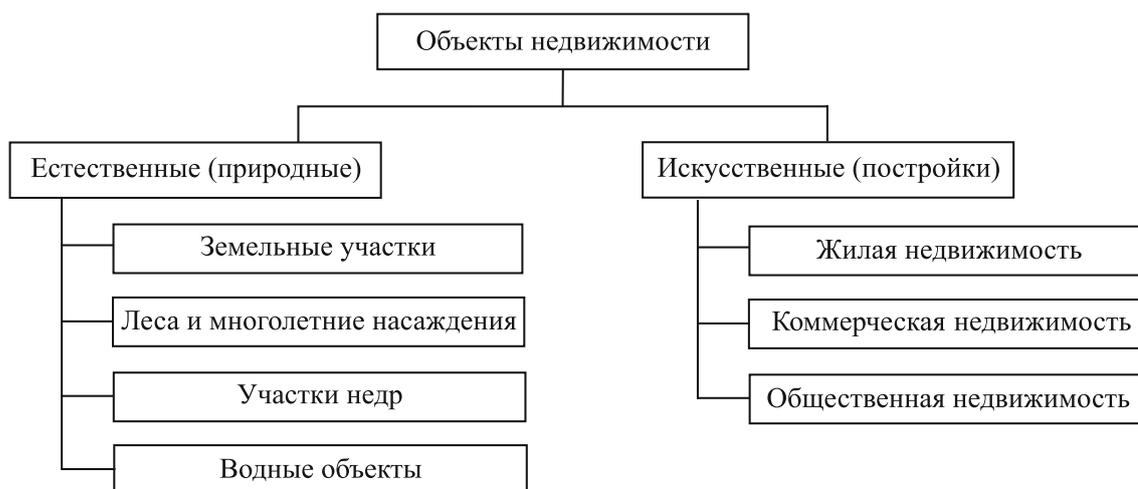


Рис. 3.1 – Укрупненная классификация объектов недвижимости



Рис. 3.2 – Классификация коммерческих объектов недвижимости

### Объекты недвижимости, приносящие доход

К объектам, приносящим доход, относятся:

- 1) магазины и торговые комплексы;
- 2) гостиницы и развлекательные центры;
- 3) офисы;
- 4) гаражи.

1. *Магазины и торговые комплексы.* В настоящее время торговля и общественное питание – наиболее интенсивно развивающаяся сфера экономики. Объекты этой отрасли первыми прошли разгосударствление и приватизацию, что стимулировало их активное развитие.



.....

**Многофункциональный торговый комплекс (МТК)** — это объект коммерческой недвижимости, собственник которого не ведет торговую или иную розничную коммерческую деятельность, направленную на конечного покупателя, самостоятельно, а передает площади, подготовленные для ее осуществления, множеству различных розничных, причем не только торговых, операторов, среди которых могут быть организации торговли, сервиса, общественного питания и сферы досуга.

.....



.....

**Супермаркет** — это магазин, расположенный в отдельном здании или в составе МТК, работающий по принципу самообслуживания, в основном продуктового ряда, с автоматизированной системой товарного учета и единым расчетно-кассовым узлом, площадью не менее 1 тыс. м<sup>2</sup> и ассортиментным наполнением не менее 5 тыс. товарных наименований.

.....



.....

**Гипермаркет** — это супермаркет площадью не менее 4 тыс. м<sup>2</sup>, расположенный, как правило, в отдельном здании, редко — в составе МТК, и ассортиментным наполнением не менее 10 тыс. товарных наименований, в том числе непродуктового ряда.

.....



.....

**Универмаг** — это торговая организация, расположенная в отдельном здании, или во встроенном в жилое здание помещении, площадью не менее 1 тыс. м<sup>2</sup>, предлагающая полный ассортиментный ряд, реализуемый в отдельных секциях, каждая из которых имеет собственный расчетно-кассовый узел, объединенных единым управлением и правилами размещения ассортимента по площадям.

.....

Базовыми принципами и правилами, отличающими МТК от других объектов, в которых также работают арендаторы торговых или иных розничных площадей, являются следующие:

- передача арендаторам только подготовленных к эксплуатации площадей;
- включение всех расходов в арендную плату;
- единая концепция дизайна помещений и методов представления товаров всеми торговыми арендаторами МТК;
- соблюдение арендаторами требований собственника комплекса к ассортименту, графику работы, качеству обслуживания и т. п.;
- единые системы безопасности и служба информации по МТК;
- парковка для личного транспорта покупателей и клиентов.

Традиция развития крупных торговых помещений, пассажей, гостиных дворов, где любой посетитель мог приобрести все что душе угодно в соответствии с доходом, куда можно было прийти «на других посмотреть и себя показать», уходит корнями в российское прошлое. В современной России процессы появления новых и модернизации старых торговых центров неоднородны, так как регионы находятся в разных экономических условиях и развиваются по своим, присущим им законам. Лидирует здесь Москва как мировой мегаполис, существующий по сравнению с другими городами России в режиме наибольшего инвестиционного благоприятствования.

Торговля как сфера экономической деятельности наименее подвержена влиянию негативных социально-политических изменений, быстро оправляется от кризиса и депрессий.

2. *Гостиничные и развлекательные объекты недвижимости.* Классификация этих объектов недвижимости в любой стране основана на комплексе требований к материально-техническому обеспечению, номенклатуре и качеству предоставляемых услуг, а также уровню обслуживания.

Уровень комфорта — главный и решающий фактор, определяющий класс гостиницы. В каждом государстве принят свой стандарт комфорта как критерий классификации. Это обстоятельство, а также ряд факторов, обусловленных культурно-историческими и национальными традициями, препятствуют введению в мире единой классификации гостиниц. Иногда даже в пределах одной страны имеется несколько систем классификации. Например, в Великобритании гостиницы оценивают по уровню сервиса и гостеприимства, вышкolenности персонала, обустройству номеров и общественных зон, качеству питания, т.е. по тому, что составляет особый лоск организации и с трудом поддается объективной оценке.

В настоящее время известно 30 систем классификаций гостиниц по уровню комфорта. Наиболее распространенными среди них считаются следующие:

- европейская (система звезд), в основе которой лежит деление гостиниц на категории от одной до пяти звезд, применяется во Франции, Австрии, Венгрии, Египте, Китае, России и ряде других стран;
- система букв (*A, B, C, D*) используется в Греции ( $A = 4*$ ,  $B = 2*$ ,  $C = 3*$ ,  $D = 1*$ );
- система корон — в Великобритании;
- система разрядов — на территории бывшего СССР: люкс, высший *A*, высший *B*, первый, второй, третий, четвертый.

В Российской Федерации при отнесении объектов недвижимости к объектам гостиничного типа предъявляют требования, изложенные в СНиП от 02.08.02 г. и СанПиН 42–123–5774.

Гостиница любой категории должна иметь удобные подъездные пути с необходимыми дорожными знаками, благоустроенную и освещенную прилегающую территорию, площадку с твердым покрытием для временной парковки и маневрирования автотранспорта (в том числе автобусов), вывеску с названием гостиницы и указанием ее категории, при наличии отдельного входа в ресторан — вывеску с его названием. Гостиница, занимающая часть здания, должна иметь отдельный вход. Любая гостиница должна располагаться в благоприятных экологических условиях,

гарантировать полную безопасность жизни, здоровья гостей и сохранность их имущества. В здании должны быть аварийные выходы, лестницы, хорошо заметные информационные указатели, обеспечивающие свободную ориентацию гостей как в обычной, так и в чрезвычайных ситуациях.

Гостиница должна быть оборудована системами противопожарной безопасности, оповещения и средствами защиты от пожара. В гостинице должны соблюдаться санитарно-гигиенические нормы и правила, установленные органами санитарно-эпидемиологического надзора.

При проектировании новых и реконструировании старых гостиниц необходимо предусматривать условия для приема и обслуживания инвалидов, использующих как средство передвижения кресла-коляски, в соответствии с ВСН-62.

К объектам недвижимости гостиничного типа относятся:

- отель «люкс» — по вместимости относится к категории малых и средних предприятий, обычно расположенных в центре города. Хорошо обученный персонал обеспечивает уровень сервиса, удовлетворяющий самых требовательных клиентов. Характерна высокая стоимость номера, включающая всевозможные виды обслуживания;
- гостиница среднего класса — по вместимости больше отеля «люкс» (400–2 тыс. мест). Располагается в центре города или в пределах городской черты. Предлагает достаточно широкий набор услуг по ценам, соответствующим уровню цен в регионе, или несколько выше. Рассчитана на прием бизнесменов, туристов, участников конгрессов и конференций и т. д.;
- гостиница-апартаменты — до 400 мест. Характерна для крупного города с непостоянным населением. Номера — квартирного типа, используются как временное жилье, функционируют по принципу самообслуживания. Цены обычно варьируют в зависимости от сроков размещения. Обслуживают семейных туристов, бизнесменов, коммерсантов, останавливающихся на длительный срок;
- отель-курорт — предполагает значительные различия по вместимости и предлагает полный набор услуг, включая специальное медицинское обслуживание и диетическое питание. Располагается, как правило, в курортном месте;
- мотель — простые одноэтажные и двухэтажные сооружения, расположенные вне городской застройки, вблизи автомагистралей. Это — малые и средние предприятия. Уровень обслуживания средний при минимальном количестве персонала. Клиентами являются все категории туристов;
- частная гостиница типа ВВ (ночлег и завтрак) — малой, иногда средней вместимости. Расположена в пригороде или сельской местности. В обслуживание, как правило, входят завтрак и ранний легкий ужин в домашней обстановке. Клиентами являются коммерсанты и маршрутные туристы, стремящиеся к домашнему уюту. Гостиницы данного типа широко распространены в США;
- отель-гарни — предоставляет ограниченное количество услуг: размещение и континентальный завтрак;
- пансион — предполагает простой стандартный и ограниченный спектр услуг. В отличие от отелей-гарни, здесь предоставляются завтраки, обеды и ужины, однако только для проживающих;

- гостиный двор — отличается упрощенным стандартом обслуживания, меньшей вместимостью, отсутствием ряда общественных помещений (холлов, вестибюлей, гостиных и т. д.). В структуре гостиного двора обязательно наличие ресторана или бара;
- ротель — передвижная гостиница, представляющая собой вагон с двухместными отсеками, в которых расположены кресла. Обязательное наличие отсека для переодевания, туалета, ванной, холодильника;
- ботель — небольшая гостиница на воде, в качестве которой используется специально оборудованное судно;
- флотель — крупная гостиница, часто называемая «курортом на воде». Туристам предлагаются комфортабельные номера с большим набором услуг: бассейны, водные лыжи, снасти для рыбной ловли, оснащение для подводного плавания и подводной охоты, тренажерные залы, залы для конгрессов и конференций, библиотеки, разнообразное информационное обеспечение (телефон, телефакс, телетайп, телевизор и т. д.). В последнее время часто используется для организации бизнес-туров, конгресс-круизов, обучающих туров;
- флайтель — аэрогостиница, или «летающий отель». Чрезвычайно дорогой и немногочисленный тип гостиниц. Оборудован связью с метеослужбами.

Так, отель с тремя звездами обязан иметь светящуюся вывеску, аварийное освещение, холодное и горячее водоснабжение, бутылки с минеральной водой в каждом номере, пять этажей и круглосуточный лифт, внутреннюю, городскую и междугородную телефонную связь, одно- и двухместных номеров не менее 80%. Все номера должны быть оснащены холодильниками, телевизорами, письменными столами, электрочайниками, кондиционерами. Холл гостиницы должен быть оборудован для удобного размещения гостей. В «трех звездах» клиентам вручают корреспонденцию, будят по утрам, каждый день убирают номер и заправляют постели, оказывают почтовые и телеграфные услуги, хранят их ценности в специальных сейфах, предоставляют туристическую информацию.

Присвоение «звезд» гостиницам осуществляется в соответствии с положением о государственной классификации гостиниц от 2003 г. после экспертизы.

В настоящее время все более популярным становится строительство спортивных, развлекательных и гостиничных комплексов в курортных зонах.

В крупных городах стремительно развивается недвижимость, которую принято относить к индустрии развлечений:

- культурно-деловые и культурно-досуговые центры,
- дома мод,
- бильярдные залы,
- фитнес-центры,
- теннисные корты,
- аква-парки,
- боулинги и другие развлекательные объекты.

3. *Офисные помещения.* При классификации бизнес-центров в каждом регионе учитываются различные факторы, по которым помещение относится к тому или иному классу. Как правило, это:

- местоположение;
- тип и технический уровень;
- качество здания (уровень отделки, состояние фасада, центрального входа, наличие лифтов);
- качество менеджмента (управляющая компания, наличие дополнительных услуг для арендаторов) и др.

Международная классификация может не совпадать с используемой в различных регионах России (табл. 3.1), в настоящее время практикуется присваивать классы в основном самими управляющими компаниями, что не всегда отражает реальное состояние объектов и дезориентирует участников рынка недвижимости.

Таблица 3.1 – Классификация офисных помещений

Класс	Международная классификация
A1	1 – Центральное местоположение 2 – Удобный доступ 3 – Полностью заново отстроенное здание 4 – Подземная парковка 5 – Современные системы безопасности здания 6 – Профессиональный арендодатель 7 – Правильно оформленная документация
A2	1, 2, 5, 6, 7 8 – Полностью реконструированное в 1990-х гг. здание
B1	1, 6, 7, 8 9 – Автономное теплоснабжение 10 – Системы предварительного охлаждения приточного воздуха 11 – Планировка этажей в виде офисных блоков 12 – Ремонт «евростандарт» 13 – Современные лифты 14 – 24-часовая охрана
B2	1, 6, 7, 11, 12, 14 15 – Возможен не очень удобный доступ
C1	1, 6, 7, 11, 14 16 – Косметически отремонтированное здание
C2	7, 14 17 – Любое местоположение 18 – Любое состояние помещений
D	7, 15, 17, 18

Сегодня более 80% офисных помещений предлагается в аренду и только 20% — на продажу. Рынок купли офисных зданий, в отличие от аренды, крайне непрозрачен. Большая часть сделок реализуется без посредников. При этом основную массу

на вторичном рынке составляют инвестиционные приобретения. Известность получают только сделки, осуществляемые крупными российскими или иностранными компаниями.

Большинство сделок по купле-продаже офисов реализуются не путем покупки объекта недвижимости, а путем покупки юридического лица, на которое оформлено здание. Это делается с целью снижения налогов, но это легитимная схема. Юридическое лицо, на которое продавец переписывает это здание, неотяжелено никакими другими обязательствами. Таким образом, сделка представляет из себя покупку 100% акций компании.

Среди факторов привлекательности офисных центров, созданных вблизи промышленных предприятий либо на их территории (класс *D*), следует выделить:

1) положительные моменты:

- низкие арендные ставки, возможность организации собственного производства на территории соседнего предприятия;
- возможность использования складских помещений завода;
- близость офиса к собственному производству, складу, гаражу.

2) отрицательные моменты:

- удаленность от центра города, невысокий уровень сервиса;
- расположение в экологически неблагоприятных районах;
- зависимость здания от инженерной инфраструктуры предприятия — прежнего владельца.

4. *Гаражи-стоянки (автопаркинги)* как коммерческие объекты недвижимости подразделяются:

- на индивидуальные типовые гаражи (ИТГ);
- паркинги;
- встроенно-пристроенные гаражи (ВПГ);
- автостоянки.



.....  
***Индивидуальные типовые гаражи*** — отдельно стоящие или сгруппированные на единой территории крытые небольшие одноэтажные строения (боксы) для хранения автомобилей.  
 .....

Такие гаражи имеют в основном стандартные размеры — 18 м<sup>2</sup>, но встречаются также гаражи других размеров, в том числе на 2 и более автомобиля.

Располагаются массивы ИТГ, как правило, на территориях, не приспособленных для капитального строительства: вдоль линий электропередачи, железнодорожных путей, в буферных зонах, на окраине города и т. д. Небольшие гаражные комплексы могут располагаться рядом или внутри жилых массивов.

Гаражи располагаются на временно арендуемых землях, так как железные гаражи и железные боксы числятся как временные сооружения с арендой до 3-х

лет. Таким образом, достаточно большая часть городских территорий используется крайне нерационально. По мнению многих специалистов, однослойное капитальное строительство гаражей — недопустимая роскошь.



.....

**Паркинг** — отдельно стоящее одно- или многоуровневое крытое замкнутое охраняемое помещение, специализированное исключительно для парковки и хранения автомобилей, с компактно выделенными для этой цели обозначенными разметкой местами, или боксами.

.....

На верхние уровни автомобили поднимаются по серпантинам, расположенным по торцам сооружения.

Паркинги находятся в основном в удобно расположенных местах относительно жилой застройки, близко к потребителю. Паркинги обладают целым рядом преимуществ перед обычными гаражами, такими, как экономия площади застройки, внешняя привлекательность и т. д.

В объектах первичного рынка предлагаемые места реализуются в основном по схеме долевого участия в строительстве с гибким графиком оплаты и последующим оформлением в общую долевую собственность.

Наличие по соседству альтернативных парковок (ИТГ) не оказывает существенного воздействия на цены мест в паркингах, поскольку они ориентированы на различных потребителей. Основная масса автолюбителей, желающих иметь гараж в конкретном районе с заданными характеристиками, не могут позволить себе приобрести место в паркинге из-за высокой стоимости. Строящиеся паркинги ориентированы в основном на будущих жильцов строящихся по соседству жилых домов, т. е. на людей с более высоким уровнем дохода, чем основная масса автовладельцев.



.....

**Встроенно-пристроенные гаражи** (встроенные в нижнем этаже жилого здания или пристроенные к жилому зданию) — помещения для парковки и хранения автомобилей с компактно выделенными для этих целей обозначенными разметкой местами, или боксами.

.....

В отличие от паркингов встроенно-пристроенные гаражи — это часть здания с иным общим функциональным назначением.

Все подобные сооружения устраиваются в цокольном (подвальном) этаже и имеют один уровень, реже встречаются гаражи на первом этаже. Строят также полузаглубленные (подземные) паркинги во дворах будущих зданий.

Как правило, все парковочные места в ВПГ оформляются в собственность. Количество мест почти всегда значительно меньше числа строящихся квартир. К тому же далеко не все будущие жильцы испытывают потребность в парковочном месте для своего автомобиля. К преимуществам относятся защищенность от атмосферного воздействия, охрана и т. д. Владелец ВПГ затрачивает минимальное количество времени на перемещение от своей квартиры к машине и обратно.

На стоимость места в ВПП влияют такие критерии, как способ организации парковочного пространства, размер одного места, удаленность его от выезда.



.....  
***Автостоянка** — здание, сооружение (часть здания, сооружения) или специальная открытая площадка, предназначенная для размещения или хранения автотранспортных средств.*  
 .....

Как правило, под стояночные комплексы город отводит по договорам временной аренды территории, капитальная застройка которых в ближайшие 5–6 лет не предполагается. Этим городские власти решают проблему пустырей и пополняют районные бюджеты.

Рынок гаражей и автостоянок, как и другие секторы рынка недвижимости, подразделяется на первичный и вторичный, а они, в свою очередь, — на рынок купли-продажи (товарный) и аренды (услуг).

Первичный рынок купли-продажи гаражей представлен проектами строительства паркингов и парковочными местами в строящихся домах. На вторичном рынке можно приобрести ИТГ и место в существующих паркингах. Рынок аренды формируется в основном за счет предложений мест на автостоянках, а также частных предложений по сдаче в аренду ИТГ, мест в паркингах и в ВПП.

Один из основных элементов, определяющих развитие рынка гаражей и автостоянок, — это общее число автомобилей в городе. Однако темпы роста организованных парковочных мест значительно ниже, так как:

- гараж покупается (арендуется), прежде всего, для защиты транспортного средства от возможного угона, а также нежелательного природного воздействия. В то же время гараж не является насущно необходимым, поэтому несоответствие гаража предъявляемым требованиям лишает смысла его покупку или аренду;
- по оценкам западных специалистов, стоимость гаража должна составлять около 30–50% от стоимости автомобиля. У нас это соотношение справедливо с точностью до наоборот;
- явно ограничено предложение хорошо расположенных «новых» объектов, особенно вблизи жилых домов. Окружающая застройка далеко не всегда позволяет построить гараж.

## Объекты недвижимости, создающие условия для получения прибыли

Объекты недвижимости, способствующие извлечению прибыли, — это складские и логистические комплексы, объекты промышленного назначения, бизнес-парки и др.

В последние годы в стране наблюдается подъем промышленного производства и развитие торговли, что способствует росту спроса на производственно-складскую недвижимость.

1. *Складские и логистические комплексы* являются неотъемлемой частью инфраструктуры переработки грузов. Без складов не обходится ни одна коммерче-

ская организация. Продолжающийся экономический рост порождает повышенный спрос на складские помещения у предпринимателей. В результате на рынке складской недвижимости наблюдается значительный дефицит складских помещений, а также специализированных складов. Под складские помещения переоборудуются подвалы жилых домов и бывшие заводские цеха.

Требования арендаторов, предъявляемые к складским помещениям, постоянно растут, однако возможности арендодателей им не отвечают. Большинство предлагаемых складских помещений являются перепрофилированными производственными площадками, предлагаемыми заводами и фабриками, которые являются собственниками простаивающих цехов и свободных складов. В основном эти помещения не подходят под цели специализированных складов. В них отсутствуют погрузочное оборудование, холодильные помещения, не соблюдаются необходимые меры безопасности, требования санитарии и условия температурного режима хранения продуктов и медикаментов. Клиенты все чаще предпочитают арендовать современные складские помещения при полном наличии дополнительных услуг (погрузочно-разгрузочные услуги, учет и контроль, растаможивание, логистические услуги и т. д.). Выдвигаются и технические требования к складам:

- наличие погрузочно-разгрузочных механизмов;
- наличие отопления;
- близость к транспортным магистралям, удобство подъезда;
- высота потолков — 7–9 м (обеспечение возможности складирования грузов по высоте в несколько ярусов, при этом возможность достаточного отопления);
- складские помещения должны отвечать требованиям безопасности, санитарии, температурным режимам;
- наличие железнодорожных путей для облегчения доставки грузов до склада.

Если раньше наиболее распространены были краткосрочные договоры аренды на складские площади, то сейчас, в связи с нехваткой складских площадей, все большее распространение получает долгосрочная аренда, поскольку арендаторы вынуждены инвестировать в переоборудование предлагаемых площадей (как правило, при условии, что вся инфраструктура — подъездные пути, электроснабжение, отопление — имеется).

Все чаще арендаторы предпочитают сочетание в имущественных комплексах складских и производственных помещений с офисными.

В последние несколько лет существенно вырос спрос на земельные участки под строительство логистических терминалов.

Основной объем предлагаемых на рынке складских помещений не удовлетворяет требованиям потенциальных покупателей и арендаторов. Они отвечают запросам средних и небольших компаний, не имеющих финансовых возможностей для строительства.

Старые заводские помещения сегодня являются основным источником пополнения рынка складских помещений. Компания-собственник может продавать или сдавать в аренду незадействованные площади. Как правило, это «голые» ангары или бывшие производственные комплексы, требующие в обязательном порядке

инвестиционных вложений. На их долю приходится больше половины всех выходящих на рынке складов.

Отсутствие рынка оборудованных складских помещений заставляет крупные торговые сети самостоятельно возводить складские комплексы.

Строительство логистических центров как вид бизнеса только начинает зарождаться в стране. Крупные управляющие компании выкупают или берут в доверительное управление целые промзоны, инвестируют в проекты развития и выводят эти территории на рынок. Строительство новых складских терминалов ведут, как правило, крупные компании для собственного пользования. Чаще всего это крупные западные холдинги. Постепенно данная тенденция охватывает средние компании.

С учетом реконструкции промышленных предприятий часть производственных зданий репрофилируется в складские корпуса с элементами логистики.

Логистические терминалы, несмотря на их экономическую целесообразность для экономики страны, пока еще не пользуются спросом. Исключение составляет Москва, где за последние пять лет открыто несколько современных логистических комплексов и все площади в них арендованы на несколько лет вперед крупными международными компаниями.



.....  
*Логистические терминалы — это перевалочные базы для формирования крупных партий грузов, доработки грузов до товарной кондиции (сборки, фасовки, розлив в мелкую тару и т. п.).*  
.....

Терминалы нужны и крупным универсамам, расположенным в центре города, как периферийные бондовые склады с продажей товаров по образцам и мелким оптом. Терминалы могут использоваться в качестве складов для хранения и продажи крупных партий товаров, растаможивания в момент продажи. Развитие международного транспортного комплекса в России потребует размещения въездных грузовых таможенных терминалов и сервисных комплексов, логистических таможенно-транспортных комплексов вблизи транспортных коридоров и крупных городов.

2. *Промышленные (индустриальные) объекты недвижимости.* В последнее время происходит определение собственника основной массы объектов приватизации. С одной стороны, прежде чем заключать сделку, необходимо провести всесторонний анализ правоустанавливающих документов, чтобы убедиться в беспорочности прав продавца на предлагаемый объект, возможности его законного отчуждения. По мере формирования реального собственника объем сделок в этой сфере будет увеличиваться. С другой стороны, почти в каждом городе можно наблюдать пустые корпуса заводов и фабрик в 5–8 этажей с обветшалыми и/или пришедшими в негодность инженерными сетями и выбитыми стеклами. Они стоят и не находят эффективного собственника. Основные причины в том, что:

- промышленная застройка 1960–1980-х гг. не отвечает требованиям современных технологий, а реконструкция требует значительных капитальных вложений в течение длительного периода их освоения;
- в настоящее время основной потребитель промышленных объектов недвижимости — малые предприятия, для развития которых требуются: высо-

кие мощности, наличие железнодорожных подъездных путей, одноэтажные и желательны отдельно стоящие здания с развитыми и автономными коммуникациями;

- большинство предлагаемых промышленных объектов требованиям потенциальных арендаторов не удовлетворяют и имеют завышенную стоимость;
- собственники предлагают на рынок объекты, находящиеся в аварийном состоянии, и по завышенным ценам;
- отсутствует более или менее полная и точная информация о промышленных объектах недвижимости, их правовом статусе, размерах, состоянии и т. д.;
- требования потенциальных владельцев к приобретаемым помещениям зависят от особенностей конкретных производств.

3. *Бизнес-парки.* Рост спроса на производственные площади вызвал к жизни новое явление — бизнес-парки, нечто вроде экспериментальных цехов, научных лабораторий и т. п. Идея бизнес-парка состоит в том, чтобы на территории бывших промышленных предприятий, которые более всего подходят для организации бизнес-парков, разместить и производственные помещения, и склады, и офисы. Работающая на объекте управляющая компания берет на себя заботы по эксплуатации, налаживанию связей и прочим насущным вопросам.

Основная задача бизнес-парка — использование промышленных объектов, где производство резко сократилось.

В индустриально развитых странах (США, Германии, Франции и др.) широко развита сеть технопарков. Суть ее состоит в том, что предпринимателю нет надобности строить свои производства, их можно взять в аренду и, разместив там необходимое оборудование, выпускать продукцию и получать консультации по внедрению новых технологий на основе разрабатываемых научных идей. Технопарки оказывают содействие учебным и научным организациям в передаче технологий в экономику, в создании новых видов производств и новых рабочих мест.

## 3.2 Земельный участок как основа недвижимости

В повседневной практике применяются термины «земля» и «земельный участок». Однако эти понятия не взаимосвязаны и имеют определенные различия. Так, термин «земля» может употребляться в том случае, когда речь идет о неосвоенной собственности, а «земельный участок» означает часть территории, на которой выполнены какие-то работы (улучшения), позволяющие использовать его по целевому назначению.



.....  
*Гражданский кодекс РФ (Ст. 261 ГК РФ) дает определение земельного участка как объекта права собственности, территориальные границы которого определяются в порядке, установленном земельным законодательством, на основе документов, выдаваемых собственнику государственными органами по земельным ресурсам и землеустройству.*  
 .....



.....  
*Земельный кодекс РФ (Ст. 6 ЗК РФ) определяет **земельный участок как объект земельных отношений** — это часть поверхности земли (в том числе почвенный слой), границы которой описаны и удостоверены в установленном порядке.*  
 .....

Законом о кадастре (Федеральный закон «О государственном земельном кадастре» от 02.01.2000 г. №28-ФЗ) земельный участок определяется как часть поверхности земли (в том числе поверхностный почвенный слой), границы которого описаны и удостоверены в установленном порядке уполномоченным государственным органом, а также как все, что находится над и под поверхностью земельного участка, если иное не предусмотрено федеральными законами о недрах, об использовании воздушного пространства и иными федеральными законами.

Имущественные отношения по владению, пользованию и распоряжению земельными участками, а также по совершению сделок регулируются гражданским законодательством, если иное не предусмотрено земельным, водным, лесным законодательством, законодательством о недрах, об охране окружающей среды, иными федеральными законами (Гл. 17 ГК РФ).

Итак, общее *положение о праве собственности* и других вещных правах на земельные участки установлено Гражданским кодексом РФ (ст. 129 п. 3, ст. 210 п. 3 ГК РФ), а *отношение по использованию и охране земель* регулирует Земельный кодекс РФ, который необходимо рассматривать в неразрывной связи с гл. 17 ГК РФ, а также с иными нормами Гражданского кодекса.

Земельный участок может быть делимым и неделимым.



.....  
***Делимым** является участок, который может быть разделен на части, при этом каждая часть после раздела образует самостоятельный земельный участок, разрешенное использование которого может осуществляться без перевода его в состав земель иной категории (за исключением случаев, установленных федеральными законами).*  
 .....

Формирование земельного участка осуществляется в соответствии с региональными нормативными актами. Размер земельного участка, прилегающего к многоквартирному дому, устанавливается с учетом фактического землепользования и градостроительных нормативов и правил, действующих в период застройки указанных территорий. На дома, построенные после 1997 г., распространяется действие Постановления Правительства РФ от 26.09.1997 г. №1223. Оно предписывает устанавливать границы по красным линиям, границам смежных участков (если они есть) и проездов, естественным границам, отводам магистральных инженеро-транспортных коммуникаций. Территории общего пользования (площади, улицы, автодороги, скверы и т. д.) собственники получить не могут. Так что у многих граждан (например, у обитателей домов в центре города) шансов расширить свои владения за пределы здания нет.

Выделить личный надел один собственник не имеет права. Участок оформляется на ТСЖ или ЖСК в собственность или в аренду.



.....  
**Неделимым** признается земельный участок, который по своему целевому и хозяйственному назначению и разрешенному использованию не может быть разделен на самостоятельные земельные участки. В соответствии с законодательством, не допускается раздел городских земель, земель фермерских хозяйств и пр.  
 .....



.....  
**Оборот земельных участков** — переход от одного лица к другому посредством заключения договоров и иных сделок — осуществляется в соответствии с Гражданским и Земельным кодексами.  
 .....

Продажа земельных участков, а также выделение их для предпринимательской деятельности и перевода из одной категории в другую осуществляются в соответствии с законами РФ и субъектов Федерации.

Земельные участки, находящиеся в частной собственности, могут быть изъяты для государственных или муниципальных нужд в случаях, предусмотренных законодательством, в связи с выполнением международных обязательств РФ, размещением объектов государственного или муниципального значения (при отсутствии других вариантов их размещения), а также иными обстоятельствами в установленных федеральными законами случаях. Применительно к изъятию участка из земель, находящихся в собственности субъектов РФ или в муниципальной собственности, законодательством предусмотрена возможность выкупа или последующего предоставления равноценного земельного участка. Однако не все земли могут быть изъяты, ибо в ЗК РФ установлен закрытый перечень случаев изъятия. Так, к примеру, земельные участки городских и сельских поселений могут быть изъяты для государственных и муниципальных нужд, для целей застройки только в соответствии с их генеральными планами, правилами землепользования и застройки.

Принудительное изъятие участков может быть произведено только при условии предварительного и равноценного возмещения собственнику стоимости участка на основании судебного решения. При добровольном согласии собственника земельного участка на его изъятие выкуп участка для государственных или муниципальных нужд осуществляется без судебного решения, в соответствии с договором.

Земельный участок может быть временно изъят (реквизирован) в силу чрезвычайных обстоятельств. Собственникам участков возмещаются убытки, связанные с изъятием. При прекращении действия чрезвычайных обстоятельств собственник вправе требовать возврата принадлежащего ему участка, а в случае невозможности возмещения убытков — предоставления равноценного земельного участка.

Земельный участок принудительно изымается у собственника в случае, если он используется не по назначению или с нарушением действующего законодательства. Например, у собственника может быть принудительно изъят земельный участок, если на участке, предназначенном для строительства, не ведутся строительные

работы в течение трех лет. Однако при этом земельный участок не переходит в публичную собственность, а реализуется с публичных торгов любому лицу.

Целевое назначение земель в Российской Федерации определяется Земельным кодексом, согласно которому земля делится на семь категорий (ст. 7 ЗК РФ), которым присвоены соответствующие коды (Приказ Минфина РФ от 23.09.2005 г. №124н) (рис. 3.3).

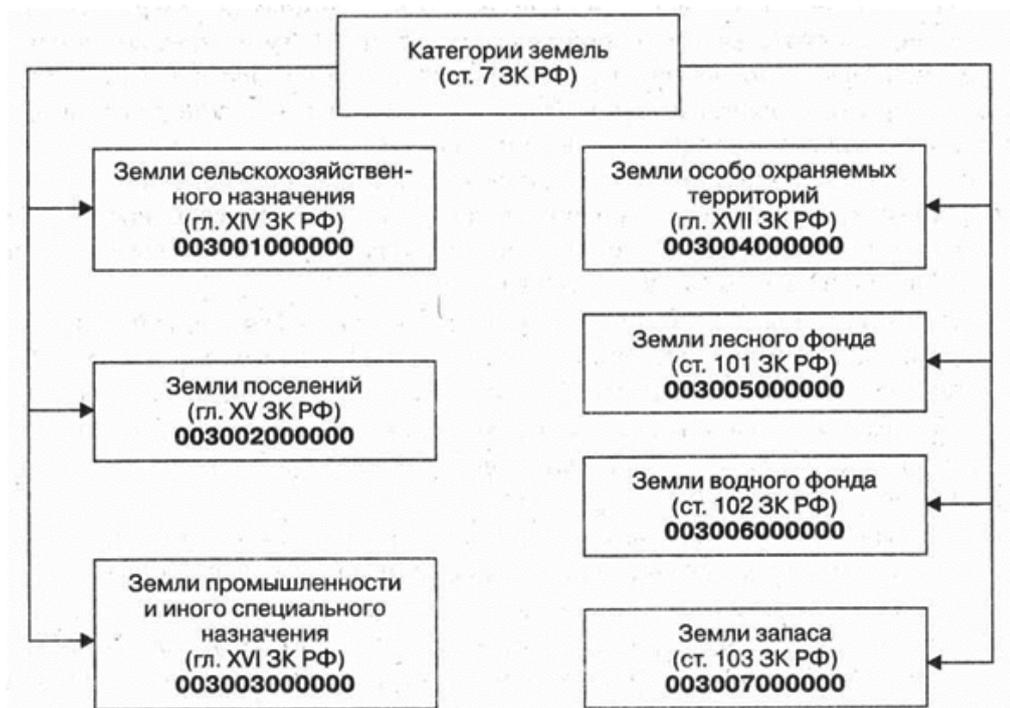


Рис. 3.3 – Состав земель в РФ

Эти земли используются в соответствии с установленным целевым назначением:

- 1) земли сельскохозяйственного назначения;
- 2) земли поселений;
- 3) земли промышленности и иного специального назначения;
- 4) земли особо охраняемых территорий;
- 5) земли лесного фонда;
- 6) земли водного фонда;
- 7) земли запаса.

### Земли сельскохозяйственного назначения



.....  
*Земли сельскохозяйственного назначения* — земли за чертой поселений, предоставленные для нужд сельского хозяйства, а также предназначенные для этих целей.  
 .....

В составе земель сельскохозяйственного назначения выделяются сельскохозяйственные угодья, земли, занятые внутрихозяйственными дорогами, коммуникациями, древесно-кустарниковой растительностью, предназначенной для обеспечения защиты земель от воздействия негативных (вредных) природных, антропогенных и техногенных явлений, замкнутыми водоемами, а также зданиями, строениями, сооружениями, используемыми для производства, хранения и первичной переработки сельскохозяйственной продукции.

## Земли поселений



.....  
*Земли поселений* — это земли, предназначенные для застройки и развития городских и сельских поселений и отделенные чертой от земель других категорий.  
 .....

Черта поселений проводится на основании утвержденной государственной землеустроительной документации и проходит по границам земельных участков, предоставляемых гражданам и юридическим лицам. В эту категорию земель могут входить участки, отнесенные в соответствии с градостроительными регламентами к территориальным зонам.

## Земли промышленности и иного специального назначения

*Земли промышленности и иного специального назначения*, в зависимости от характера задач, для решения которых они используются или предназначены, разделены на 6 видов.

- 1) Земли промышленности предназначены для обеспечения деятельности организаций и/или эксплуатации объектов промышленности. На этих землях могут быть построены производственные и административные здания, сооружения и обслуживающие их объекты, а также устанавливаются санитарно-защитные и иные зоны с особыми условиями использования земель, предусмотренными Земельным кодексом, федеральным законом и законами субъектов РФ.
- 2) Земли энергетики предназначены для обеспечения деятельности организаций и/или эксплуатации объектов энергетики (гидроэлектростанций, атомных станций, ядерных установок, пунктов хранения ядерных материалов и радиоактивных веществ, хранения ядерных отходов, тепловых электростанций и других электростанций, обслуживающих их сооружений и объектов); размещения воздушных линий электропередачи, подземных сооружений кабельных линий электропередачи, подстанций, распределительных пунктов, других сооружений и объектов энергетики. Для обеспечения деятельности организаций и эксплуатации объектов энергетики могут устанавливаться охранные зоны электрических сетей.
- 3) Земли транспорта используются (или предназначены) для обеспечения деятельности организаций и/или эксплуатации железнодорожного, морского, внутреннего водного, воздушного и иных видов транспорта.

- 4) Земли связи, радиовещания, телевидения, информатики предназначены для размещения:
- эксплуатационных предприятий связи, на балансе которых находятся радиорелейные, воздушные кабельные линии связи и радиофикации;
  - наземных и подземных необслуживаемых усилительных пунктов на кабельных линиях связи;
  - наземных сооружений и инфраструктур спутниковой связи.

Все перечисленные инфраструктуры имеют соответствующие охранные зоны.

- 5) Земли обеспечения космической деятельности — на них размещаются надземные объекты космической инфраструктуры.
- 6) Земли обороны и безопасности предназначены для обеспечения деятельности Вооруженных сил РФ, войск пограничной службы, других войск, воинских формирований и органов, организаций, предприятий, учреждений, осуществляющих функции по вооруженной защите целостности и неприкосновенности территорий РФ, защите и охране государственной границы РФ, информационной и другим видам безопасности в закрытых административно-территориальных образованиях (ЗАТО).

В ЗАТО устанавливается особый режим использования земель по решению Правительства РФ.

### Земли особо охраняемых территорий



.....

***Земли особо охраняемых территорий** — это земли, имеющие особое природоохранное, научное, историко-культурное, эстетическое, рекреационное, оздоровительное и иное ценное значение.*

.....

### Земли лесного фонда



.....

***Земли лесного фонда** — это лесные земли, покрытые и не покрытые лесной растительностью, но предназначенные для ее восстановления (вырубки, гари, редины, прогалины и др.), а также нелесные земли (просеки, дороги, болота и др.), предназначенные для ведения лесного хозяйства.*

.....

Границы земель лесного фонда определяются путем их отграничения от земельных категорий в соответствии с материалами лесоустройства. Данные о границах земель лесного фонда заносятся в Государственный земельный кадастр. Порядок использования и охраны земель лесного фонда регулируется Земельным кодексом и лесным законодательством.

## Земли водного фонда



.....  
*Земли водного фонда* — это земли, занятые водными объектами, земли водоохраных зон водных объектов, а также земли, выделяемые для установления полос отвода и зон охраны водозабора, гидротехнических сооружений и иных водохозяйственных сооружений и объектов.  
.....

## Земли запаса

*Земли запаса* находятся в государственной или муниципальной собственности и не предоставляются гражданам или юридическим лицам, за исключением земель фонда перераспределения, формируемого в соответствии с Земельным кодексом. Использование земель запаса допускается после перевода их в другую категорию.

Благодаря делению земель на то или иное направление использование земельного участка является относительно стабильным.

Законодатель уделяет особое внимание вопросу принадлежности земель к той или иной категории и требует указания ее в актах органов исполнительной власти и органов местного самоуправления о предоставлении земельных участков, например постановлениях глав районных администраций; договорах, предметом которых являются земельные участки, например, купли-продажи, мены, аренды и др.; документах государственного земельного кадастра, например, кадастровых планах земельных участков; документах о государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним, например, свидетельствах о регистрации прав, выписках из Единого государственного реестра прав. Отсутствие категории земель в указанных выше документах может послужить основанием для отказа в государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним.

Для оценки недвижимости (земли и зданий, сооружений) возможно использование трех подходов: доходного, сравнительного и затратного.

## 3.3 Применение доходного подхода к оценке стоимости объектов недвижимости

Доходный подход при оценке объектов недвижимости включает два метода:

- метод капитализации доходов;
- метод дисконтирования денежных потоков.

Метод капитализации доходов. Этот метод используется при оценке недвижимости, приносящей доход владельцу. Доходы от владения недвижимостью могут, например, представлять собой текущие и будущие поступления от сдачи ее в аренду, доходы от возможного прироста стоимости недвижимости при ее продаже в будущем.

Результат по данному методу состоит как из стоимости зданий, сооружений, так и из стоимости земельного участка.

Этапы оценки методом капитализации.

*Этап 1. Оценивается потенциальный валовой доход.* Делается это на основе анализа текущих ставок и тарифов, существующих на рынке недвижимости для сравнимых объектов.



.....  
**Потенциальный валовой доход (ПВД)** — это доход, который может принести объект недвижимости при условии, что вся площадь, предназначенная для сдачи в аренду, будет сдана в течение всего года.  
.....

ПВД рассчитывается по формуле:

$$\text{ПВД} = S \cdot A_{\text{Пл}}, \quad (3.1)$$

где  $A_{\text{Пл}}$  — годовая арендная плата (рыночная или договорная) за 1 м<sup>2</sup>;  $S$  — площадь, предназначенная для сдачи в аренду.

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

*Этап 2. Оцениваются предполагаемые потери от недоиспользования объекта недвижимости и потери при сборе платежей.* Уменьшение потенциального валового дохода на величину потерь дает величину действительного валового дохода (ДВД).



.....  
**Действительный валовой доход** — это потенциальный валовой доход, скорректированный на коэффициент потерь от недосдачи площадей и недосбора платежей.  
.....

Коэффициент потерь определяется экспертно на основе анализа рыночной информации в процентах к потенциальному валовому доходу.

Действительный валовой доход рассчитывается по формуле:

$$\text{ДВД} = \text{ПВД} \cdot (1 - K_{\text{потерь}}), \quad (3.2)$$

где ПВД — потенциальный валовой доход;  $K_{\text{потерь}}$  — общие потери от недосдачи площадей и недосбора платежей

*Этап 3. Рассчитываются предполагаемые издержки по эксплуатации оцениваемой недвижимости.* Периодические расходы для обеспечения нормального функционирования объекта и воспроизводства дохода называются операционными расходами.

Операционные расходы включают в себя:

- условно-постоянные расходы — расходы, размер которых не зависит от степени эксплуатационной загруженности объекта и уровня предоставляемых услуг (например, страховые платежи);
- условно-переменные, или эксплуатационные, расходы — расходы, размер которых зависит от степени эксплуатационной загруженности объекта и уровня

предоставляемых услуг. Основными условно-переменными расходами являются коммунальные расходы, расходы на содержание территории, расходы на управление, зарплата обслуживающему персоналу и т. д.;

- расходы на замещение, или резервы, — расходы на периодическую замену быстроизнашивающихся компонентов улучшения здания (обычно к таким компонентам относят кровлю, покрытие пола, санитарно-техническое оборудование, электроарматуру). В расчете подразумевается, что деньги на это резервируются, хотя большинство владельцев недвижимости в действительности этого не делает. Если владелец планирует замену изнашивающихся компонентов в течение срока владения, то такие отчисления необходимо учитывать при расчете стоимости недвижимости методом капитализации доходов. Если в период предполагаемого срока владения не предусматривается замена быстроизнашивающихся компонентов, то расходы на их замещение не учитываются. Однако необходимость проведения ремонта в будущем повлияет на цену реверсии (перепродажи).

*Этап 4. Определяется прогнозируемый чистый операционный доход.*



.....  
**Чистый операционный доход (ЧОД)** — это действительный валовой доход, скорректированный на величину расходов, связанных с владением недвижимостью и ее эксплуатацией.  
 .....

Чистый операционный доход рассчитывается по формуле:

$$\text{ЧОД} = \text{ДВД} - \text{ОР}, \quad (3.3)$$

где ДВД — действительный валовой доход; ОР — операционные расходы (за исключением амортизационных отчислений).

*Этап 5. Рассчитывается коэффициент (ставка) капитализации.*

Коэффициент капитализации — это процентная ставка, которая используется для конвертации годового дохода в стоимость.

Существует несколько методов определения коэффициента капитализации:

- метод кумулятивного построения;
- метод определения ставки капитализации с учетом возмещения капитальных затрат;
- метод связанных инвестиций, или техника инвестиционной группы;
- метод прямой капитализации.

## Метод кумулятивного построения

Это один из наиболее распространенных методов расчета коэффициента капитализации.

Ставка капитализации в оценке недвижимости вычисляется как сумма элементов:

- ставки дохода на инвестиции (ставки дохода на капитал). Это компенсация, которая должна быть выплачена инвестору за ценность денег с учетом

фактора времени, риска и других факторов, связанных с конкретными инвестициями;

- нормы возврата (возмещения) капитала. Под возвратом капитала понимается погашение суммы первоначальных вложений. Причем этот элемент ставки капитализации применяется только к изнашиваемой, т. е. теряющей стоимость, части активов.

$$K_n = R_n + H_{в.к}, \quad (3.4)$$

где  $K_n$  — коэффициент капитализации для недвижимости;  $R_n$  — ставка доходности инвестора на вложенный капитал;  $H_{в.к}$  — норма возврата капитала.

Ставка дохода на инвестиции (на капитал) строится на базе:

- безрисковой ставки дохода;
- премии за риск;
- премии за низкую ликвидность недвижимости;
- премии за инвестиционный менеджмент.

*Безрисковая ставка дохода.* Она используется в качестве базовой, к которой добавляются остальные (ранее перечисленные) составляющие. Для определения безрисковой ставки можно пользоваться как среднеевропейскими показателями по безрисковым операциям, так и российскими. В случае использования среднеевропейских показателей к безрисковой ставке прибавляется премия за риск инвестирования в данную страну — страновой риск. Российские показатели берутся исходя из ставки дохода на государственные облигации или, что предпочтительнее, из ставок по валютным депозитам (сравнимой длительности и размеров суммы) банков высшей категории надежности. Безрисковая ставка определяет минимальную компенсацию за инвестирование в данный объект.

*Премия за риск.* Все инвестиции, за исключением ранее перечисленных, имеют более высокую степень риска, зависящую от особенностей оцениваемого вида недвижимости. Чем большим является риск, тем выше должна быть величина процентной ставки для компенсации данного риска.

*Премия за низкую ликвидность недвижимости.* Ликвидность показывает насколько быстро недвижимость может быть превращена в наличные деньги. Недвижимость относительно низколиквидна. Особенно высока эта премия в странах, где слабо развита ипотека.

*Премия за инвестиционный менеджмент.* Чем более рискованны и сложны инвестиции, тем более компетентного управления они требуют. Инвестиционный менеджмент не следует путать с управлением недвижимостью, расходы по которому включаются в операционные расходы.

Таким образом, с помощью метода кумулятивного построения ставку капитализации можно рассчитать следующим образом:

$$R_k = R_{б/р} + \Pi_1 + \Pi_2 + \Pi_3 + C, \quad (3.5)$$

где  $R_{б/р}$  — безрисковая (базовая) ставка доходности;  $\Pi_1$  — премия за ликвидность;  $\Pi_2$  — премия за инвестиционный менеджмент;  $\Pi_3$  — премия за риск вложения в оцениваемый объект;  $C$  — премия за страховой риск.

### Метод определения ставки капитализации с учетом возмещения капитальных затрат

Как отмечалось ранее, ставка капитализации применительно к недвижимости включает ставку дохода на инвестиции и норму возврата капитала. Если прогнозируется изменение стоимости актива (уменьшение или рост), то возникает необходимость учета в ставке капитализации возмещения капитала.

Существуют три метода возмещения инвестированного капитала:

- прямолинейный возврат капитала (метод Ринга);
- возврат капитала по фонду возмещения и ставке дохода на инвестиции (метод Инвуда). Его также называют «аннуитетный метод»;
- возврат капитала по фонду возмещения и безрисковой ставке процента (метод Хоскальда).

### Метод связанных инвестиций, или техника инвестиционной группы

Большинство объектов недвижимости покупается с помощью заемного и собственного капиталов, поэтому ставка капитализации должна удовлетворять требованиям доходности на обе части капитала (инвестиций). Величина ставки определяется методом связанных инвестиций, или техникой инвестиционной группы.

Ставка капитализации для заемных средств называется «ипотечная постоянная».



.....  
***Ипотечная постоянная** показывает величину обязательных выплат на единицу полученного ипотечного кредита.*  
 .....

Ипотечная постоянная рассчитывается как отношение годовой величины расходов по обслуживанию долга, включающих как погашение основного долга, так и сумму уплачиваемых процентов, к первоначально полученному кредиту:

$$R_{зк} = \frac{РОД_{г}}{ИК}, \quad (3.6)$$

где  $R_{зк}$  — ставка капитализации для заемных средств (ипотечная постоянная);  $РОД_{г}$  — годовые расходы по обслуживанию долга;  $ИК$  — величина ипотечного кредита.

Ставка капитализации для собственного капитала:

$$R_{ск} = \frac{ДП_{г}}{СК}, \quad (3.7)$$

где  $ДП_{г}$  — годовой денежный поток до выплаты налогов;  $СК$  — величина собственного капитала.

Общая ставка капитализации определяется как средневзвешенное значение:

$$R_k = M \cdot R_{зк} + (1 - M) \cdot R_{ск}, \quad (3.8)$$

где  $M$  — доля заемных средств в стоимости;  $R_{зк}$  — ставка капитализации для заемного капитала;  $R_{ск}$  — ставка капитализации для собственного капитала.

### Метод прямой капитализации

Существует еще один метод определения ставки капитализации — метод прямой капитализации. В рамках доходного подхода стоимость актива:

$$V = \frac{\text{ЧОД}}{R_k}, \quad (3.9)$$

где ЧОД — чистый операционный доход;  $R_k$  — ставка капитализации.

Если в приведенной формуле чистый операционный доход преобразуется в стоимость, то в следующей формуле стоимость переводится в ставку капитализации:

$$R_k = \frac{\text{ЧОД}}{V}. \quad (3.10)$$

Основываясь на рыночных данных по ценам продаж и значений чистого операционного дохода сопоставимых объектов недвижимости, можно вычислить ставку капитализации. Определенная таким образом последняя называется «общая ставка».

Приведенная для  $R_k$  формула используется в том случае, если продажа актива производится по цене, равной сумме первоначальных инвестиций, и, следовательно, нет необходимости включать в ставку капитализации надбавку за возмещение капитала, а также когда прогнозируется поступление равновеликих доходов.

*Этап 6. Определение стоимости недвижимого имущества.* На последнем этапе метода капитализации доходов стоимость недвижимого имущества определяется посредством деления величины прогнозируемого чистого операционного дохода (результат четвертого этапа) на ставку капитализации (результат пятого этапа):

$$C_n = \frac{\text{ЧОД}}{R_k}. \quad (3.11)$$

### Метод дисконтирования денежных потоков

Этот метод применяется для определения текущей стоимости тех будущих доходов, которые принесут использование объекта недвижимости и возможная его продажа.

Определение обоснованной рыночной стоимости с использованием метода дисконтирования денежных потоков можно разделить на несколько этапов:

- 1) Составляется прогноз потока будущих доходов в период владения объектом недвижимости.
- 2) Рассчитывается стоимость оцениваемого объекта недвижимости на конец периода владения, т. е. стоимость предполагаемой продажи (реверсии), даже если в действительности продажа не планируется.

- 3) Выводится ставка дисконта для оцениваемой недвижимости на существующем рынке. Она равна ставке капитализации без учета ставки возврата капитала.
- 4) Будущая стоимость доходов в период владения и прогнозируемой стоимости реверсии приводится к текущей стоимости.

Базовая формула для расчета стоимости объекта недвижимости в рамках метода дисконтированных денежных потоков выглядит следующим образом:

$$C_n = \sum_{n=1}^t \frac{ДП_n}{(1+r)^n} + \frac{C_R}{(1+r)^n}, \quad (3.12)$$

где  $ДП_n$  — денежный поток;  $r$  — ставка дисконтирования денежного потока периода  $n$ ;  $C_R$  — стоимость реверсии в конце прогнозного периода.

### 3.4 Применение сравнительного подхода к оценке стоимости объектов недвижимости

Сравнительный подход при оценке недвижимости включает два метода:

- метод сравнения продаж;
- метод валового рентного мультипликатора.

#### Метод сравнения продаж

Данный метод основан на сопоставлении и анализе информации о продаже аналогичных объектов недвижимости, как правило, за последние 3 месяца. Основным принципом метода сравнения продаж является принцип замещения: при наличии на рынке нескольких объектов рациональный инвестор не заплатит за данный объект больше стоимости недвижимости аналогичной полезности. Под полезностью понимается совокупность характеристик объекта, определяющих назначение, возможность и способы его использования, а также размеры и сроки получаемого в результате такого использования дохода. Данный метод является объективным лишь в случае наличия достаточного количества сопоставимой и достоверной информации по недавно прошедшим сделкам.

Этот метод требует базы данных по совершенным сделкам, включающей информацию об условиях и ценах сделок, продавцах и покупателях. Оценщик должен выяснить, действовал ли покупатель или продавец в условиях финансового давления, являлись ли обе стороны сделки независимыми, обладали ли они типичной для данного рынка информацией, действовали ли экономически рационально, было ли финансирование типичным для рынка.

Для анализа сделок, произведенных с объектами, сопоставимыми с оцениваемым, необходимо выявить сегмент рынка, для которого эти объекты типичны.



.....  
*Сегментирование рынка — процесс разбиения рынка на сегменты (секторы), аналогичные по следующим параметрам: назначению использования объекта; качеству объекта; передаваемым юридическим правам и ограничениям; инвестиционной мотивации; путям финансирования и т. д.*  
.....

Выбор объектов в качестве аналогов необходимо производить на том же сегменте рынка, к которому относится оцениваемый объект. Причем нужно обратить внимание на следующие моменты:

- характерный для данного сегмента срок экспозиции. Если объект был продан за меньший для стандартного срока экспозиции период, это скорее всего свидетельствует о том, что цена была занижена. Напротив, если объект находился на рынке дольше стандартного срока экспозиции, то цена, по всей видимости, была завышена. И в том, и в другом случаях сделка не типична для данного сегмента рынка и не может рассматриваться в качестве сравнимой;
- независимость субъектов сделки. Если сделка заключена между головной и дочерней компаниями, то маловероятно, что сделка между ними была совершена по рыночной цене. То же самое относится к сделкам с объектами, обремененными залогом;
- инвестиционную мотивацию. Она должна быть одинаковой при осуществлении сделок с оцениваемым объектом и объектами-аналогами.

Метод сравнения продаж включает несколько этапов.

- 1) Выбор объектов недвижимости-аналогов. Для более объективной оценки необходим анализ не менее 3–5 сопоставимых продаж.
- 2) Оценка поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости единицы сравнения.
- 3) Расчет стоимости всего объекта недвижимости посредством умножения стоимости единицы сравнения на площадь объекта.

На первом этапе сравнение и сопоставление оцениваемого объекта с объектами-аналогами производятся по двум компонентам:

- единицам сравнения;
- элементам сравнения.

Применяются следующие единицы сравнения:

- цена на 1 га — для больших массивов сельскохозяйственного назначения, промышленного и жилищного строительства;
- цена за 1 м<sup>2</sup> — в деловых центрах городов, для офисов;
- цена за 1 лот — стандартные по форме и размеру участки в районах жилой, дачной застройки;
- цена за фронтальный метр — при коммерческом использовании в городах (общая площадь объекта считается пропорциональной длине его границы по какой-либо улице или шоссе);

- цена за единицу плотности — коэффициент отношения площади застройки и площади земельного участка;
- цена за единицу, приносящую доход; в спортивных комплексах, ресторанах, театрах — это одно посадочное место; в гаражах и на автостоянках — место парковки одного автомобиля.

Элементами сравнения для объектов недвижимости являются:

- переданные имущественные права;
- условия финансирования сделки. Могут иметь место различные варианты, например финансирование сделки продавцом при предоставлении последним ипотечного кредита;
- условия продажи. Корректировка на условия продажи отражает нетипичные для рынка отношения между продавцом и покупателем;
- время продажи. Оно служит одним из основных элементов сравнения сопоставимых продаж. Для внесения поправки на время продажи необходимо знать тенденции изменения цен на рынке недвижимости с течением времени;
- местоположение;
- физические характеристики объекта недвижимости. Они включают размеры, конструктивные элементы, внешний вид и т. д.

На втором этапе метода используются поправки.

«Поправками» называются корректировки, вводимые в цену продажи объекта-аналога при приведении его ценообразующих характеристик к характеристикам оцениваемого объекта. Здесь необходимо учитывать, что:

- поправкам не поддаются сегментообразующие характеристики, например назначение использования объекта;
- не всегда можно рассчитать поправки на условия финансирования, на условия продаж. Желательно в качестве аналогов не использовать объекты, отличающиеся от оцениваемого по этим характеристикам. При отсутствии такой возможности поправки на характеристики следует вносить прежде всего.

Объектом корректировки является цена продажи сопоставимого объекта недвижимости. Если элемент сопоставимой продажи превосходит по качеству тот же элемент в оцениваемом объекте, то делается минусовая поправка; если же уступает, то вносится плюсовая поправка.

В зависимости от отношения к цене единицы сравнения поправки делятся: на процентные и денежные. Денежные, в свою очередь, — на относительные и абсолютные.

*Процентные поправки.* Они вносятся путем умножения цены продажи аналога или его единицы сравнения на величину процентной поправки.

Стоимость оцениваемого объекта с учетом процентной поправки:

$$C_n = C_{ед} \cdot K_{ед} \cdot P_{пр}, \quad (3.13)$$

где  $C_{ед}$  — цена продажи единицы сравнения;  $K_{ед}$  — количество единиц сравнения;  $(C_{ед} \cdot K_{ед})$  — цена продажи аналога до учета поправки;  $P_{пр}$  — величина процентной поправки.

Из формулы видно, что процентная поправка может быть отнесена как к цене продажи аналога в целом, так и к цене продажи его единицы сравнения. Это свидетельствует о том, что величины процентных поправок не зависят от количества единиц сравнения. К процентным поправкам можно отнести, например, поправки на местоположение, время продаж.

*Денежные поправки.* Относительная денежная поправка изменяет цену лишь одной единицы сравнения. Стоимость оцениваемого объекта с учетом относительно денежной поправки:

$$C_n = (Ц_{ед} \cdot K_{ед}) + (П_{од} \cdot K_{ед}) = (Ц_{ед} + П_{од}) \cdot K_{ед}, \quad (3.14)$$

где  $П_{од}$  — величина относительной денежной поправки.

Относительную денежную поправку удобнее вносить к цене продажи единицы сравнения, поэтому общая величина для всего объекта зависит от количества единиц сравнения. Абсолютная денежная поправка относится к цене продажи аналога в целом, изменяет на определенную величину цены всего объекта, и ее величина не зависит от количества единиц сравнения. К абсолютным денежным поправкам относятся поправки на дополнительные улучшения, например, наличие автостоянки. Поэтому стоимость оцениваемого объекта с учетом абсолютной денежной поправки

$$C_n = (Ц_{ед} \cdot K_{ед}) + П_{ад}, \quad (3.15)$$

где  $П_{ад}$  — величина абсолютной денежной поправки.

Сначала вносят процентные поправки, затем денежные. Последовательность внесения денежных поправок не имеет значения. При внесении же процентных поправок она должна быть соблюдена, так как последующие процентные поправки вносятся в предыдущую откорректированную цену сопоставимой продажи. Последовательность внесения процентных поправок должна быть следующей: переданные имущественные права, условия финансирования, условия продажи, время продажи, местоположение, физические характеристики.

Существуют следующие основные методы расчета поправок:

- метод, связанный с анализом парных продаж;
- метод прямого анализа характеристик;
- экспертный метод расчета.

1. Метод, связанный с анализом парных продаж. Парной продажей называется продажа двух объектов, идентичных почти во всем, за исключением одной, как правило, характеристики. Ее аналитик и пытается оценить. Суть данного метода заключается в таком логическом рассуждении: если между двумя сопоставимыми объектами имеется единственное различие, то разница в продажных ценах может быть приписана этому различию. Объекты парной продажи не обязательно должны быть сопоставимы с объектом и его аналогами. Причем необходимо, чтобы парная продажа была выявлена на том же сегменте рынка, что и оцениваемый объект.

2. Метод прямого анализа характеристик. Суть его заключается в анализе характеристик оцениваемого объекта и аналога. Этим методом рассчитывается, например, поправка на время продажи объекта, фактически отражающая изменение покупательной способности валюты, в которой осуществлялись платежи за сопоставимые объекты недвижимости. Цены на недвижимость рассчитываются

в рублях, поэтому для определения поправки на время продажи необходимо знать индексы покупательной способности рубля.

Такую информацию можно почерпнуть во многих финансово-экономических справочниках и специализированных периодических изданиях. Обычно для оценки используется информация о продаже объектов-аналогов, проданных в различные периоды времени. Для того, чтобы определить вероятную цену оцениваемого объекта, необходимо ответить на вопрос: за какую сумму были бы проданы аналоги, если бы сделка состоялась на момент оценки нашего объекта? Следовательно, в цены аналогов нужно ввести процентные поправки, которые с учетом индекса инфляции могут быть рассчитаны по формуле:

$$П_в = \frac{Y_{дсс}}{Y_{до}}, \quad (3.16)$$

где  $П_в$  — поправка на время продажи;  $Y_{дсс}$  — индекс покупательной способности рубля на дату совершения сделки;  $Y_{до}$  — индекс покупательной способности рубля на дату оценки объекта.

Вероятная стоимость оцениваемого объекта может быть рассчитана как среднее арифметическое из приведенных цен аналогов:

$$C_n = \frac{(Ц_{a1} \cdot П_{в1}) + (Ц_{a2} \cdot П_{в2}) + \dots + (Ц_{an} \cdot П_{вn})}{n}, \quad (3.17)$$

где  $Ц_a$  — цена продажи аналога;  $П_в$  — поправка на время продажи;  $n$  — число аналогов.

На основе данных физического состояния зданий методом прямого анализа характеристик рассчитывается процентная поправка на износ. Расчет производится по формуле:

$$П_и = \frac{100 - I_o}{100 - I_a}, \quad (3.18)$$

где  $П_и$  — поправка на износ;  $I_o$  — износ объекта;  $I_a$  — износ аналога.

Стоимость объекта с учетом поправки на износ:

$$C_n = Ц_a \cdot П_и, \quad (3.19)$$

где  $C_n$  — вероятная стоимость оцениваемого объекта;  $Ц_a$  — цена продажи аналога;  $П_и$  — поправка на износ.

3. Экспертный метод расчета и внесения поправок. Этот метод основан на представлениях оценщика о преимуществах или недостатках оцениваемого объекта по сравнению с преимуществами или недостатками аналога. Поправки рассчитываются как процентные.

## Метод валового рентного мультипликатора



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

Этот метод осуществляется в три этапа.

- 1) Оценивается рыночный рентный доход от оцениваемой недвижимости.
- 2) Определяется отношение валового дохода к продажной цене исходя из недавних рыночных сделок.
- 3) Рассчитывается вероятная стоимость оцениваемого объекта посредством умножения рыночного рентного дохода от оцениваемого объекта на валовой рентный мультипликатор:

$$C_n = ВД_0 \cdot ВРМ = ВД_0 \cdot \frac{\left( \frac{Ц_{a1}}{ВД_{a1}} + \dots + \frac{Ц_{an}}{ВД_{an}} \right)}{n}, \quad (3.20)$$

$$ВРМ = \frac{\left( \frac{Ц_{a1}}{ВД_{a1}} + \dots + \frac{Ц_{an}}{ВД_{an}} \right)}{n}, \quad (3.21)$$

где  $C_n$  — вероятная цена продажи оцениваемого объекта;  $ВД_0$  — потенциальный или действительный валовой доход оцениваемого объекта;  $ВД_a$  — потенциальный или действительный валовой доход аналогичного объекта;  $ВРМ$  — валовой рентный мультипликатор;  $Ц_a$  — цена сделки с аналогичным объектом недвижимости;  $n$  — число используемых аналогов.

Валовой рентный мультипликатор не корректируется на различия, существующие между оцениваемыми и сопоставимыми объектами недвижимости, так как за основу расчета  $ВРМ$  взяты фактические арендные платежи и цены продажи, в которых учтены эти различия.

### 3.5 Применение затратного подхода к оценке стоимости объектов недвижимости

Этот подход включает несколько этапов.

1. Определяется стоимость земельного участка, на котором находятся здания, сооружения.

2. Оценивается восстановительная стоимость или стоимость замещения здания и сооружения на действительную дату оценки.

Под восстановительной стоимостью подразумевается стоимость строительства в текущих ценах на действительную дату оценки точной копии оцениваемого объекта из тех же строительных материалов, при соблюдении тех же строительных стандартов, по такому же проекту, что и оцениваемый объект. В случае, если определение восстановительной стоимости не представляется возможным или целесообразным, производится определение стоимости замещения.

Под стоимостью замещения подразумевается стоимость строительства в текущих ценах на действительную дату оценки объекта с полезностью, равной полезности оцениваемого объекта, однако с использованием нормальных материалов в соответствии с текущими стандартами, дизайном, планировкой.

3. Рассчитываются все виды износа зданий и сооружений с учетом их физического, функционального, технологического и экономического устаревания.



.....  
**Физическое устаревание** — потеря стоимости собственности, связанная с использованием, изнашиванием, разрушением, увеличением стоимости обслуживания и прочими физическими факторами, приводящими к сокращению жизни и полезности объекта.  
 .....



.....  
**Функциональное устаревание** — потеря стоимости собственности, связанная с невозможностью выполнять те функции, для которых она предназначалась.  
 .....

Формой функционального устаревания является технологическое устаревание, под которым понимается потеря стоимости, вызванная изменениями в технологии, в результате которых актив становится менее продуктивным, более дорогим в эксплуатации.



.....  
**Экономическое устаревание** — потеря стоимости актива, вызванная внешними факторами, например изменениями, понизившими спрос, или возросшей конкуренцией.  
 .....

4. Определяется остаточная стоимость зданий и сооружений как разность между стоимостью воспроизводства (стоимостью восстановления или стоимостью замещения) и совокупным износом.

5. Рассчитывается полная стоимость объекта недвижимости посредством прибавления к остаточной стоимости зданий и сооружений стоимости земельного участка.

Оценка стоимости земельного участка.

Основы оценки рыночной стоимости земельных участков:

- рыночную стоимость имеют те земельные участки, которые способны удовлетворять потребности пользователя в течение определенного времени (принцип полезности);
- рыночная стоимость земельного участка зависит от спроса и предложения на рынке и характера конкуренции продавцов и покупателей (принцип спроса и предложения);
- рыночная стоимость земельного участка не может превышать наиболее вероятные затраты на приобретение объекта эквивалентной полезности (принцип замещения);
- рыночная стоимость земельного участка зависит от ожидаемой величины, срока и вероятности получения дохода от земельного участка за определенный период времени при наиболее эффективном его использовании без учета доходов от иных факторов производства, привлекаемых к земельному участку для предпринимательской деятельности (принцип ожидания);

- рыночная стоимость земельного участка изменяется во времени и определяется на конкретную дату (принцип изменения);
- рыночная стоимость земельного участка зависит от его местоположения и влияния внешних факторов (принцип внешнего влияния);
- рыночная стоимость земельного участка определяется исходя из его наиболее эффективного использования, т. е. наиболее вероятного использования земельного участка, являющегося физически возможным, экономически оправданным, соответствующим требованиям законодательства, финансово осуществимым и в результате которого расчетная величина стоимости земельного участка будет максимальной (принцип наиболее эффективного использования);
- рыночная стоимость земельного участка зависит от изменения его целевого назначения, разрешенного использования, прав иных лиц на земельный участок, разделения имущественных прав на земельный участок.

Критерии, учитываемые при определении наиболее эффективного использования земельного участка:

- целевое назначение и разрешенное использование;
- ожидаемые изменения на рынке земли и иной недвижимости;
- перспективы развития района, в котором расположен земельный участок;
- текущее использование земельного участка;
- преобладающие способы землепользования в ближайшей окрестности оцениваемого земельного участка.

Ниже рассмотрены основные методы оценки рыночной стоимости земельных участков.

*Метод техники остатка для земли.* При применении данного метода должны быть известны: стоимость зданий и сооружений; чистый операционный доход, приносимый землей, зданиями и сооружениями; коэффициенты капитализации для земли, зданий и сооружений.

Этапы использования метода:

1. Чистый операционный доход распределяется между землей, зданиями и сооружениями:

$$\text{ЧОД}_{\text{зд}} = C_{\text{зд}} \cdot R_{\text{зд}}, \quad (3.22)$$

где  $\text{ЧОД}_{\text{зд}}$  — чистый операционный доход, приходящийся на здания и сооружения;  $C_{\text{зд}}$  — текущая стоимость зданий и сооружений;  $R_{\text{зд}}$  — ставка капитализации для зданий и сооружений, рассчитывается по формуле:

$$R_{\text{зд}} = R_{\text{возм}} + R_{\text{зем}}, \quad (3.23)$$

где  $R_{\text{возм}}$  — ставка возмещения (возврата) капитала;  $R_{\text{зем}}$  — ставка капитализации для земли.

2. Определяется остаток чистого операционного дохода, относимый к земле:

$$\text{ЧОД}_{\text{зем}} = \text{ЧОД} - \text{ЧОД}_{\text{зд}}, \quad (3.24)$$

где ЧОД — общий чистый операционный доход.

3. Рассчитывается остаточная стоимость земли:

$$C_{зем} = \frac{ЧОД_{зем}}{R_{зем}}. \quad (3.25)$$

*Метод средневзвешенной ставки капитализации.* Используется «долевой» подход к оценке. Этапы:

1. Приблизительно рассчитываются пропорции, в которых стоимость недвижимости делится на стоимость земельного участка и стоимость зданий и сооружений. Традиционно для этого используются данные о нормативных ценах земли и ценах на строительные работы.

2. Определяется средневзвешенная, общая ставка капитализации:

$$R_{ср} = D_{зд} \cdot R_{зд} + D_{зем} \cdot R_{зем}, \quad (3.26)$$

где  $D_{зд}$  — доля зданий и сооружений в общей стоимости объекта недвижимости;  $D_{зем}$  — доля земельного участка в общей стоимости объекта недвижимости.

3. Определяется стоимость всего недвижимого имущества методом капитализации дохода:

$$C_{н} = \frac{ЧОД}{R_{ср}}. \quad (3.27)$$

4. Рассчитывается стоимость земельного участка:

$$C_{зем} = C_{н} \cdot D_{зем}. \quad (3.28)$$

*Метод сравнения продаж.* Этапы:

- 1) На соответствующем рынке недвижимости выявляют ряд фактических продаж земельных участков, аналогичных оцениваемому по совокупности множества показателей.
- 2) Для подобранных аналогов собирается необходимая сравнительная информация: цена продажи, величина арендной платы и т. д.
- 3) Собранная информация о сделках проверяется на возможность использования в процессе оценки.
- 4) В объекты-аналоги вносятся поправки на различия между объектом оценки и каждым из сопоставимых участков: размер, местоположение, тип почв, рельеф, экономические условия и т. д.

Достоинства метода — простота использования. Недостаток — не всегда имеются сравнительные данные.

*Метод разбиения.* Этот метод используется в тех случаях, когда необходимо определить стоимость земельного участка, пригодного для разбиения на отдельные индивидуальные участки.

Этапы:

- 1) Рассчитывается стоимость освоенных участков с помощью метода сопоставимых продаж.
- 2) Определяются количество и размеры индивидуальных участков.
- 3) Сопоставляются графики освоения и предполагаемых продаж.

- 4) Определяются величины выручки от продажи индивидуальных участков.
- 5) Определяется ставка дисконта.
- 6) Рассчитываются показатели: издержки освоения и издержки, связанные с продажей; инженерные расходы; расходы на строительство дорог и инженерных коммуникаций; оплата налогов, комиссионных за продажу и рекламу; предпринимательская прибыль.
- 7) Определяется чистая выручка от продажи путем вычитания издержек освоения, издержек по продаже и предпринимательской прибыли из предполагаемой выручки от продажи участков.
- 8) Дисконтируется чистая выручка от продажи земельных участков для расчета стоимости земельного участка, разбитого на отдельные участки.

*Метод капитализации.* Метод удобен при оценке земельного участка в случае аренды последнего отдельно от зданий и сооружений, когда арендатор несет ответственность за уплату поимущественного налога и другие расходы.

Если условия договора достаточно точно отражают сложившуюся ситуацию на рынке аренды, то возможна непосредственная капитализация суммы чистой арендной платы ЧОД в стоимость земельного участка.

Этапы:

1. Рассчитывается ставка капитализации:

$$R = \frac{\text{ЧОД}_a}{C_a}, \quad (3.29)$$

где  $\text{ЧОД}_a$  — чистый операционный доход аналога;  $C_a$  — продажная цена аналога.

2. Определяется вероятная стоимость объекта оценки:

$$C_n = \frac{\text{ЧОД}}{R}. \quad (3.30)$$

*Метод валового рентного мультипликатора.* Алгоритм метода аналогичен алгоритму расчета стоимости зданий и сооружений.

## Оценка стоимости зданий и сооружений

Прежде чем перейти к оценке стоимости зданий и сооружений, оценщик должен не только ознакомиться с технической документацией, но и осмотреть здания и сооружения. Это позволит ему составить подробное описание объекта оценки, где будут даны характеристики внешних и внутренних конструкций, инженерных систем.

Оценка восстановительной стоимости или стоимости замещения осуществляется:

- методом сравнительной единицы;
- методом поэлементного расчета (разбивки на компоненты);
- индексным способом оценки.

*Метод сравнительной единицы.* Этот метод включает несколько этапов:

- 1) На основе данных об издержках строительства аналогичных объектов разрабатываются нормативы затрат на строительные работы (на 1 м<sup>2</sup>, на 1 м<sup>3</sup> здания). В качестве типичного сооружения лучше использовать недавно построенный объект, для которого известна контрактная цена. Если оценщику не удастся найти недавно построенный сопоставимый объект, то он может воспользоваться разработками Центрального научно-исследовательского института экономики и управления, Коинвеста и др., где даны удельные показатели стоимости потребительской единицы строительной продукции по характерным типам зданий и сооружений в базисном, текущем и прогнозном уровнях цен.
- 2) Норматив удельных затрат умножается на общую площадь или объем оцениваемого здания.
- 3) Вносятся поправки на особенности оцениваемого объекта.

*Метод поэлементного расчета стоимости зданий и сооружений (метод разбивки на компоненты).* Расчеты выполняются в следующей последовательности:

- разбивка здания на отдельные элементы (фундамент, стены, каркас, крышу и т. д.);
- расчет расходов, требуемых для установки конкретного элемента в строящемся здании на дату оценки. Для этого определяется сумма прямых и косвенных издержек, необходимых для строительства единичного объема;
- суммирование поэлементных затрат.

*Индексный способ оценки.* Такая оценка осуществляется посредством умножения балансовой стоимости объекта на соответствующий индекс для переоценки основных фондов, утвержденный Правительством РФ.

## Определение износа зданий и сооружений

После определения полной стоимости восстановления или замещения из полученной величины вычитается износ для расчета остаточной стоимости объекта. Понятие «износ», используемое оценщиками, и понятие «износ», используемое бухгалтерами, отличаются друг от друга.

Термин «износ» в теории оценки означает утрату полезности объекта, следовательно, и его стоимости по различным причинам, а не только вследствие фактора времени. В бухгалтерском учете под термином «износ» имеется в виду механизм переноса издержек на себестоимость продукции на протяжении нормативного срока службы объекта. Основными методами определения износа сооружений являются:

- метод разбиения;
- метод срока жизни.

*Метод разбиения.* Этот метод заключается в учете всех видов износа:

- устранимого физического;
- неустранимого физического;
- устранимого функционального;
- неустранимого функционального;
- внешнего (экономического).



.....  
*Физический износ считается устранимым, если затраты на устранение дефекта являются меньшими по величине, чем добавляемая при этом стоимость.*  
.....

Напротив, если затраты на исправление больше, чем добавляемая стоимость, то износ относится к неустранимому.

При использовании другого метода расчета физического износа — экспертного метода — эксперт путем осмотра определяет процент износа каждого элемента здания (согласно существующим нормативным документам), а затем соответственно величину износа в стоимостном выражении. Величина накопленного износа получается в результате умножения восстановительной стоимости на процент износа.

Процент износа элементов здания может быть рассчитан и как средневзвешенная величина по всем элементам здания.

Функциональный износ, так же как и физический, делится на устранимый и неустранимый. Критерий отнесения износа к устранимому или неустранимому такой же, как и в случае с физическим износом. Соответственно стоимость устранимого функционального износа определяется как затраты, целесообразные с учетом их вклада в будущий доход от эксплуатации объекта. Устранимый функциональный износ вызывается:

- недостатками, требующими добавления элементов;
- недостатками, требующими замены или модернизации элементов.

В первом случае он равен разнице между стоимостью выполнения требуемых добавлений на момент оценки и стоимости выполнения этих же добавлений, если бы они были выполнены первоначально при строительстве объекта оценки. Это объясняется тем, что обычно перестройка части объекта обходится дороже, чем если бы эта часть создавалась в момент строительства самого объекта.

Во втором случае устранимый функциональный износ измеряется затратами на замену устаревших элементов.

Неустранимый функциональный износ может быть вызван как недостатком, так и избытком качественных характеристик объектов оценки.

При недостатке он измеряется, в частности, потерями в сумме арендной платы при сдаче в аренду данного объекта.

Неустранимый функциональный износ рассчитывается как произведение потерь в арендной плате на валовый рентный мультипликатор, характерный для данного типа недвижимости.

Элементы зданий и сооружений, наличие которых в настоящее время неадекватно современным требованиям рыночных стандартов (например, слишком толстые стены в старых домах), относятся к «сверхулучшениям».

Здесь речь идет о неустранимом функциональном износе, вызванном избытком качественных характеристик.

Внешний (экономический) износ выражается в снижении функциональной пригодности недвижимости, вызванном внешними по отношению к ней негативными факторами: общим упадком района, неудачным местоположением объекта и т. д. Если физический и в определенной степени функциональный износ можно устранить

путем реконструкции или модернизации здания, то износ от внешнего воздействия в большинстве неустраним. Он традиционно рассчитывается:

- методом парных продаж. Сравниваются два сопоставимых объекта, один из которых имеет признаки внешнего износа, другой — не имеет. Разница в ценах продаж трактуется как внешний износ;
- методом капитализации рентных потерь. Используется валовой рентный мультипликатор. Сравниваются доходы от арендной платы сопоставимых объектов, причем один подвергается негативному внешнему воздействию, другой — не подвергается. Отсюда имеем:

$$I_{\text{экон}} = P_{\text{а. пл}} \cdot \text{ВРМ}, \quad (3.31)$$

где  $I_{\text{экон}}$  — экономический износ;  $P_{\text{а. пл}}$  — потери в арендной плате; ВРМ — валовой рентный мультипликатор.

*Метод срока жизни.* При определении износа этим методом оперируют следующими понятиями.



.....  
**Срок экономической жизни объекта** — это временной отрезок, в течение которого объект (здание) можно использовать, извлекая прибыль.  
 .....

В этот период улучшения «вносят вклад» в стоимость объекта. Срок экономической жизни объекта заканчивается, когда производимые улучшения перестают вносить вклад в его стоимость вследствие общего устаревания объекта.



.....  
**Срок физической жизни объекта** — это период времени, в течение которого здание существует.  
 .....

Срок физической жизни заканчивается сносом здания.



.....  
**Эффективный возраст (экспертно оцениваемый)** — возраст, основанный на оценке внешнего вида объекта с учетом его состояния, т. е. соответствующий его физическому состоянию.  
 .....

Срок оставшейся экономической жизни объекта, составляющий период от даты оценки и до окончания экономической жизни объекта.



.....  
**Нормативный срок службы** — это определенный нормативными актами срок службы зданий и сооружений.  
 .....

Взаимосвязь между износом, восстановительной стоимостью, эффективным возрастом и типичным сроком экономической жизни здания выражается следующей формулой:

$$\frac{И}{ВС} = \frac{ЭВ}{ЭЖ}, \quad (3.32)$$

где И — износ; ВС — восстановительная стоимость; ЭВ — эффективный возраст; ЭЖ — срок экономической жизни.

Эта формула может быть записана следующим образом:

$$И_{\% \text{ ВС}} = \frac{ЭВ}{ЭЖ}, \quad (3.33)$$

где  $И_{\% \text{ ВС}}$  — процент износа восстановительной стоимости.

Метод расчета срока жизни используется как для оценки совокупного износа, так и для вычисления какого-либо одного вида износа.



### Контрольные вопросы по главе 3

- 1) Охарактеризуйте недвижимое имущество.
- 2) Что такое кондоминиум?
- 3) Какое недвижимое имущество называют делимым, а какое неделимым?
- 4) Какие объекты коммерческой недвижимости могут приносить доход?
- 5) Какие объекты коммерческой недвижимости создают условия для получения прибыли?
- 6) Как характеризует земельный участок Гражданский Кодекс РФ?
- 7) Как характеризует земельный участок Земельный Кодекс РФ?
- 8) Какие целевые назначения земель определены Земельным Кодексом РФ?

---

## Глава 4

# ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ МАШИН, ОБОРУДОВАНИЯ И ТРАНСПОРТНЫХ СРЕДСТВ

---

### 4.1 Информационно-аналитическая база оценки стоимости машин, оборудования и транспортных средств

#### 4.1.1 Техничко-экономическое содержание основных производственных фондов

В условиях рынка любой объект рыночных отношений является товаром. В современной трактовке товаром является все, что может удовлетворить потребность или нужду человека, что предлагается рынку с целью привлечения внимания, приобретения, использования, потребления этого товара.

В условиях социалистической системы хозяйствования считалось, что товар может быть создан только в результате конкретного труда человека, то есть результатом труда сапожника является обувь, пекаря — хлеб, портного — одежда и т. д. Правда, признавалось и наличие абстрактного труда. Люди понимали, что товары произведены и в результате затрат энергии человеческого мозга, мускулов, нервов. Считалось, что абстрактный труд — это создатель стоимости товара, а конкретный труд — создатель самого товара, то есть его материальное воплощение.

В условиях рыночной экономики товаром становится все, что может удовлетворить запросы потребителя. Если у человека появилась необходимость иметь технические средства, которые помогают ему создавать нужные для жизни товары из металла либо дерева или более эффективно использовать природные ресурсы, перемещать грузы и др., то эти желания могут быть удовлетворены такими товарами, как станок для обработки дерева либо металла, техническое устройство для добычи нефти, газа, воды, автомобиль грузовой либо легковой и т. д.

Однако существуют и специфические особенности, которые отличают машины, оборудование, транспортные средства от других товаров. Прежде всего эти объекты отличаются большим разнообразием по функциональному назначению, типам, моделям, весу, габаритам и т. д. Кроме того они являются, с одной стороны, предметами труда, поскольку созданы руками человека; с другой стороны, это важнейшая часть средств труда, которая обслуживает производство в течении длительного времени, переносит свою стоимость по частям в процессе эксплуатации на создаваемые товары, не меняя при этом своей материально-вещественной формы.

Другую часть средств производства составляют предметы труда, которые также участвуют в производственном процессе и используются людьми для создания материальных благ. Предметы труда — это все то, к чему прилагается человеческий труд, и все то, что подвергается обработке в процессе производства с единственной целью — приспособить предметы труда для лучшего или производственного потребления. Предметы труда или даны непосредственно природой (уголь, газ, нефть, руда и т. д.), или являются продуктами труда человека (ткань, кожа, металл и т. д.). Однако следует выделить такие специфические предметы труда, как машины, оборудование и транспортные средства, которые также созданы руками человека. С одной стороны, эти объекты являются предметами труда, поскольку созданы руками человека, а с другой стороны — это средства труда, которые составляют важнейшую часть средств производства, то есть являются основными производственными фондами.

Такой двойственный характер машин и оборудования, транспортных средств и обуславливает необходимость более внимательного изучения этой экономической категории.



.....  
*Итак, **основные производственные фонды** — это орудия и средства труда, которые используются на предприятиях для производства конкретных видов продукции или оказания конкретных видов услуг, то есть это та часть средств производства, которая обслуживает производственный процесс в течение длительного времени; переносит свою стоимость на новые продукты по частям, в меру своего износа; не меняют в процессе производства своей натурально-вещественной формы.*  
.....

Объем, структура и качество основных производственных фондов это важнейший фактор, который определяет эффективность производства. От технических свойств этих объектов зависит выпуск продукции необходимого ассортимента и качества, а также зависит уровень живого и общественного труда на единицу времени, то есть производительность общественного труда, а в конечном итоге — уровень развития научно-технического прогресса на предприятии, в отрасли и в экономике страны. Машинам и оборудованию, транспортным средствам как важнейшим элементам основных фондов принадлежит определяющая роль как в производственном процессе, так и в развитии общественных отношений, которые приобретают особый характер в рыночных условиях.

Особенности машин, оборудования, транспортных средств, других технических устройств определяют и специфический характер соответствующих рынков. Во-первых, на этих рынках обращается большое разнообразие станков, машин и оборудования, транспортных средств, передаточных устройств и т. д. Каждый из этих объектов является уникальным товаром со своими индивидуальными особенностями. Во-вторых, здесь действуют, кроме продавцов и покупателей, как и на других рынках, многочисленные инвесторы, дилеры, эксперты, оценщики, страховщики, другие хозяйствующие субъекты и все они извлекают определенный доход в период обращения средств труда на рынке. В-третьих, на этих рынках, как правило, происходят не только конкретные сделки с этими товарами, но изменяются интересы и права собственников (например, на станки, транспорт, другое оборудование); формируется информационный поток сведений, который касается сделок с этими средствами труда и которыми пользуются все хозяйствующие субъекты рынка для достижения своих целей. Итак, рынок средств труда — это специфический сегмент инвестиционного рынка страны.

Как и любой товар, машины, оборудование, транспортные средства имеют себестоимость, стоимость и цену.



.....  
**Себестоимость объекта** — это денежные средства, необходимые для его создания.  
 .....



.....  
**Стоимость объекта** — это наиболее вероятная сумма денежных средств, которую можно получить при его продаже или при совершении других действий с ним.  
 .....



.....  
**Цена объекта** — это денежный эквивалент конкретно свершившейся сделки купли-продажи.  
 .....

Известно, что рыночную экономику от административно-плановой системы хозяйствования отличают две особенности. Во-первых, полная экономическая самостоятельность и ответственность предприятия как субъекта рынка. Во-вторых, неопределенность хозяйственной конъюнктуры, как следствие свободного установления хозяйственных связей с партнерами и как следствие свободных цен и тарифов на продукцию, работу и услуги. В этих условиях на первый план выдвигается задача минимизации риска работы предприятия на основе оценки каждого элемента производственного процесса. Поскольку важнейшим элементом производственного процесса, как известно, являются машины и оборудование, транспортные средства, то от них во многом зависит эффективность функционирования предприятия, его финансовая устойчивость. Без учета стоимостной оценки этих объектов в новых рыночных условиях хозяйствования трудно достичь желаемого результата в бизнесе.

### 4.1.2 Классификация, идентификация и локализация основных производственных фондов

В основе любого исследования лежит классификация предмета анализа. Основные производственные фонды всегда были предметом анализа для ученых, специалистов и практиков, которые изучали хозяйственную деятельность предприятий, отраслей, региональных образований и экономики страны в целом.

Отечественная общепринятая практика такова, что в зависимости от целей и удобства анализа основные производственные фонды группируются по разным критериям: по видам, жизненному циклу объекта, праву собственности на него, по способу приобретения и происхождения, по степени уникальности, функциональному назначению и т. д. Такую классификацию можно продолжать до бесконечности, так как признаков, по которым можно отличать один объект от другого, очень много. Но в каждом конкретном случае нужно ограничивать классификацию объектов исходя из принципа «разумной целесообразности».

Рассмотрим, как группируются основные производственные фонды по некоторым из названных выше критериев.

В основе такой группировки лежат разработанные в России специальные классификаторы продукции. Таких классификаторов три:

1. «Типовой классификатор основных фондов»;
2. «Общероссийский классификатор основных фондов ОК 013–94» (введен в действие с 01.01.1996 г.);
3. «Отраслевые классификаторы машин и оборудования».

Рассмотрим эти классификаторы более подробно, отметим их сильные и слабые стороны.

1. *«Типовой классификатор основных фондов».* В основе этой группировки лежат особенности функций, выполняемых основными производственными фондами: здания, сооружения, передаточные устройства, машины и оборудование, транспорт и т. д.

Термин «машины и оборудование», который употребляется в классификаторе и используется в практике оценки, имеет более широкий смысл.

Оценщики к этой группе часто относят и транспортные средства, и часть инструмента, и производственный и хозяйственный инвентарь, и некоторые передаточные устройства. Отличительной особенностью машин и оборудования является их многообразие. Различаются эти объекты по конструктивным особенностям, по типам, по моделям и т. д. Объектами классификации в этой группе считаются: по передаточным устройствам — каждое самостоятельное устройство, которое не является составной частью здания и сооружения; по силовым машинам и оборудованию — каждая силовая машина с фундаментом и всеми приспособлениями к ней; по рабочим машинам и оборудованию — каждый станок со всеми приспособлениями к нему, а также фундамент, на котором станок смонтирован, и т. д.

Построен типовой классификатор следующим образом. Все объекты, вошедшие в классификатор, подразделены на виды, классы, группы и подгруппы. В каждой группировке всем объектам присвоена соответствующая нумерация. Так, например:

- в группировку «вид» вошли под следующими номерами объекты:
  - 1) здания,
  - 2) сооружения,
  - 3) передаточные устройства,
  - 4) машины и оборудование,
  - 5) транспортные средства и т. д.
- в группировку «класс» (то есть в группу внутри «вида») вошли под следующими номерами объекты, относящиеся, в частности, к виду «машины и оборудование»:
  - 40 — силовые машины и оборудование,
  - 41 — рабочие машины и оборудование,
  - 42 — машины и оборудование для бетонных и отделочных работ,
  - 43 — машины и оборудование для черной металлургии и т. д. (всего 10 классов).
- в группировку «группа» (то есть объекты внутри «класса») вошли под номерами от 0 до 09 еще более детализированные объекты соответствующего класса;
- в группировку «подгруппа» (то есть объекты внутри «группы») вошли также под номерами от 0 до 09 детализированные объекты соответствующей группы.

В целом вид, класс, группа и подгруппа представляют собой коды конкретных основных производственных фондов.

Пример того, как выглядит структура кода по типовому классификатору основных фондов, показан на рисунке 4.1.

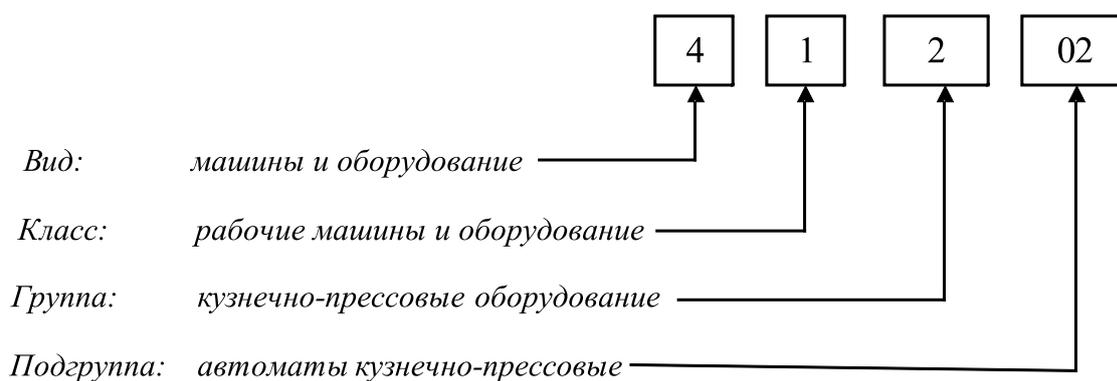


Рис. 4.1 – Пример структуры кода по типовому классификатору основных фондов

Таким образом, по «Типовому классификатору основных фондов» полученный код 41202 означает — кузнечно-прессовый автомат или ротационно-ковочная машина, годовая норма амортизационных отчислений которых составляет 10% от балансовой стоимости объекта.

«Типовой классификатор основных фондов» утвержден Госкомстатом РФ и используется для целей учета основных фондов; установления единых норм амортизационных отчислений на восстановление основных фондов; а также индексирующих коэффициентов при переоценке основных фондов.

На предприятии каждому объекту должен быть присвоен инвентарный номер, чтобы облегчить его поиск. На основе первичных документов (акта приемки-передачи объекта, технического паспорта, других документов на объект) в бухгалтерии предприятия заводится инвентарная карточка по типовой форме, из которой при надлежащем оформлении можно получить информацию об основных технических характеристиках объекта; о его первоначальной и восстановительной стоимости; о времени изготовления и пуска в эксплуатацию; об изменениях, которым объект подвергался (ремонт, модернизация); о финансовых источниках приобретения; в каком подразделении объект находится и т. д.

2. «Общероссийский классификатор основных фондов ОК 013–94» (ОКОФ) применяется организациями, предприятиями и учреждениями всех форм собственности. Объекты классификации в ОКОФ — основные фонды, используемые неоднократно или постоянно в течение длительного периода (но не менее одного года и стоимостью не выше 100 МРОТ) для производства товаров и оказания услуг.

При разработке ОКОФ учтены международные стандарты по классификации средств труда, видов деятельности, систем национальных счетов; положения о бухгалтерском учете в Российской Федерации; другие нормативные отечественные и международные документы. ОКОФ используется в основном для целей статистического учета основных фондов, при стоимостной оценке средств труда, при международных сопоставлениях структуры и состояния средств труда, расчетах фондоемкости, фондовооруженности и фондоотдачи, при расчете нормативов проведения капитальных ремонтов основных фондов. Группировка объектов в ОКОФ образована по признакам назначения основных фондов для работы в конкретной сфере деятельности (производственной и непроизводственной). Каждому виду основных фондов присваивается определенный код. Структура кода представляет собой девятизначный набор цифр XX XXXXXX, который обеспечивает детализацию объектов классификации, необходимую для выполнения учетных функций. Определенный набор цифр в коде имеет совершенно конкретное значение.

X0 0000000 раздел — это высший уровень деления объектов, образованный с учетом классификации основных фондов в Типовом классификаторе:

10 0000000 — материальные основные фонды;

20 0000000 — нематериальные основные фонды.

XX 0000000 подраздел — это уровень деления объектов с учетом их значимости для экономики в целом:

11 0000000 — здания;

12 0000000 — сооружения;

13 0000000 — жилище;

14 0000000 — машины и оборудование;

15 0000000 — транспортные средства;

- 16 0000000 — инвентарь производственный и хозяйственный;
- 17 0000000 — скот рабочий;
- 18 0000000 — насаждения;
- 19 0000000 — основные фонды, не включенные в другие группировки;
- 21 0000000 — геологоразведочные работы;
- 220000000 — компьютерное программное обеспечение;
- 23 0000000 — оригинальные произведения развлекательного жанра, литература или искусство;
- 24 0000000 — наукоемкие промышленные технологии.

XX XXXX000 класс — это уровень деления в соответствии с Общероссийским классификатором видов экономической деятельности, продукции и услуг (ОКДП):

- 14 2813000 — котлы паровые;
- 14 2894000 — инструмент для станков;
- 14 2896000 — оснастка технологическая для машиностроения;
- 14 2897000 — оборудование санитарно-технологическое металлическое;
- 14 2911000 — двигатели, турбины;
- 14 2912000 — насосы и т. д.

XX XXXX0XX подкласс — это детализация выделенных классов:

- 2911090 — оборудование энергетическое;
- 2912020 — оборудование компрессорное;
- 2914020 — печи и горелки;
- 2919020 — кондиционеры и т. д.

XX XXXXXXXX — вид обеспечивает детализацию объектов классификации, необходимую для выполнения учетных функций.

3. «Отраслевые классификаторы машин и оборудования». Многочисленные классификаторы этого типа дают наиболее полную характеристику машин и оборудования, учитывая при этом отраслевую специфику. Так, например, ЭНИМС предлагает «Классификатор металлорежущих станков», структура которого в какой-то мере повторяет структуру «Типового классификатора основных фондов», но имеет более глубокую детализацию объектов. Структурно классификатор ЭНИМС состоит из группы, подгруппы, вида и модели. Все это в совокупности представляет собой код станка.

Если, например, оценщик обнаружил в технической документации, сопровождающей объект оценки, код 1112, то это означает:

- 1 группа, то есть станки токарной группы;
- 1 подгруппа, то есть универсальные токарные станки;
- 1 вид, то есть токарные револьверные одношпиндельные автоматы;
- 2 модель ПД25ПФ40.

Отраслевые классификаторы машин и оборудования представляет собой удобный инструмент для построения баз данных, позволяющих значительно облегчить труд оценщика по систематизации и поиску информации о рыночной стоимости различных объектов-аналогов.

Все три типа классификаторов широко используются практикующими оценщиками в период проведения работ по переоценке основных фондов предприятия, при использовании методов оценки с позиций имущественного (затратного) и сравнительного (рыночного) подходов, при определении объема выполняемых оценочных работ и привлечении экспертов. Описанные выше классификаторы являются нормативными документами, периодически они издаются и публикуются в специальной литературе.

Однако бывают ситуации, когда полученной с помощью классификаторов информации недостаточно, и оценщик может продолжить группировку объектов оценки по своему усмотрению в зависимости от целей оценочной работы.

Дополнительную информацию оценщик может получить, группируя машины, оборудование и транспортные средства по этапам жизненного цикла.

Классификация объектов по этапам жизненного цикла может быть проведена в трех направлениях.

Первое направление — в соответствии с развитием рынка средств труда. Известно, что периоды функционирования любого рынка можно представить следующим образом: период возникновения рынка, периоды его интенсивного и стабильного развития, затем период снижения темпов развития рынка и, наконец, период его исчезновения. Машины, оборудование и транспортные средства как товары обращаются на всех этапах, и поэтому эти объекты можно сгруппировать по периодам развития конкретных рынков, то есть:

- объекты, которые впервые появились на зарождающемся рынке этих товаров;
- объекты, продажа которых на рынке интенсивно нарастает;
- объекты, обращающиеся в периоде насыщения рынка этими товарами;
- объекты, темпы продажи которых на рынке снижаются;
- объекты, которые перестали пользоваться спросом у потребителей, и, как результат, снижение объема их продаж на рынке.

Цены приобретения или продажи одних и тех же основных фондов, но в разные периоды развития рынков будут иметь значительные расхождения. Этот факт оценщик должен учитывать в своей работе при определении стоимости объекта.

Второе направление — по мере физического старения средств труда. Машины, оборудование и транспортные средства можно группировать по мере увеличения времени их эксплуатации (3, 5, 10 лет и т. д.). Каждый год эксплуатации увеличивает моральный и физический износ этих объектов, что в конечном итоге изменяет и их стоимостные характеристики. В целях совершенствования учета основных производственных фондов в бухгалтерской документации Правительство Российской Федерации постановлением от 01.01.2002 г. «О классификации основных средств, включаемых в амортизационные группы» утвердило десять групп ОПФ, в которые вошли под конкретными кодами ОКОФ средства труда с различными сроками полезного использования.

Третье направление — в зависимости от периода эксплуатации. В зависимости от периода эксплуатации, машины, оборудование, транспорт, другие средства труда

можно группировать по объектам, которые предназначены к установке, находятся в эксплуатации или в ремонте, реконструируются или находятся в консервации, выбыли из эксплуатации или подлежат разборке. Такая группировка позволяет оценщику определить тот вид стоимости, который в большей степени соответствует объективной оценке объекта, и выбрать для каждого объекта необходимые подходы и технологию оценки.

Могут быть и другие критерии классификации основных производственных фондов — все зависит от цели, которая поставлена собственником машин, оборудования и транспортных средств перед экспертом-оценщиком. Эти цели могут быть экономического, технического, социально-экономического, технико-экономического характера и т. д. Однако любая классификация основных производственных фондов должна рассматриваться оценщиком с позиции «здравого смысла». Показатели, по которым оценщик группирует средства труда, могут быть разными, но уровень детализации групп определяется «здравым смыслом».

Все рассмотренные выше классификации основных производственных фондов в совокупности позволяют анализировать их состояние и движение на уровнях фирмы, региона и экономики страны в целом.



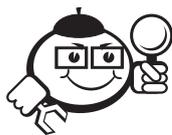
### Пример

Так, если из общей массы основных производственных фондов выделить объекты, активно участвующие в производственном процессе (машины, оборудование, транспорт) или пассивно участвующие в нем (здания, земля), и в динамике анализировать их количественное изменение, например за определенный период времени, то при увеличении удельного веса активной части основных фондов можно говорить о повышении эффективности производства; при уменьшении доли пассивной части — также об эффективности производства; при уменьшении доли активной части основных фондов — о снижении эффективности производства.



### Пример

Если из общей массы основных производственных фондов выделить прогрессивные и морально устаревшие машины, оборудование или транспортные средства и в динамике анализировать их количественное изменение, то увеличение доли прогрессивного оборудования, например в конкретной машиностроительной отрасли, будет свидетельствовать о более высоком уровне ее развития и, наоборот, уменьшение доли прогрессивного оборудования свидетельствует о снижении уровня развития конкретной отрасли по сравнению с другими отраслями.



## Пример

Еще пример: улучшение технических характеристик машин и оборудования свидетельствует о процессе совершенствования техники, а уровень насыщения рынка этой техникой говорит о прогрессивных сдвигах в развитии производства конкретной отрасли народного хозяйства. Особенности технологии производства в различных отраслях народного хозяйства также обуславливают различия в структуре основных производственных фондов, которые используются на предприятиях этих отраслей. К примеру, в машиностроении и металлообработке наблюдается большой удельный вес зданий, рабочих машин и другого оборудования, меньше силовых машин, транспортных средств и лабораторного оборудования. В электроэнергетике — большой удельный вес силовых машин, передаточных устройств и сооружений, меньше рабочих машин и оборудования, лабораторного оборудования и измерительных устройств и т. д.

Оценку машин и оборудования, как и другого имущества, проводят в соответствии с общепринятыми понятиями и принципами, содержащимися в международных и отечественных стандартах оценки, рассматривающих интересы субъектов рынка в приобретении, продаже имущества как товара.

Вместе с тем от других видов активов машины и оборудование отличаются тем, что:

- являются активной частью основных фондов;
- могут быть перемещены в другое место без причинения невосполнимого физического ущерба как самим себе, так и той же недвижимости, к которой они были временно привязаны;
- могут быть как функционально самостоятельными, так и образовывать технологические комплексы;
- имеют высокую конструктивную сложность и множество ценообразующих характеристик;
- оцениваются в основном сравнительным и затратным подходами;
- возможности доходного подхода для оценки отдельных единиц оборудования ограничены;
- им свойственна тесная методологическая связь затратного и сравнительного подходов при оценивании;
- имеют специфические виды оценочных стоимостей и методов их расчета (полная восстановительная стоимость, рыночная стоимость при продолжающемся использовании и др.);
- для них необходим учет в рассчитываемой стоимости приобретаемой полноты прав собственности;
- отсутствует общепринятая нормативно-информационная база (за исключением некоторых сегментов рынка машин и оборудования, например транспортных средств);

- сложно измерить общий накопленный износ и его составляющие;
- тесно связаны с оценкой производственного бизнеса в целом;
- специфично ценообразование, обусловленное наличием многих видов производств, начиная с экспериментального и заканчивая массовым, а также проводимой ценовой политикой предприятий-изготовителей.

В зависимости от целей и мотивов оценки объектом оценки могут выступать:

- одна отдельно взятая машина или единица оборудования (типичный случай — определение страховой стоимости или рыночной стоимости при сделках купли-продажи);
- множество условно независимых друг от друга единиц машин и оборудования (типичный случай — переоценка основных фондов);
- производственно-технологические системы: комплекс машин и оборудования с учетом имеющихся производственно-технологических связей (типичный случай — при ликвидации предприятия, когда имущество распродается так, чтобы на его основе потенциальный покупатель мог организовать собственное производство).

В первом случае речь идет об оценке «россыпью»; во втором — «поток», в третьем — о «системной оценке». Системная оценка, в отличие от двух других оценок, наиболее близка к оценке производственного бизнеса в целом.

При оценке машин и оборудования важным является правильность выбора методов оценки, относящихся к трем подходам (рисунок 4.2): затратному, сравнительному, доходному.

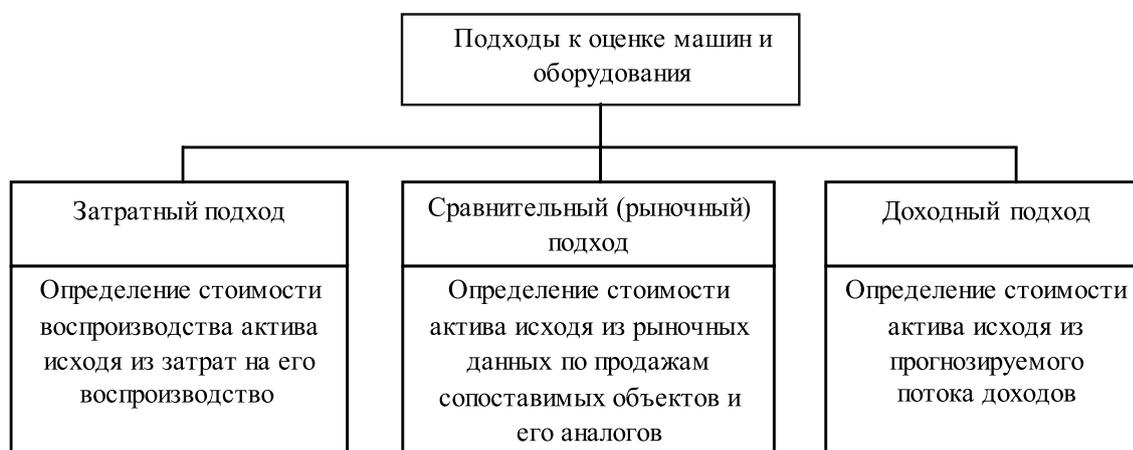


Рис. 4.2 – Подходы к оценке машин и оборудования

Поскольку чаще расчету подлежит рыночная стоимость, являющаяся базой для расчета любого вида оценочной стоимости, за исключением восстановительной, необходимо стремиться к использованию трех подходов при проведении расчетных процедур. Однако основным при оценке машин и оборудования выступает сравнительный подход.

## 4.2 Применение затратного подхода для оценки стоимости машин и оборудования

Затратный подход к оценке стоимости машин и оборудования основывается на трудовой теории стоимости и на принципе замещения, суть которой заключается в том, что осведомленный инвестор не заплатит за объект большую сумму, чем затраты на производство (приобретение) аналогичного объекта одинаковой полезности с сопоставимыми технико-эксплуатационными показателями.

Текущая стоимость оборудования определяется путем расчета восстановительной стоимости с последующим учетом в ней обесценения, вызванного выявленными элементами накопленного износа: физического, функционального, экономического:

$$C_{об.т} = BC - O, \quad (4.1)$$

где  $C_{об.т}$  — текущая стоимость оборудования (на дату оценки);  $BC$  — восстановительная стоимость, рассчитываемая на базе стоимости воспроизводства ( $Cв$ ) или стоимости замещения ( $Cз$ );  $O$  — обесценение, вызванное выявленными элементами накопительного износа: физическим, функциональным, экономическим.

Восстановительная стоимость вычисляется в текущих ценах оцениваемого оборудования как нового, без учета износа и соотносится к дате оценки.

Перед оценщиком стоит проблема обоснованного выбора расчета восстановительной стоимости на базе стоимости воспроизводства или стоимости замещения и, как следствие, соответствующих методик их определения.



.....  
**Стоимость воспроизводства** — текущие затраты на производство или приобретение нового оборудования, полностью идентичного оцениваемому по функциональным, конструктивным и эксплуатационным характеристикам.  
.....



.....  
**Стоимость замещения** — это минимальные текущие затраты на приобретение на рынке аналогичного оборудования, максимально близкого по функциональным, конструктивным и эксплуатационным характеристикам к оцениваемому.  
.....

В первом случае идет речь об идентичных объектах, во втором — об аналогичных. Для определения того, какие объекты могут быть отнесены к аналогичным, необходимо остановиться на показателях потребительских свойств машин и оборудования:

- функциональные показатели (производительность или мощность, грузоподъемность, тяговое усилие, размеры рабочего пространства, класс точности, степень автоматизации);
- эксплуатационные показатели (безотказность, долговечность, ремонтпригодность, сохраняемость);

- конструктивные показатели (масса, вес, состав основных конструктивных материалов);
- показатели экономичности эксплуатации машин, характеризующие расходы различных ресурсов при функционировании машин в единицу времени, на единицу продукции или работ;
- эстетические показатели;
- показатели эргономичности, характеризующие машину как элемент системы «человек-машина».

При установлении сходства машин и оборудования выделяют три уровня:

- функциональное сходство (по области применения, назначению);
- конструктивное сходство (по конструктивной схеме, составу и однородности элементов);
- параметрическое сходство (по значению главных ценообразующих параметров).

При полном достижении функционального, конструктивного и параметрического сходства принято рассматривать идентичность объектов, а при приближительном и частичном сходстве — аналогичность.

Основу расчета стоимости воспроизводства или стоимости замещения составляет расчет издержек производства того или иного вида машинно-технической продукции, т. е. себестоимости.



.....  
*Себестоимость* — выраженные в денежной форме текущие затраты на производство и реализацию машинно-технической продукции.  
 .....

Себестоимость переходит в категорию восстановительной стоимости при учете следующих дополнительных факторов:

- нормы прибыли производственной организации;
- торговой наценки;
- транспортных издержек по доставке оборудования к месту эксплуатации;
- сопутствующих затрат, необходимых для начала эксплуатации актива (монтаж, пуск, наладка оборудования и др.).

Затем из рассчитанной восстановительной стоимости вычитаются потери стоимости оборудования в результате износа.

Исходя из ранее отмеченного можно сделать вывод о том, что наиболее определяющим моментом расчета восстановительной стоимости является расчет себестоимости.

В теории затратного подхода к оценке машин и оборудования выделяют прямые и косвенные методы расчета себестоимости или восстановительной стоимости.

К прямым методам относятся:

- метод прямой калькуляции;

- метод трендов;
- метод расчета по цене однородного объекта;
- метод покомпонентного разложения.

*Метод прямой калькуляции* достаточно сложен и требует обработки больших массивов информации, так как по каждой конкретной отрасли необходимо знать множество норм различных экономических показателей. Однако этот метод дает наиболее точный и достоверный результат. В практической оценке метод прямой калькуляции оценщиками не применяется в силу указанных выше причин. Вместе с тем в частном случае может быть применен метод трендов.

*Метод трендов* позволяет определить себестоимость или восстановительную стоимость оцениваемого оборудования на основании имеющейся ретроспективной информации об изменении себестоимости или восстановительной стоимости идентичного (аналогичного) оборудования с последующим приведением ее к текущему уровню (на дату оценки) при помощи индексов (трендов). Такое приведение может осуществляться как по отдельным статьям затрат, формирующих себестоимость, так и по себестоимости в целом.

Текущая себестоимость объекта:

$$C_{\text{тек}} = C_{\text{баз}} \cdot I, \quad (4.2)$$

где  $C_{\text{баз}}$  — базовая себестоимость объекта;  $I$  — индекс (тренд) себестоимости.

*Метод расчета по цене однородного объекта* осуществляется 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:

$$C_{\text{п. од}} = \frac{(1 - H_{\text{дс}}) \cdot (1 - H_{\text{пр}} - K_{\text{р}}) \cdot Ц_{\text{од}}}{1 - H_{\text{пр}}}, \quad (4.3)$$

где  $H_{\text{дс}}$  — ставка налога на добавленную стоимость;  $H_{\text{пр}}$  — ставка налога на прибыль;  $K_{\text{р}}$  — показатель рентабельности продукции;  $Ц_{\text{од}}$  — цена однородного объекта.

Допустимо принять показатель рентабельности для пользующейся повышенным спросом продукции в интервале 0,25–0,35, для продукции, имеющей средний спрос, — 0,1–0,25, для низкорентабельной продукции — 0,05–0,1.

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

$$C_{\text{п}} = C_{\text{п. од}} \cdot \frac{G_{\text{оц}}}{G_{\text{од}}}, \quad (4.4)$$

где  $C_{\text{п}}$  — полная себестоимость производства оцениваемого объекта;  $G_{\text{оц}}$  — масса конструкций оцениваемого объекта;  $G_{\text{од}}$  — масса конструкций однородного объекта.

Определяется восстановительная стоимость оцениваемого объекта по формуле:

$$BC = \frac{(1 - H_{пр}) \cdot C_{п}}{1 - H_{пр} - K_p} \quad (4.5)$$

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

*Метод покомпонентного (позлементного) разложения* осуществляется в следующей последовательности:

- 1) Составляется перечень комплектующих узлов и агрегатов оцениваемого объекта, по которым имеется ценовая информация.
- 2) Определяется полная себестоимость объекта оценки:

$$C_{п} = \sum C_{\text{эл}} + C_{Зс}, \quad (4.6)$$

где  $C_{\text{эл}}$  — стоимость комплектующего узла или агрегата;  $C_{Зс}$  — собственные затраты изготовителя (например, стоимость сборки).

- 3) Рассчитывается восстановительная стоимость оцениваемого объекта:

$$BC = \sum (C_{\text{эл}} + C_{Зс}) \cdot K_{п} \cdot K_{т}, \quad (4.7)$$

где  $K_{п}$  — норма прибыли;  $K_{т}$  — коэффициент, учитывающий торговую наценку.

Норму прибыли в восстановительной стоимости учитывают, как правило, в случае расчета BC с позиций стоимостей в «обмене».

К косвенным методам расчета себестоимости или восстановительной стоимости относятся методы целостной оценки.

*Методы целостной оценки* могут применяться в равной степени в затратном и сравнительном подходах. Данные методы основаны на изучении взаимосвязи между себестоимостями или ценами аналогичных машин и их технико-экономическими характеристиками. В зависимости от выбранного количества параметров, наиболее влияющих на формирование себестоимости или цены (главных ценообразующих параметров), и методологии расчета методы целостной оценки включают следующие методы.

*Метод удельных экономических показателей с использованием линейного коэффициента торможения* позволяет рассчитать восстановительную стоимость оцениваемой машины на базе известной удельной стоимости машины-аналога.



.....  
**Удельная стоимость** — это стоимость не всей машины, а частное от деления цены на значение главного ценообразующего параметра.  
 .....

При применении этого метода необходимо стремиться к минимальной разнице в значениях главных ценообразующих параметров сравниваемых машин. Восстановительную стоимость оцениваемой машины получают умножением ранее рассчитанной удельной стоимости машины-аналога на значение главного ценообразующего параметра объекта оценки.

При существенных различиях в значениях основных одноименных параметров анализируемых машин в расчет вводят коэффициент торможения стоимости, рассчитываемый по данным машин-аналогов. Под коэффициентом торможения стоимости подразумевается отношение удельной стоимости машины большей производительности к удельной стоимости однотипной машины меньшей производительности при условном равенстве всех прочих параметров.

Использование удельной стоимости в расчетных процедурах дает возможность довольно быстро и просто рассчитать искомую стоимость. При этом закономерности изменения удельной стоимости, определяемые величиной коэффициента торможения, практически с течением времени не меняются. Однако следует иметь в виду, что абсолютные величины удельных стоимостей в результате влияния научно-технического прогресса, инфляции и других факторов требуют периодического обновления.

*Метод параметр-цена с использованием степенного коэффициента* позволяет учесть корреляционную зависимость цены от значения основного параметра машины с помощью следующей формулы:

$$BC_{\text{оц}} = \left( \frac{P_{\text{оц}}}{P_{\text{ан}}} \right)^{K_c} \cdot Ц_{\text{ан}}, \quad (4.8)$$

где  $BC_{\text{оц}}$  — восстановительная стоимость оцениваемой машины;  $(P_{\text{оц}}/P_{\text{ан}})$  — коэффициент параметрической коррекции, учитывающий разницу в значениях главных ценообразующих параметров объекта оценки и аналога;  $P_{\text{оц}}$ ,  $P_{\text{ан}}$  — значения главных одноименных параметров оцениваемой машины и аналога;  $K_c$  — степенной коэффициент;  $Ц_{\text{ан}}$  — известная цена нового аналогичного оборудования.

Величина степенного коэффициента стоимости определяется на основе имеющейся информации о ценах и параметрах функционально и конструктивно однородных групп машинно-технической продукции.

Методы корреляционного моделирования строятся на статистическом анализе зависимости цен выбранного ряда аналогичных машин от формирующих эти цены значений главных ценообразующих параметров. Эти методы охватывают метод парной корреляции и многофакторный анализ (метод множественной корреляции). Оцениваемый объект рассматривается как некоторая совокупность аналогичных объектов, для которых известны цены и значения главных ценообразующих параметров. На основе информации об объектах, входящих в совокупность, с помощью метода статистического анализа разрабатывают математическую модель зависимости, цены от одного (метод парной корреляции) или нескольких параметров (многофакторный анализ). По такой модели и производят расчет стоимости оцениваемой машины.

Методы корреляционного моделирования требуют наличия достаточно обширной базы данных, что несколько ограничивает возможность их применения, однако они показывают наиболее точные результаты.

После определения восстановительной стоимости оцениваемой машины переходят к расчету износа.



.....

**Износ** — это технико-экономическое понятие, выражающее уменьшение степени дальнейшей пригодности или уменьшение потребительской привлекательности тех или иных свойств машины в период ее эксплуатации.

.....

В зависимости от причин, вызывающих износ, его подразделяют, как отмечалось ранее, на физический, функциональный и внешний. Для любого вида износа необходимо различать устранимый и неустранимый износы.



.....

**Устранимым** называют износ, устранение которого физически возможно и экономически оправдано, в противном случае износ считают неустранимым.

.....



.....

**Физический износ** представляет собой ухудшение первоначальных заложенных технико-экономических параметров, обусловленное естественным изнашиванием оборудования в целом и отдельных компонентов в процессе эксплуатации, а также под воздействием окружающей среды.

.....

Физический износ может быть определен и для машины, и для отдельных компонентов.

Существуют прямые и косвенные методы расчета физического износа.

К прямым относят точные методы определения износа, основанные на осмотре оборудования и измерении различных его параметров; к косвенным — методы, основанные на осмотре имущества, изучении условий его эксплуатации и нормативных данных.

Прямой метод определения физического износа (метод наблюдения) осуществляется с помощью средств технической диагностики при непосредственном участии обслуживающего персонала. Замеряются не только основные технические параметры машины, но и необходимые косвенные. Затем по шкале экспертных оценок, соответствующей отклонению тех или иных технических параметров от своего первоначального значения, определяется процент физического износа как отдельных компонентов, так и изделия в целом.

Остальные методы определения физического износа являются косвенными, к ним относятся:

- укрупненная оценка технического состояния. При использовании этого метода предварительной оценки износа возможно описывать объект как поэлементно, так и укрупненно. После осмотра объекта и описания его технического состояния используют специальные оценочные шкалы (таблица 4.1);
- метод срока жизни. Данный метод заключается в анализе соотношения периода эксплуатации или эффективного возраста и нормативного срока службы оборудования.

Базовая формула для расчета физического износа такова:

$$I_{\text{физ}} = \frac{T_{\text{эк}}}{\text{НСС}} \quad (4.9)$$

или

$$I_{\text{физ}} = \frac{\text{ЭВ}}{\text{НСС}}, \quad (4.10)$$

где  $T_{\text{эк}}$  — период эксплуатации оборудования; ЭВ — эффективный возраст оборудования; НСС — нормативный срок службы оборудования.

- метод прямого денежного измерения. Этот метод заключается в подсчете суммы затрат на замену отдельных элементов оборудования в денежном выражении, которая бы потребовалась для устранения износа. Физический износ в процентном выражении может быть рассчитан по следующей формуле:

$$I_{\text{физ}} = \frac{C_{\text{рем}}}{C_{\text{нов}}}, \quad (4.11)$$

где  $C_{\text{рем}}$  — стоимость ремонта;  $C_{\text{нов}}$  — стоимость новой машины.

Таблица 4.1 – Оценочная шкала для определения физического износа

Физический износ, %	Оценка технического состояния	Общая характеристика технического состояния
0–20	Хорошее	Повреждений и деформаций нет. Имеются отдельные неисправности, не влияющие на эксплуатацию элемента, и устраняются в период текущего ремонта
21–40	Удовлетворительное	Элементы в целом пригодны для эксплуатации, однако требуют ремонта уже на данной стадии эксплуатации
41–60	Неудовлетворительное	Эксплуатация элементов возможна лишь при условии проведения ремонта
61–80	Аварийное	Состояние элементов аварийное. Выполнение элементами своих функций возможно лишь при проведении специальных охранительных работ или полной замене этих элементов
81–100	Непригодное	Элементы находятся в не пригодном к эксплуатации состоянии



.....  
**Функциональный износ** представляет собой уменьшение потребительской привлекательности тех или иных свойств объекта, обусловленное развитием новых технологий в сфере производства аналогичных машин и оборудования.  
 .....

Снижение привлекательности машины вследствие перечисленных причин влечет за собой ее обесценение. Для расчета функционального износа могут быть применены некоторые методы целостной оценки, а также экспертные методы.



.....  
**Внешний (экономический) износ** — это потеря стоимости оборудования обусловленная негативным влиянием внешних факторов, таких, как сокращение спроса на некоторые виды выпускаемой продукции; возросшая конкуренция; законодательные ограничения и т. п.  
 .....

Внешний износ может определяться методом срока жизни или методом измерения снижения загрузки оборудования по различным причинам. Для оценки экономического износа также применяется метод парных продаж, когда сравниваются два сопоставимых объекта, один из которых имеет признаки внешнего износа, а другой — не имеет. Разница в ценах продаж трактуется как внешний (экономический) износ.

После расчета каждого вида износа общий накопленный износ оборудования определяется по формуле:

$$I_{об} = 1 - (1 - I_{физ}) \cdot (1 - I_{функц}) \cdot (1 - I_{эк}), \quad (4.12)$$

где  $I_{физ}$  — физический износ;  $I_{функц}$  — функциональный износ;  $I_{эк}$  — экономический износ.

### 4.3 Применение сравнительного подхода для оценки стоимости машин и оборудования

Сравнительный подход к оценке стоимости машин и оборудования позволяет рассчитать стоимость оцениваемой машины на основе имеющейся ценовой информации на оборудование, аналогичное оцениваемому объекту.

При этом анализу подвергаются цены как первичного, так и вторичного рынков. Сравнительный подход основан на принципе замещения, согласно которому рациональный инвестор не заплатит за данный объект большую сумму, чем стоимость доступного к покупке аналогичного объекта, обладающего аналогичной полезностью.

Данный подход применим в случае, когда для оцениваемого объекта можно подобрать несколько аналогов, для которых известны цены их продаж. Важным

этапом подхода является корректный выбор аналогов и анализ их цен, на основе которых производят расчет необходимых корректировок к ценам аналогов.

В общем случае рыночная стоимость оцениваемой машины:

$$PC_o = C_{ан} \cdot K_{дп} \cdot K_{ком} \cdot \frac{1}{1 - I_{физ. ан}} \cdot K_1 \cdot K_2 \cdot \dots \cdot K_m \cdot (1 - I_{об}) \pm C_{доп} \pm \Delta C_{тз}, \quad (4.13)$$

где  $C_{ан}$  — цена машины-аналога на дату его продажи (цена предложения);  $K_{дп}$  — коэффициент приведения цены продажи аналога (цены предложения) к дате оценки, т. е. поправка на дату продажи;  $K_{ком}$  — коэффициент, учитывающий различия в коммерческих условиях приобретения оцениваемой машины и аналога, в том числе и базис местоположения объекта оценки;  $I_{физ. ан}$  — физический износ аналога за период эксплуатации с момента выпуска до момента оценки;  $K_1, K_2, \dots, K_m$  — корректирующие параметрические коэффициенты, учитывающие отличия в значениях технических параметров оцениваемой машины и аналога;  $I_{об}$  — общий накопленный износ оцениваемого оборудования;  $C_{доп}$  — рыночная стоимость на дату оценки дополнительных устройств (оснастки), наличием которых отличаются оцениваемая машина и аналог;  $\Delta C_{тз}$  — возможная разница в стоимостях товарных знаков оцениваемой машины и аналога.

Корректирующие параметрические коэффициенты могут рассчитываться с помощью линейного коэффициента торможения или по следующей формуле:

$$K_{1,2,\dots,m} = \left( \frac{P_{oi}}{P_{ани}} \right)^{K_{ci}}, \quad (4.14)$$

где  $P_{oi}, P_{ани}$  — значения  $i$ -го параметра у оцениваемого объекта и аналога;  $K_{ci}$  — степенной коэффициент, характеризующий зависимость цены объекта от  $i$ -го параметра.

Показатели степени  $K_{ci}$  получают в результате экономического анализа и построения экономико-математических корреляционных моделей зависимости цены (себестоимости производства) от технических параметров для разных видов оборудования и характеризующих их различных ценообразующих параметров.

Вносимые в цену аналога корректировки ( $K_{1,2,\dots,m}; C_{доп}; \Delta C_{тз}$ ) подразделяются:

- на коэффициентные, вносимые умножением или делением на тот или иной коэффициент;
- поправочные, вносимые прибавлением или вычитанием абсолютной денежной поправки.

В зависимости от вида поправок и методологии их расчета необходимо соблюдать приоритетность внесения таковых в цены аналогов. Сначала цены аналогов корректируют согласно коэффициентным поправкам (время продажи, износ и параметры), а затем — денежным поправкам (на разницу в наличии дополнительных устройств).

Сравнительный подход позволяет выполнить расчет рыночной стоимости оцениваемой машины по данным об одном-трех аналогах. Количество используемых аналогов зависит прежде всего от степени сходства сравниваемых объектов и максимального сходства условий их приобретения. Рыночную стоимость оцениваемой машины получают как среднеарифметическую или средневзвешенную величину по скорректированным ценам аналогов.

## 4.4 Применение доходного подхода для оценки стоимости машин и оборудования

Доходный подход к оценке машин и оборудования позволяет определить, как правило, инвестиционную стоимость оборудования как текущую стоимость будущих доходов от его эксплуатации. На практике при оценке машин и оборудования могут быть использованы два метода доходного подхода:

- 1) метод дисконтирования денежных потоков (ДДП);
- 2) метод прямой капитализации дохода (ПК).

Для применения доходного подхода с помощью метода ДДП или ПК необходимо спрогнозировать будущие доходы от эксплуатации оборудования на текущий год или несколько лет вперед. Напрямую применительно к машинам и оборудованию эту задачу решить невозможно, так как доход создается всей производственной системой, всеми ее активами, к которым относятся не только машины и оборудование, но также здания, сооружения, оборотные фонды, нематериальные активы (такой системой может быть предприятие, цех, участок). Поэтому приведенные методы доходного подхода предполагают поэтапное решение задачи:

- 1) рассчитывается чистый доход от функционирования производственного комплекса методом ДДП или ПК;
- 2) методом инвестиционного остатка выделяется часть чистого дохода, приходящегося на машинный комплекс производственной системы;
- 3) вычисляется стоимость оцениваемой единицы оборудования с помощью долевого коэффициента, определяемого исходя из доли оцениваемой единицы оборудования в общей балансовой стоимости машинного комплекса предприятия.

Доходный подход к оценке машин и оборудования применяется ограниченно, так как сложно выделить доход, приносимый оцениваемой единицей оборудования, из дохода, приносимого общей производственной системой.

## 4.5 Методы оценки стоимости транспортных средств

Профессиональные оценщики в своей практической работе по определению стоимости движимого имущества руководствуются разработанной Государственным научным центром «НАМИ» совместно с Федеральным центром судебной экспертизы и согласованным с Министерством юстиции и Государственным таможенным комитетом Российской Федерации документом №РД 37.009.015–98 «Методическое руководство по определению стоимости автотранспортных средств с учетом естественного износа и технического состояния на момент предъявления». С учетом требований Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» в 1999 г., а затем и в 2000 г. в методику расчета стоимости легковых и грузовых автомобилей, прицепов к ним, автобусов, мототехники отечественного и иностранного производства внесены некоторые изменения технического характера, которые способствуют более объективному определению стоимости объекта оценки. Результаты расчетов, выполненные на основе этих методических рекомендаций,

позволяют определять с достаточной степенью точности остаточную стоимость оцениваемых объектов, которая используется при определении цены продажи или сдачи в аренду, стартовой цены для аукциона, приватизации или передачи в доверительное управление, залоговых операциях и разрешении имущественных споров, начислении налогооблагаемой базы и других производственных ситуациях.

Процедура оценки стоимости автотранспортного средства включает в себя следующие операции.

1. *Составление договора на проведение работ по определению стоимости транспортного средства.* Это важный этап работы, предусматривающий знакомство с заказчиком, определение его полномочий на заказ оценочных работ, предварительное тактичное выяснение, возможно, скрытых дефектов и повреждений объекта оценки. После уведомления заказчика о существующих рыночных ценах на подобного рода работы и получения согласия на их проведение по предъявленному объекту заключается соответствующий договор, в котором обязательно фиксируется предмет договора, обязанности, права и ответственность сторон, стоимость услуг и дата определения стоимости объекта оценки.

2. *Осмотр транспортного средства.* Этот этап выполнения оценочных услуг включает в себя несколько операций. Прежде всего оценщик фиксирует: во-первых, сведения о владельце транспортного средства или его доверенном представителе (паспортные данные человека или реквизиты юридического лица); во-вторых, наличие технического паспорта (свидетельства о регистрации) и основные параметры технического средства; в-третьих содержание документа органа внутренних дел, в котором зафиксированы повреждения оцениваемого объекта, обнаруженные при его осмотре на месте происшествия. Затем оценщик приступает к непосредственному осмотру и определению технического состояния и комплектности движимого имущества. Акт осмотра не является обязательным документом, но значительно упрощает процесс составления отчета, а также его изучение заинтересованными лицами, что, в свою очередь, позволяет избежать большого количества ненужных вопросов, а следовательно, повышает степень доверия к его составителю.

3. *Идентификация данных технического паспорта транспортного средства.* Паспортные данные предъявленного технического средства характеризуют объект оценки по таким показателям, как год выпуска, номера кузова и двигателя, пробег, и другим параметра. Для большинства технических средств год выпуска устанавливается по номеру кузова, так как в связи с введением в паспортные данные VIN-номера — международного идентификационного номера технического средства, согласно стандартам ИСО — 8, используется единая международная система нумерации дорожного транспорта. VIN-номер — это комбинация из 17-ти цифр и букв, состоящая из трех частей и индивидуальная для каждого автомобиля.

Первая часть номера состоит из трех знаков, означает международные коды изготовителя: географическую зону, страну, завод-производитель. Вторая часть состоит из шести знаков и обозначает модель транспортного средства. Третья часть состоит из восьми знаков: первый — латинская буква, обозначающая год выпуска, а остальные — порядковый номер кузова.

Таким образом, умея расшифровать номер кузова, оценщик может достоверно установить особенности транспортного средства, а иногда и законность его происхождения и подлинность документа. Номер двигателя содержит информацию

о модели, рабочем объеме и порядковом номере этого агрегата. Важным ценообразующим фактором при определении остаточной стоимости транспортного средства является показатель его пробега.

Для установления реальности пробега оценщик должен убедиться в целостности пломб на спидометре и отсутствии следов вскрытия. Достоверная информация о пробеге обычно содержится в сервисных книжках транспортного средства и компьютерных базах данных сервисных станций технического обслуживания.

Достаточно точным показателем в сомнительных ситуациях может служить состояние салона, кузова, двигателя, изношенность тормозных дисков и барабанов, других частей объекта оценки. С такой же тщательностью оценщик проверяет наличие и техническое состояние доступных для осмотра агрегатов автомобиля.

По окончании внешнего осмотра и выполнения соответствующих записей, оценщик, если это возможно, запускает двигатель транспортного средства и проверяет его работу на всем диапазоне частот вращения коленчатого вала, а также работу других узлов, систем и контрольных приборов. Работа двигателя проверяется с целью выявления посторонних шумов (стуков), избыточного дымления через выхлопную трубу и отверстие для залива масла.

4. *Проведение расчетных операций по определению стоимости транспортного средства.* Наиболее трудоемким этапом выполнения услуг по оценке стоимости движимого имущества является проведение расчетных операций. В соответствии с общепринятой методикой оценки стоимости транспортного средства все расчеты производятся в следующей последовательности.

1) Уточняются на дату оценки розничные цены ( $C_p$ ), установленные предприятием-изготовителем на транспортные средства, которые аналогичны предъявляемому к оценке объекту. Информационной базой для этих целей могут служить цены региональных дилеров; регулярно публикующиеся сборники Государственного научного Центра Российской Федерации «НАМИ»; данные систем каталогов DAT и SCHWACKE, которые достаточно часто обновляют свою базу данных и содержат практически любую необходимую информацию по ценам на транспортные средства, запасные части к ним, нормативы по обслуживанию и ремонту техники. Справка-счет, чек или другой документ, выданные торгующей организацией, реализующей бывшие в употреблении транспортные средства, а также выданные при покупке транспортного средства на аукционе, биржевых торгах и т. п., не могут быть использованы в качестве первоначальной цены при определении остаточной стоимости объекта.

2) Конкретизируется розничная цена транспортного средства, предъявленного к оценке, с учетом его комплектности. Так, например, при нестандартной комплектности объекта оценки его цена уменьшается (или увеличивается) на величину стоимости отсутствующего (или дополнительного) элемента и стоимости по его установке. В зависимости от чего в формуле ставятся знаки (+) или (-):

$$C_p = C_{p.ст} \pm C_k, \quad (4.15)$$

где  $C_p$  — цена розничная с учетом комплектности транспортного средства, руб.;  
 $C_{p.ст}$  — цена розничная транспортного средства стандартной комплектности, руб.;  
 $C_k$  — цена комплектующих элементов и стоимость работ по их установке на транспортном средстве, руб.

При назначении первоначальной цены отечественного транспортного средства, снятого с производства, можно воспользоваться коэффициентами приведения к ценам базовых моделей новых транспортных средств, которые рекомендованы в методическом пособии №РД 37.009.015–98.

Для назначения первоначальной цены при оценке иностранного транспортного средства, снятого с производства, или отсутствии достоверной информации о его розничной цене, можно использовать цены или этого объекта в последний год выпуска, или ближайшего по техническим параметрам аналога.

3) Определяется расчетный процент износа предъявленного к оценке транспортного средства. Отправной точкой для последующих расчетов остаточной стоимости транспортного средства является расчетный процент износа ( $I_{тр}$ ), который определяется по формуле:

$$I_{тр}=(I_1 \cdot P_{ф} + I_2 + D_{ф}), \quad (4.16)$$

где  $I_1$  — показатель износа по пробегу (в % на 1000 км. пробега);  $P_{ф}$  — пробег фактический на день осмотра (в тыс. км., с точностью до одного десятичного знака) с начала эксплуатации или после капитального ремонта;  $I_2$  — показатель старения по временному фактору (в % за год) в зависимости от интенсивности эксплуатации (см. в №РД 37.009.015–98);  $D_{ф}$  — фактический срок эксплуатации (в годах, с точностью до одного десятичного знака) с начала эксплуатации или после капитального ремонта.

Процент износа ( $I_{тр}$ ) можно определять по износу отдельных агрегатов и дорогостоящих комплектующих изделий, если на предъявленном к оценке транспортном средстве в процессе его эксплуатации была произведена и документально или фактически подтверждена их замена. Подтверждением произведенных улучшений может являться запись в техпаспорте, оплаченный заказ автообслуживающего предприятия, маркировка предприятия изготовителя даты выпуска изделия и т. д. К дорогостоящим комплектующим относятся агрегаты и узлы, стоимость которых превышает 3% стоимости транспортного средства.

Индивидуальный процент износа замененных агрегатов и комплектующих деталей рассчитывается аналогично проценту износа самого транспортного средства, только показатели ( $D_{ф}$ ) и ( $P_{ф}$ ) соответствуют времени их эксплуатации. Например, если на пятилетнем автомобиле произведена замена двигателя два года назад, то показатель ( $D_{ф}$ ) для него будет равняться двум годам. В то же время при выявлении факта замены агрегата имеет значение, какие агрегаты использованы в качестве заменителя — новые или капитально отремонтированные; аналогичные, стандартные или взаимозаменяемые с других моделей (модификаций); более дорогие или дешевые. Вся эта информация потребует при корректировке остаточной стоимости оцениваемого технического средства.

Практика показывает, что при определении износа капитально отремонтированного и установленного на транспортном средстве агрегата к проценту износа, полученному расчетным путем, дополнительно прибавляется 20%-я надбавка, учитывающая снижение ресурса агрегата после капитального ремонта. Оценщику необходимо помнить, что подразумевается под капитальным ремонтом. Это ремонт, включающий в себя замену базовой детали агрегата.



## Пример

Например, для двигателя — замена блока цилиндров; для кузова легкового автомобиля — его основание; для легкового автомобиля (автобуса) в целом — замена кузова; для грузового автомобиля — замена рамы и т. д. Когда при оценке транспортного средства, находящегося по внешнему виду и эксплуатационным характеристикам в удовлетворительном состоянии, но достигшего расчетного процента износа 60% и более, последний может быть снижен до уровня 50%, но не ниже (за исключением замены кузова в сборе).

При этом оценщик должен обосновать снижение расчетного процента износа наличием документа, подтверждающего произведенные ремонтные работы.

4) Определяется остаточная стоимость предъявленного к оценке транспортного средства с учетом расчетного процента его износа.

Если в объекте оценки не выявлено документально подтвержденных замен отдельных агрегатов и дорогостоящих деталей, то его остаточная стоимость ( $C_{из}$ ) с учетом расчетного процента износа определяется по формуле:

$$C_{из} = C_p - B_{из}, \quad (4.17)$$

где  $C_p$  — расчетная розничная цена транспортного средства с учетом его комплектности (руб.);  $B_{из}$  — величина снижения стоимости транспортного средства по причине его естественного износа (руб.). Величину снижения можно рассчитать по формуле:

$$B_{из} = C_p \cdot \left(1 - \frac{I_{тр}}{100}\right), \quad (4.18)$$

где  $C_p$  — розничная цена транспортного средства;  $I_{тр}$  — расчетный процент износа транспортного средства.

При определении остаточной стоимости капитально отремонтированного транспортного средства его расчетная цена, как уже отмечалось выше, должна быть уменьшена на 20%.

Если в процессе эксплуатации объекта оценки были произведены замены отдельных агрегатов и дорогостоящих комплектующих деталей, то следует определить их индивидуальный процент естественного износа и учесть его при расчете остаточной стоимости транспортного средства. В этих случаях следует воспользоваться формулой:

$$C_{из. с. уч. зам} = C_{из} + \sum_i^m Z_i \cdot \left(\frac{I_{тр} - I_i}{100}\right), \quad (4.19)$$

где  $C_{из. с. уч. зам}$  — остаточная стоимость транспортного средства с учетом расчетного износа и замены в процессе эксплуатации отдельных агрегатов и дорогостоящих комплектующих деталей, руб.;  $Z_i$  — затраты (с учетом стоимости работ) на замену  $i$ -го агрегата (изделия), произведенную в процессе эксплуатации, руб.;  $I_{тр}$  — расчетный износ транспортного средства с учетом комплектности, руб.;  $I_i$  — процент

износа  $i$ -го агрегата (изделия), замененного в процессе эксплуатации;  $m$  — число агрегатов (изделий), замененных в процессе эксплуатации, ед.

В свою очередь, затраты на замену  $i$ -го агрегата (изделия) можно определить по формуле:

$$Z_i = C_i + C_3, \quad (4.20)$$

где  $C_i$  — цена  $i$ -го агрегата (комплектующего изделия), замененного в процессе эксплуатации, руб.;  $C_3$  — стоимость работ по замене  $i$ -го агрегата (комплектующего изделия), руб.

Существует и другой вариант расчета стоимости установленных на транспортном средстве в процессе эксплуатации агрегатов и дорогостоящих комплектующих изделий. Его можно проводить и отдельно, но по формулам (4.17) и (4.18), прибавляя их остаточную стоимость к остаточной стоимости самого транспортного средства, но в этом случае из расчетной цены транспортного средства следует исключить стоимость отдельно рассчитываемого агрегата (изделия), то есть определить остаточную стоимость как бы некомплектного транспортного средства.

5) Определяется стоимость дефектов эксплуатации оцениваемого транспортного средства. При выявлении дефектов эксплуатации объекта оценки, вызванных ненормальными условиями хранения, использования, ненадлежащим уходом и другими факторами, остаточная стоимость транспортного средства снижается на величину ( $V_{д.э}$ ), приближенную к стоимости устранения выявленных дефектов, включая предполагаемые замены агрегатов, узлов и деталей, то есть:

$$V_{д.э} \approx Z_{д.э}, \quad (4.21)$$

где  $V_{д.э}$  — стоимость устранения имеющихся дефектов эксплуатации, руб.;  $Z_{д.э}$  — затраты на устранение имеющихся дефектов эксплуатации с учетом коэффициента обновления, руб.

Приблизительность расчетов оправдана тем, что при определении остаточной стоимости транспортного средства с целью оформления документов на наследование, дарение и т. д. выявляются дефекты не для составления калькуляции и проведения соответствующего ремонта, а только для наиболее полного представления о техническом состоянии транспортного средства и отражения этого состояния в размере остаточной стоимости. К дефектам эксплуатации оценщики, как правило, относят:

- следы и последствия коррозии;
- усталостные трещины элементов кузова, рамы и прочих деталей;
- сколы (выбоины), потускнение (потеря глянца), расслоение, растрескивание, растяжение неметаллических деталей (материалов), лакокрасочных и других защитных покрытий, разрыв обивки;
- загрязнение, разрыв (не по шву) обивки, тента;
- следы рихтовки, правки, подгонки, ремонтной сварки элементов кузова, рамы;
- неровности, вмятины и другие механические повреждения, вызванные нарушением правил эксплуатации (и не являющиеся следствием дорожно-транспортного происшествия);

- ослабление крепления агрегатов, узлов транспортного средства;
- негерметичность емкостей и систем, прочие явные дефекты эксплуатации.

Некоторые перечисленные выше дефекты эксплуатации могут быть следствием не только ненадлежащего обслуживания, но частично и следствием естественного старения (износа) используемых в конструкции материалов. Поэтому при определении величины снижения остаточной стоимости транспортного средства и наличии дефектов эксплуатации ( $Z_{д.э}$ ) из суммы затрат на устранение дефектов эксплуатации оценщик вычитает часть затрат, которая, по его мнению, приходится на естественный износ. Следовательно, устранение дефектов с учетом естественного износа можно определить по формуле:

$$Z_{д.э} = C_{ср} + Ц_{м} + Ц_{д} \cdot \left(1 - \frac{I_{тр}}{100}\right), \quad (4.22)$$

где  $C_{ср}$  — суммарная стоимость работ по устранению дефектов эксплуатации, руб.;  $Ц_{м}$  — суммарная стоимость материалов, необходимых для устранения дефектов эксплуатации, руб.;  $Ц_{д}$  — суммарная стоимость запасных частей, необходимых для устранения дефектов эксплуатации, руб.;  $\left(1 - \frac{I_{тр}}{100}\right)$  — коэффициент обновления, учитывающий в затратах по устранению дефектов ту часть, которая приходится на устранение последствий естественного износа, руб.

Если, по мнению оценщика, некоторые выявленные дефекты полностью зависят от качества обслуживания транспортного средства, то денежные средства для устранения этих дефектов можно определить, только просуммировав стоимость работ, цены материалов и стоимости самих деталей и комплектующих:

$$Z_{д.э} = C_{ср} + Ц_{м} + Ц_{д}. \quad (4.23)$$

При выявлении дефектов эксплуатации транспортного средства, которые можно устранить только путем замены детали, — загрязнение, потускнение покрытий и т. п. (эти работы, как правило, не предусматриваются предприятием-изготовителем), оценщик, используя сборники нормативной трудоемкости и технологических процессов, другую информацию, принимает за основу расчета предполагаемую трудоемкость работ и соответствующую стоимость нормо-часа или использует уже нормированные выполненные аналогичные работы, оцененные ранее или для других типов транспортных средств. Сложившаяся оценочная практика такова, что при определении стоимости транспортного средства коэффициент обновления, используемый в формуле (4.22), учитывается лишь для тех объектов, общий уровень износа которых составляет не менее 40%.

б) Проводится корректировка стоимости транспортного средства, если объект предъявлен на осмотр в неотремонтированном состоянии.

При осмотре поврежденного транспортного средства в неотремонтированном состоянии оценщик доаварийную остаточную стоимость снижает на величину затрат на восстановление с учетом возможного обновления и на величину предполагаемой утраты товарной стоимости, которая произойдет в результате восстановления, то есть производит некоторую корректировку его остаточной стоимости:

$$C_{ав} = C_{д.э} - Z_{д.э} - Y_{об}, \quad (4.24)$$

где  $C_{ав}$  — скорректированная остаточная стоимость;  $C_{д.э}$  — доаварийная остаточная стоимость;  $Z_{д.э}$  — величина затрат на восстановление с учетом возможного обновления;  $Y_{об}$  — величина предполагаемой утраты товарной стоимости.

Сумма затрат на устранение конкретного аварийного повреждения и размер компенсации за причиненные убытки могут не совпадать, так как существующие методические рекомендации (№РД 37.009.015–98) учитывают частичное обновление бывшего в употреблении транспортного средства при замене поврежденных деталей на новые. Несовершенство технологии ремонта компенсируется суммой, получаемой при расчете величины утраты товарной стоимости, произошедшей вследствие аварии и последующих ремонтных воздействий. В зависимости от целей и задач оценки затраты на восстановление с учетом возможного обновления ( $Z_{д.э}$ ) и величины утраты товарной стоимости ( $Y_{об}$ ) транспортного средства могут рассчитываться отдельно в качестве самостоятельных услуг.

7) Проводится корректировка остаточной стоимости транспортного средства, если объект предъявлен на осмотр после восстановительных работ по факту аварии.

В подобных ситуациях оценщик определяет остаточную стоимость транспортного средства, используя формулы (4.15)–(4.18), где выявленные следы ремонтных воздействий рассматриваются как дефекты эксплуатации. Иногда в порядке исключения, по запросу заинтересованных организаций и при наличии официальных документов, раскрывающих способы, виды и стоимость восстановительных работ по конкретной аварии, оценщик может сделать попытку определить техническое состояние транспортного средства до аварии и рассчитать его доаварийную остаточную стоимость, используя формулы (4.17)–(4.20), с последующей коррекцией результата по формуле (4.23). При этом необходимо предупредить заказчика о возможных неточностях расчета.

8) Определяется величина утраты товарной стоимости (УТС) оцениваемого транспортного средства.

УТС транспортного средства определяется, как правило, в его поврежденном виде (например, после аварии и до восстановления). Это состояние может быть охарактеризовано преждевременным ухудшением товарного вида объекта оценки, снижением прочности и долговечности отдельных деталей, узлов и агрегатов из-за частых ремонтов, использованием при ремонтных работах бывших в употреблении или отремонтированных запасных частей. Общую величину снижения стоимости ( $Y_{об}$ ) транспортного средства из-за утраты товарного вида оценщик определяет по формуле:

$$Y_{об} = Y_{эл} + Y_{кар} + Y_{окр} + Y_{куз}, \quad (4.25)$$

где  $Y_{эл}$  — стоимость ремонта съемных элементов кузова;  $Y_{кар}$  — стоимость ремонта несъемных элементов кузова, формирующих каркас кузова или устранение перекоса несущих частей транспортного средства;  $Y_{окр}$  — стоимость полной или частичной окраски кузова (кабины, рамы, грузовой платформы),  $Y_{куз}$  — стоимость работ по замене кузова (кабины, рамы) транспортного средства или их разборка с большим объемом слесарно-арматурных работ, вызывающих нарушение качества заводской сборки.

Оценщики не учитывают УТС, если транспортные средства на день осмотра или имели величину расчетного износа более 40%, или полностью перекрашивались ранее, или имели коррозионные разрушения и поврежденные элементы в результате предыдущих аварий или ремонтов.

УТС транспортного средства при ремонте съемных элементов кузова, кабины, рамы, грузовой платформы и т. д. следует определять по формуле:

$$Y_{эл} = K_1 \cdot \sum_{i=1}^m Ц_i \cdot K_2, \quad (4.26)$$

где  $K_1$  — коэффициент изменения величины УТС в зависимости от способа или характера предполагаемого ремонта. Некоторые значения коэффициента  $K_1$  при ремонте съемных деталей без их снятия с транспортного средства представлены в табл. 4.2;  $K_2$  — коэффициент изменения величины УТС в зависимости от степени износа;  $Ц_i$  — розничная цена  $i$ -й детали, которая подвергается ремонту, руб.;  $m$  — число ремонтируемых съемных элементов (деталей), ед.

Таблица 4.2 – Коэффициент изменения величины УТС при ремонте элементов кузова

Способ или характер ремонтного воздействия на деталь	Значение $K_1$
Ремонт съемных деталей транспортного средства без их снятия	
1 Устранение повреждений детали в легкодоступных местах при деформации поверхности до 20% — ремонт №1	до 0,4
2 Устранение повреждений детали с применением подгрева (сварки) или ремонт №1 детали с деформацией поверхности от 20 до 50% — ремонт №2	до 0,6
3 Устранение (правка) повреждений со вскрытием узла и сваркой; частичная реставрация детали с деформацией поверхности до 30% — ремонт №3	до 0,8
4 Устранение повреждений частичной реставрацией детали на поверхности свыше 30% — ремонт №4	до 0,9
5 Замена части детали (ремонтная вставка)	до 0,7
Ремонт съемных деталей транспортного средства со снятием их с объекта	
6 Устранение повреждений детали в легкодоступных местах при деформации поверхности до 20% — ремонт №1	до 0,3
7 Устранение повреждений детали с применением подгрева (сварки) или ремонт №1 детали с деформацией поверхности от 20 до 50% — ремонт №2	до 0,5
8 Устранение (правка) повреждений со вскрытием узла и сваркой; частичная реставрация детали с деформацией поверхности до 30% — ремонт №3	до 0,7
9 Устранение повреждений частичной реставрацией детали на поверхности свыше 30% — ремонт №4	до 0,8
10 Замена части детали (ремонтная вставка)	до 0,6

Используемое в каждом конкретном случае значение коэффициента  $K_1$  оценщик определяет самостоятельно, исходя, во-первых, из фактического состояния

оцениваемого транспортного средства; во-вторых, предполагаемого влияния ремонтного воздействия на внешний вид и остаточный ресурс отремонтированных деталей, соединений, декоративных и защитных покрытий; в-третьих, внешнего вида отремонтированного объекта оценки в целом. При определении наружных панелей кузова значение  $K_1$  рекомендуется применять максимальным. В случае наличия незначительных повреждений (до 5% площади детали) УТС по данной детали может не определяться. При ремонте съемных деталей, в том числе кузова, максимальная величина дополнительной УТС ( $Y_{эл}$ ) не может превышать 70% розничной цены этих деталей. В свою очередь, при ремонте съемных деталей его кузова (кабины) суммарная величина дополнительной УТС транспортного средства не должна превышать значения, полученного с учетом коэффициента  $n_i$ , указанного в табл. 4.3. Оценщик вправе начислять УТС по вновь поврежденным деталям не более 50% при наличии на деталях, не затронутых аварией, следов предыдущих аварий или ремонтов.

Таблица 4.3 – Коэффициент снижения товарной стоимости транспортного средства в зависимости от вида ремонтного воздействия (справочные данные)

Вид ремонтного воздействия (причина снижения товарной стоимости транспортного средства)	$n_i$ , max
1 Ремонт съемных элементов кузова (кабины, рамы, грузовой платформы и т. д.)	0,03
2 Ремонт (замена) несъемных элементов кузова (кабины, рамы, грузовой платформы и т. д.)	0,15
3 Устранение несложного перекоса	0,005
4 Устранение среднего перекоса	0,01
5 Устранение сложного перекоса	0,015
6 Устранение особо сложного перекоса	0,02
7 Замена кузова (кабины, рамы) или разборка транспортного средства для полной окраски	0,02
8 Нарушение качества заводской сборки	0,01
9 Полная окраска кузова (кабины)	0,04
10 Окраска деталей кузова (кабины, рамы)	0,05
11 Разнотон при частичной окраске	0,005
12 Капитальный ремонт полнокомплектного транспортного средства	0,2

При необходимости определения величины дополнительной УТС транспортного средства, возникшей в результате ремонта несъемных элементов кузова, формирующих его каркас; полной или частичной окраски или замены кузова (кабины, рамы) или их разборки с большим объемом слесарно-арматурных работ, оценщик, как правило, использует формулу:

$$Y_i = K_2 \cdot Ц_{р. нов} \cdot \sum_{i=1}^m n_i, \quad (4.27)$$

где  $Y_i$  — величина УТС по одному из 3-х видов ремонтных воздействий ( $Y_{кар}$ ,  $Y_{окр}$ ,  $Y_{куз}$ );  $K_2$  — коэффициент изменения величины УТС в зависимости от степени изно-

са;  $n_i$  — коэффициент снижения товарной стоимости транспортного средства в зависимости от вида  $i$ -го ремонтного воздействия, предельно допустимые значения этого показателя для всех типов транспортных средств приведены в табл. 4.3;  $Ц_{р. нов}$  — розничная цена нового транспортного средства с учетом фактической комплектности, руб.

Величина коэффициента  $n_i$ , используемого для расчета дополнительной УТС при выполнении работ по ремонту несъемных элементов, формирующих каркас кузова ( $У_{кар}$ ), определяется в соответствии с нормативной трудоемкостью ( $T_n$ ) выполняемых работ, установленной заводом-изготовителем, из расчета  $n_i = 0,0007 \cdot T_n$ . Расчет проводится по данным табл. 4.3 с учетом ограничений  $\sum n_i \leq 0,15$ . Расчет устранения перекоса несущих частей кузова оценщик определяет, пользуясь значениями  $n_{max}$ , зафиксированными в таблице 4.3.

Суммарный коэффициент, используемый для расчета дополнительной УТС при выполнении работ по ремонту (замене) несъемных элементов, формирующих каркас кузова, и при устранении перекоса несущих частей кузова, должен быть равен:

$$n_{\Sigma} = \sum_{i=1}^m n_i + n_{max}, \quad (4.28)$$

где  $n_{max}$  — значение, соответствующее определенному виду перекоса кузова.

В случаях, когда имеются признаки предыдущих аварийных повреждений несъемных каркасных элементов транспортного средства, величина дополнительной УТС при выполнении работ по их ремонту либо замене может снижаться на 50%.

Величина коэффициента  $n_i$ , используемого при расчете дополнительной УТС при выполнении работ по замене кузова, кабины или рамы или их разборке с большим объемом слесарно-арматурных работ ( $У_{кыз}$ ), определяется в соответствии с нормативной трудоемкостью ( $T_n$ ) выполняемых работ, установленной заводом-изготовителем, из расчета  $n_i = 0,00025 \cdot T$ .

Величина коэффициента  $n_i$ , используемого для расчета дополнительной УТС при выполнении работ по полной или частичной окраске транспортного средства ( $У_{окр}$ ), определяется в соответствии с нормативной трудоемкостью ( $T_n$ ) выполняемых работ, установленной заводом-изготовителем, из расчета  $n_i = 0,001 \cdot T_n$ . Не определяется величина дополнительной УТС при выполнении работ по окраске, если кузов, кабина или рама транспортных средств перекрашивалась снаружи в зоне аварийного повреждения; на 50% снижается величина дополнительной УТС, если на не затронутых конкретной аварией деталях кузова, кабины, платформы видны следы предыдущих аварий (УТС по разнотону в этом случае не определяется).

Величина коэффициента  $n_i$ , используемого для расчета размера дополнительной УТС при выполнении работ, вызывающих нарушение качества заводской сборки транспортного средства и разнотон при частичной окраске, является постоянной. Для учета этих факторов дополнительного снижения товарной стоимости необходимо к расчетному значению коэффициента  $n_i$ , полученного для учета влияния основных ремонтных работ, прибавить соответствующее значение, принятое по таблице 4.3.

5. Составление отчета об оценке стоимости транспортного средства. По каждой выполненной услуге оформляется и выдается заказчику комплект документов, форма и содержание которых должны отвечать требованиям Закона «Об

оценочной деятельности», Методического руководства №РД 37.009.015–98 и договора об оценке стоимости транспортного средства, заключенного с заказчиком услуги.

В общем случае заказчику выдается акт осмотра транспортного средства и отчет, содержащий заключение о стоимости объекта на момент предъявления. Остальные документы (заключение о стоимости восстановления поврежденного транспортного средства или калькуляция ремонтных работ, заключение о дополнительной УТС и другие) составляются и выдаются заказчику в зависимости от целей оценки. Документы о результатах оценки стоимости, если не оговорено другого, должны быть подготовлены и выданы заказчику не позднее десяти дней после осмотра транспортного средства.

В соответствии с требованиями №РД 37.009.015–98 документы должны быть оформлены на бланке предприятия, выполнявшего заказ, где обязательно указываются его юридический адрес и сведения о выданной лицензии на осуществление оценочной деятельности, хотя в данной части Закон «Об оценочной деятельности» не обязывает к соблюдению этой формы, но в любом случае они должны быть подписаны исполнителем или руководителем экспертной организации и заверены печатью. Копии выданных документов и материалы сопутствующих расчетов хранятся в экспертной организации в течение трех лет и могут быть выданы по официальному запросу организаций, имеющих на это полномочия, или по заявлению заказчика.

Среди основных требований к составлению отчета о результатах оценки стоимости транспортного средства, которые предъявляет Закон «Об оценочной деятельности», следует выделить следующие.

Отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение заказчика по поводу стоимости предъявленного к оценке транспортного средства.

В отчете обязательно должны быть указаны основание для проведения оценочных работ, дата проведения оценки любого вида стоимости объекта, а также используемые стандарты, цели и задачи оценки; приведены другие сведения, которые необходимы для полного и недвусмысленного толкования результатов оценочной стоимости.

В отчете должно быть дано описание объекта оценки, в отношении объекта, принадлежащего юридическому лицу, — реквизиты и балансовая стоимость объекта.

Отчет может также содержать иные сведения, являющиеся, по мнению оценщика, существенно важными для полноты отражения примененного им метода расчета стоимости конкретного транспортного средства.

Рассмотренные методы оценки стоимости транспортных средств и практика их применения в различных ситуациях позволяет сделать некоторые обобщающие выводы по поводу специфических особенностей оценочной работы в этой области.

Прежде всего, при оценке стоимости автотранспортных средств, в отличие от оценки стоимости других основных фондов, используется, как правило, один подход — рыночный, ввиду того, что:

- *затратный подход* при оценке стоимости транспортного средства предполагает использование в качестве базовой расчетной величины стоимости затрат на его изготовление. Поскольку транспортные средства — это объекты серийного или крупносерийного производства и себестоимость их

изготовления не отражает индивидуальный характер объекта оценки, то затратный подход в большинстве случаев неприемлем;

- *доходный подход* основывается на определении текущей стоимости объекта оценки как совокупности будущих доходов от его эксплуатации. Исходя из этого факта следует иметь в виду, что доходный подход можно применять лишь для тех транспортных средств, которые используются в производственных целях;
- *рыночный (сравнительный) подход* основывается на анализе цен покупки и продажи транспортных средств, сложившихся в данный момент на первичном и вторичном рынках. Так как транспортные средства — это продукция массового потребления и число сделок купли-продажи достаточно велико, то ценовая информация стабильна и доступна. В том случае, если у оценщика нет информации о рыночной цене конкретной марки транспортного средства, он может с помощью рыночного (сравнительного) подхода оценить стоимость объекта на основе анализа рыночных цен аналогов. В данном случае используется метод прямого сравнения продаж. Кроме того, при рыночном подходе могут быть использованы метод удельных ценовых показателей, метод корреляционных моделей и метод экспертных оценок. Эти методы достаточно подробно рассмотрены при определении стоимости машин и оборудования в предыдущих разделах настоящего методического пособия.

Кроме того оценка стоимости автотранспортных средств четко регламентирована «Методическим руководством по определению стоимости автотранспортных средств с учетом естественного износа и технического состояния на момент предъявления» №РД 37.009.015–98. В этот документ были внесены изменения №1 в 1999 году и №2 в 2000 году, которые расширили методические возможности при определении износа различных узлов и агрегатов, а также позволяют адаптировать разработанные и действующие методики оценки стоимости к современным техническим параметрам транспортных средств и условиям их эксплуатации.



## Контрольные вопросы по главе 4

- 1) Дайте характеристику видов стоимости объектов оценки.
- 2) Перечислите основные подходы к оценке стоимости машин и оборудования, дайте их подробную характеристику.
- 3) Назовите методические принципы, используемые в оценочной практике в процессе определения рыночной стоимости технических устройств.
- 4) Определите рыночную стоимость конкретного вида оборудования методами имущественного (затратного) подхода.
- 5) Определите рыночную стоимость конкретного вида оборудования методом прямого сравнения продаж.
- 6) Определите рыночную стоимость конкретного вида оборудования методами доходного подхода.
- 7) Подготовьте макет нормативной базы оценки стоимости машин и оборудования.
- 8) Разработайте алгоритмы использования стоимостного, корреляционного и статистического анализа для определения рыночной стоимости технических устройств.
- 9) Подготовьте отчет по результатам оценки рыночной стоимости конкретного технического устройства.
- 10) Из скольких этапов состоит процесс оценки? Назовите эти этапы.

---

## Глава 5

# ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ

---

### 5.1 Рыночная стоимость нематериальных активов

К нематериальным активам относятся активы:

- не имеющие материально-вещественной (физической) структуры;
- идентифицируемые от другого имущества предприятия;
- используемые в производстве продукции, при выполнении работ или оказании услуг либо для управленческих нужд предприятия;
- используемые в течение длительного периода времени (свыше 12 мес.);
- способные приносить экономические выгоды (доход) в будущем;
- имеющие надлежаще оформленные документы, подтверждающие существование самого актива и исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности (патенты, свидетельства, договор уступки и т. д.).

Три основные группы нематериальных активов:

- объекты интеллектуальной собственности, представляющие исключительное право на результаты интеллектуальной деятельности;
- организационные расходы (расходы, связанные с образованием юридического лица, признанные в соответствии с учредительными документами частью вклада участников (учредителей) в уставный (складочный) капитал предприятия);
- деловая репутация (гудвилл) предприятия. Гудвилл присутствует только при наличии избыточной прибыли и не может быть отделен от действующего предприятия.

## Объекты интеллектуальной собственности

Определение интеллектуальной собственности дано в ст. 138 Гражданского кодекса РФ.



.....  
***Интеллектуальная собственность** — это исключительное право гражданина или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации юридического лица, индивидуализации продукции, выполняемых работ или услуг.*  
.....

Объекты интеллектуальной собственности — товар особого рода. К особенностям данного товара можно отнести:

- абсолютный характер прав, т. е. они действуют против любого желающего воспользоваться принадлежащими другому лицу ОИС без разрешения последнего;
- множественность;
- секретность (в ряде случаев) объектов интеллектуальной собственности;
- ограниченность сроком действия. После окончания предусмотренного законом срока действия прав объекты интеллектуальной собственности становятся общественным достоянием, т. е. любое лицо может использовать их по своему усмотрению;
- территориальный характер прав;
- специфику документального оформления имущественных прав на объект интеллектуальной собственности, так как наличествуют три субъекта прав: автор, правообладатель, покупатель при сделках, связанных с введением объекта интеллектуальной собственности в хозяйственный оборот.

В процессе оценки объекта интеллектуальной собственности определяется стоимость объема прав на результаты интеллектуальной деятельности.

В рамках объекта интеллектуальной собственности выделяются права:

- на объекты промышленной собственности;
- технические решения, которые не обеспечены патентной защитой (ноу-хау);
- объекты авторского права и смежных прав.

*Права на объекты промышленной собственности.* К ним относятся: изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки и знаки обслуживания, наименования мест происхождения товаров, селекционные достижения. Состав объектов промышленной собственности определяется согласно ст. 1/2/1 Парижской конвенции по охране промышленной собственности. Изобретения и полезные модели рассматриваются как техническое решение задачи. Под промышленным образцом понимается соответствующее установленным требованиям художественно-конструкторское решение изделия, определяющее его внешний вид.



.....  
**Товарные знаки, знаки обслуживания** — обозначения, способные отличить товары и услуги одних юридических или физических лиц от однородных товаров и услуг других юридических и физических лиц.  
 .....

В соответствии с западными нормативными документами в состав объектов промышленной собственности включено также право на пресечение недобросовестной конкуренции. Аргументируется это тем, что акты недобросовестной конкуренции являются нарушением прав на объекты промышленной собственности. Отличительная черта охраны объектов промышленной собственности — их регистрация в патентном ведомстве.

*Права на технические решения, которые не обеспечены патентной защитой (ноу-хау).*



.....  
**Ноу-хау** — это техническая информация, которая потенциально может быть запатентована, но процедура патентования не проведена по каким-либо причинам.  
 .....

Ноу-хау содержит признаки, относящиеся к конфиденциальной информации:

- ценность в силу неизвестности ее третьим лицам (имеет действительную или потенциальную коммерческую ценность);
- отсутствие свободного доступа к ней на законном основании;
- необходимость принятия обладателем информации мер к охране ее конфиденциальности.

Эти меры сформулированы в ст. 139 п. 1. Гражданского кодекса РФ. Основанием возникновения права служит фактически монопольное обладание информацией. Нарушение хотя бы одного из этих признаков лишает правообладателя права на ее защиту.

Механизм защиты ноу-хау разработан и используется на многих предприятиях:

- принимаются специальные внутренние правила, содержащие порядок доступа и ознакомления с информацией, включающие ноу-хау;
- регистрируются лица, ознакомившиеся с ноу-хау, с них взимаются расписки о неразглашении ее третьим лицам.

Перечисленные мероприятия позволяют документально доказать в случае судебного разбирательства целесообразность ограничения и законность свободного доступа к ноу-хау и действий по охране конфиденциальности информации.

Права на объекты авторского права и объекты смежных прав. Они охватывают научные, литературные, художественные произведения, программы для ЭВМ, базы данных, топологии интегральных микросхем.

Действующее законодательство о правах на объекты интеллектуальной собственности складывается из отдельных законов:

- 1) Патентного закона Российской Федерации (с послед. изм. и доп.);

- 2) Закона РФ «О товарных знаках, знаках обслуживания и наименованиях мест происхождения товаров» от 23 сентября 1992 г. №3520–1 (с послед. изм. и доп.);
- 3) Закона РФ «О правовой охране программ для электронных вычислительных машин и баз данных» от 23 сентября 1992 г. №3523–1 (с послед. изм. и доп.);
- 4) Закона РФ «О правовой охране топологий интегральных микросхем», от 23 сентября 1992 г. №3526–1;
- 5) Закона РФ «Об авторском праве и смежных правах» от 9 июля 1993 г. №5351–1;
- 6) Закона РФ «О селекционных достижениях» от 6 августа 1993 г. №5606–1;
- 7) Гражданского кодекса РФ.

Субъектами права по поводу объекта интеллектуальной собственности могут выступать как юридические, так и физические лица. Регулирование правоотношений по поводу объектов интеллектуальной собственности осуществляется институтом авторского права и институтом патентного права.

Результаты интеллектуальной деятельности, не подпадающие под действие ни авторского, ни патентного права, охраняются нормами специального гражданского законодательства. Нужно отметить, что в то время как авторское право охраняет форму выражения идеи, право на ноу-хау, так же как и патентное право, охраняет сущность идеи технологической разработки.

*Цели оценки объектов интеллектуальной собственности.* В условиях формирующегося рынка интеллектуальной собственности, введения объектов интеллектуальной собственности в хозяйственный оборот встает проблема их оценки. Чаще всего она проводится в связи:

- с куплей-продажей прав на объекты интеллектуальной собственности;
- необходимостью управления объектами интеллектуальной собственности в качестве стратегии создания стоимости;
- предстоящим заключением лицензионного договора и необходимостью обосновать расчет платежей за использование объектов интеллектуальной собственности;
- приватизацией предприятий;
- ликвидацией, банкротством предприятия;
- предоставлением объектов интеллектуальной собственности в качестве залога;
- использованием объектов интеллектуальной собственности в качестве составной части франчайзинга;
- разделом имущества между владельцами предприятия;
- поглощением одного предприятия другим или их слиянием;
- анализом влияния создания и применения объектов интеллектуальной собственности на эффективность производственной деятельности предприятия;
- оценкой инвестиционных проектов, в которых намечено использование объектов интеллектуальной собственности;

- принудительным лицензированием;
- определением ущерба при нарушении прав на объекты интеллектуальной собственности в результате производства контрафактной продукции;
- внесением объектов интеллектуальной собственности в уставный капитал;
- страхованием объектов интеллектуальной собственности;
- оценкой бизнеса методом чистых активов;
- определением доли экономического эффекта, приходящегося на ОИС при его использовании в собственном производстве;
- расчетом вознаграждения авторов объектов интеллектуальной собственности;
- оценкой нематериальных активов предприятия, проводимой в целях внесения изменений в финансовую отчетность, уточнением налогооблагаемой базы.

*Виды стоимости.* В зависимости от цели оценки различают следующие виды стоимости объектов.

Рыночная стоимость объекта оценки — наиболее вероятная цена, по которой объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства. Рыночная стоимость ОИС используется крайне редко ввиду того, что у этих активов несколько покупателей одновременно бывает крайне редко.

Стоимость объекта оценки с ограниченным рынком — стоимость объекта, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров. Эта стоимость определяется специфическими свойствами объекта, значительно снижающими число потенциальных покупателей.



.....  
**Стоимость замещения объекта оценки** — это сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки с учетом износа.  
 .....



.....  
**Инвестиционная стоимость объекта оценки** — стоимость объекта, рассчитываемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях.  
 .....



.....  
**Стоимость объекта оценки при существующем использовании** — стоимость объекта, определяемая исходя из существующих условий и целей его применения.  
 .....



.....

**Стоимость объекта оценки для целей налогообложения** — стоимость объекта, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов.

.....



.....

**Ликвидационная стоимость объекта оценки** — стоимость объекта в случае если он должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

.....

Как правило, она вычисляется при ликвидации предприятия, если ОИС может быть продан отдельно от остальных активов.

К особенностям оценки интеллектуальной собственности можно отнести зависимость стоимости:

- от объема продаваемых и передаваемых прав;
- уровня правовой охраны;
- возможности несанкционированного использования;
- уровня готовности к коммерческому использованию.

*Экспертиза объектов интеллектуальной собственности.* Работе по оценке нематериальных активов, прежде всего объектов интеллектуальной собственности в составе нематериальных активов, предшествует экспертиза:

- объектов интеллектуальной собственности (идентификация);
- охранных документов;
- прав на интеллектуальную собственность;
- первичных стоимостных и бухгалтерских документов.

Экспертиза (идентификация) объектов интеллектуальной собственности необходима для подтверждения факта наличия объекта. Это достигается проверкой первичных документов, в которых данный объект описан, изображен или иным образом зафиксирован на материальных носителях, а также документов, подтверждающих практическое использование данного ОИС в производственной и коммерческой деятельности предприятия.

Описание технологии производственного процесса, конструкторско-технологическая документация, изображения образцов продукции, программы для ЭВМ, базы данных и другие материальные носители служат для целей идентификации.

Для объектов промышленной собственности должны иметься официальные охранные документы, подтверждающие права на объекты: патенты на изобретение, промышленные образцы, селекционные достижения, полезные модели, свидетельства на товарные знаки, знаки обслуживания, наименования мест происхождения товаров. Объекты авторского права не имеют официальных охранных документов, и права на них возникают непосредственно по факту создания произведения. Ноу-хау также не имеют охранных документов.

Оценщик должен обязательно провести экспертизу охранных документов по объекту, территории и срокам действия.

При экспертизе охранного документа по объекту нужно иметь в виду, что объем правовой охраны, предоставляемой патентом на изобретение и на полезную модель, определяется их формулой; патентом на промышленный образец — совокупностью его существенных признаков, отображенных на фотографиях изделия (макета); свидетельством на товарный знак — перечнем товаров и услуг, приведенным в свидетельстве.

При экспертизе охранного документа по территории необходимо учитывать, на какой территории охранной документ действует.

При экспертизе охранного документа по срокам требуется проверить соответствие сроков действия документа срокам, определенным законодательством РФ. Следует обратить внимание, что отсчет ведется с даты подачи заявки, а не с даты внесения в реестр, а также проверить уплату пошлины на поддержание охранных документов в силе, в противном случае охранные документы свою силу теряют.

Для экспертизы прав на интеллектуальную собственность должны быть проверены документы, подтверждающие права предприятия на объекты интеллектуальной собственности. Перечень таких документов включает:

- охранные документы (патенты, свидетельства);
- лицензии;
- договоры о переуступке прав;
- учредительные договоры о передаче имущественных прав в уставные капиталы предприятий;
- договоры заказа на создание объекта интеллектуальной собственности сторонними организациями;
- заказы на создание объекта интеллектуальной собственности на самом предприятии в порядке служебного задания;
- контракты или авторские договоры между предприятием и разработчиками объекта интеллектуальной собственности;
- акты приема-передачи при безвозмездной передаче прав на объект интеллектуальной собственности.

На предприятии, использующем объект интеллектуальной собственности в качестве нематериального актива, должен иметься акт о передаче его в эксплуатацию и постановке на учет. Оценщику необходимо помнить, что официально незарегистрированные договоры по полной переуступке патента, а также официально незарегистрированные лицензионные договоры на использование изобретений, полезных моделей, промышленных образцов и товарных знаков признаются недействительными. Оценщик определяет, является ли актив собственностью предприятия или же оно обладает только правом на его использование. Если объект интеллектуальной собственности создан за счет бюджетного финансирования, то наличие у предприятия прав дополнительно подтверждается в виде договора между предприятием-исполнителем и государственным заказчиком, в котором права предприятия четко обозначены.

При оценке объектов интеллектуальной собственности используются доходный, затратный и сравнительный подходы. Выбор метода оценки зависит от цели

оценки, определяемого вида стоимости, наличия и полноты исходной информации. Поэтому при рассмотрении этой проблемы необходимо подчеркнуть как общеметодологические основы оценки, так и ее особенности.

Объект интеллектуальной собственности как отдельный вид актива оценивается на основе наиболее эффективного использования. Оценка объекта интеллектуальной собственности в рамках действующего предприятия сводится к определению его вклада в качестве составного элемента в активах и в общей прибыльности предприятия. Наиболее широко для оценки стоимости ОИС используется доходный подход, базирующийся на экономическом принципе ожидания.

## 5.2 Применение доходного подхода к оценке рыночной стоимости нематериальных активов

При использовании данного подхода стоимость актива определяется как его способность приносить доход в будущем и приравнивается к текущей стоимости потока доходов от использования оцениваемого актива за экономически обоснованный срок службы. Доходный подход включает ряд методов:

- избыточных прибылей;
- дисконтирования денежных потоков;
- освобождения от роялти;
- дробления прибыли;
- преимущества в прибыли.

*Метод избыточных прибылей.* Он строится на посылке, что избыточные прибыли приносят предприятию не отраженные в балансе нематериальные активы, обеспечивающие доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня. Этим методом преимущественно оценивается стоимость гудвилла.

Основные этапы:

- определяется рыночная стоимость всех активов (собственного капитала);
- рассчитывается нормализованная прибыль оцениваемого предприятия;
- вычисляется среднеотраслевая доходность на активы или на собственный капитал;
- находится ожидаемая прибыль путем умножения среднего по отрасли дохода на активы (на собственный капитал — данные первого этапа умножаются на данные третьего этапа);
- определяется избыточная прибыль (из данных второго этапа вычитаются данные четвертого). Для этого из нормализованной прибыли вычитается ожидаемая прибыль;
- рассчитывается стоимость нематериальных активов (гудвилла) путем деления избыточной прибыли на ставку капитализации.

*Метод дисконтирования денежных потоков.* Основные этапы:

- определение ожидаемого оставшегося срока полезной жизни объекта интеллектуальной собственности;
- прогнозирование потоков доходов, генерируемых объектом интеллектуальной собственности;
- вывод ставки дисконта;
- расчет суммарной текущей стоимости будущих доходов;
- нахождение текущей стоимости доходов от интеллектуальной собственности в постпрогнозный период;
- определение стоимости объекта интеллектуальной собственности как суммы всех текущих стоимостей доходов в прогнозный и постпрогнозный периоды.

*Метод освобождения от роялти.* Этот метод является одним из основных методов доходного подхода. Он используется при оценке:

- стоимости лицензии;
- прав на объекты интеллектуальной собственности. При этом предполагается: какой поток доходов мог бы генерировать тот или иной объект интеллектуальной собственности правообладателю, если бы был заключен лицензионный договор. Или другое допущение: от каких платежей освобождается правообладатель в связи с тем, что ему как собственнику объекта интеллектуальной собственности не нужно платить роялти за право использования в производстве того или иного объекта интеллектуальной собственности.

Владелец патента предоставляет другому лицу право на использование объекта интеллектуальной собственности за определенное вознаграждение — роялти, представляющего собой ежегодные отчисления лицензиата в пользу лицензиара, в течение периода действия лицензионного соглашения.

Текущие роялти равны ставке роялти, умноженной на базу их исчисления.

В зависимости от исчисления метод освобождения от роялти представлен тремя вариантами, при которых базой расчета являются:

- 1) валовая выручка. Здесь чаще всего используются среднеотраслевые ставки роялти;
- 2) дополнительная прибыль лицензиата;
- 3) валовая прибыль.

*Первый вариант* (база расчета — валовая выручка) чаще всего используется, когда невозможно надежно оценить дополнительную прибыль лицензиата и экономический эффект для лицензиата связан с другими целями, например с освоением нового вида производства или расширением доли на рынке.

Этапы расчета:

- составляется прогноз выручки от реализации продукции, произведенной с использованием объекта интеллектуальной собственности;
- определяется экономический срок службы патента или лицензии. (юридический срок службы и экономический срок могут не совпадать, поэтому необходимо сделать реалистический прогноз относительно продолжительности платежа);

- выбираются ставки роялти (%). Факторы, влияющие на размер роялти: объем передаваемых прав; объем правовой охраны (отсутствие патентной защиты снижает размер роялти на 10–30%); коммерческие возможности использования нововведения; предполагаемые расходы лицензиата на собственные НИОКР в сопоставлении с расходами на приобретение объекта интеллектуальной собственности; объем передаваемой технической документации; размер капиталовложений, необходимых для организации производства продукции по лицензии; территория действия лицензионного договора; условия лицензионного договора о взаимообменности усовершенствованиями; зависимость лицензиата от лицензиара в сырье, материалах и т. п.; наличие конкурентных предложений на продажу технологий, сопоставимых по экономической эффективности с закупаемой;
- находятся ожидаемые выплаты по роялти путем расчета процентных отчислений роялти от прогнозируемого объема продаж;
- из ожидаемых выплат по роялти вычитаются все расходы, связанные с обеспечением патента или лицензии (юридические, организационные административные издержки);
- рассчитываются дисконтированные потоки прибыли от выплат роялти. Обычно стоимость исчисляется на основе показателей до налогообложения;
- стоимость лицензии определяется как сумма текущих стоимостей потоков прибыли от выплат по роялти.

При *втором варианте* (база расчета — величина дополнительной прибыли лицензиата) ставка роялти определяется как доля лицензиара в среднегодовой дополнительной прибыли лицензиата от внедрения в производство лицензии.

Последовательность осуществления расчетов:

Этап 1. Рассчитывается величина дополнительной прибыли лицензиата и предельной ставки роялти на базе:

- определения экономии текущих и капитальных затрат с учетом и без учета распределения затрат и доходов во времени;
- сравнения более высокой цены на лицензионную продукцию с базовой ценой.

Вводится понятие «предельная ставка роялти», которая является техническим инструментом расчета.



.....  
**Предельная ставка роялти** — ставка роялти, причитающихся лицензиару при условии, что вся дополнительная прибыль лицензиата достается лицензиару.  
.....

Среднегодовая дополнительная прибыль лицензиата от внедрения предмета лицензии, полученной за счет экономии, рассчитывается следующим образом:

$$\Delta П_3 = \Delta С + \Delta А, \quad (5.1)$$

где  $\Delta C$  — среднегодовая величина экономии лицензиата на текущих затратах по сравнению с текущими затратами предприятия, выбранного за базу сравнения в период выплаты роялти;  $\Delta A$  — среднегодовая величина экономии на амортизации капитальных затрат у лицензиата в период выплаты роялти по сравнению с затратами базового предприятия.

Предельная ставка роялти при условии, что вся дополнительная прибыль лицензиата достается лицензиару, рассчитывается как:

$$R_s = \frac{\Delta\Pi_3}{S_{\text{пр}}} \cdot 100, \quad (5.2)$$

где  $S_{\text{пр}}$  — среднегодовая стоимость продаж лицензионной продукции за период выплаты роялти;  $\Delta\Pi_3$  — среднегодовая дополнительная прибыль лицензиата от внедрения предмета лицензии, полученной за счет экономии.

Среднегодовая величина экономии на текущих затратах:

$$\Delta C = \frac{C}{100} \cdot \left( \sum_i p_i^c \cdot d_i^c - \sum_j k_j^c \cdot d_j^c \right), \quad (5.3)$$

где  $C$  — величина среднегодовых текущих затрат на базовом предприятии с пересчетом на мощность предприятия лицензиата;  $p_i^c$  — процент экономии  $i$ -го элемента текущих затрат у лицензиата по сравнению с затратами на базовом предприятии;  $d_i^c$  и  $d_j^c$  — доли  $i$ -го и  $j$ -го элементов затрат в общей величине среднегодовых текущих затрат базового предприятия;  $k_j^c$  — процент прироста затрат  $j$ -го элемента по сравнению с затратами базового предприятия.

Среднегодовая величина экономии на амортизации капитальных затрат у лицензиата:

$$\Delta A = \frac{J}{100} \cdot \left( \frac{\sum_i p_i^J \cdot d_i^J}{t_i} - \frac{\sum_j k_j^J \cdot d_j^J}{t_j} \right) \quad (5.4)$$

или

$$\Delta A = \frac{\Delta\partial \cdot V}{T}, \quad (5.5)$$

где  $J$  — валовые капиталовложения в базовое предприятие в пересчете на мощность предприятия лицензиата;  $p_i^J$  — процент экономии по  $i$ -й группе капитальных затрат у лицензиата по сравнению с затратами на базовом предприятии;  $d_i^J$  и  $d_j^J$  — доли  $i$ -й и  $j$ -й групп капитальных затрат в валовых капиталовложениях на базовом предприятии;  $t_i$  и  $t_j$  — сроки окупаемости  $i$ -й и  $j$ -й групп капитальных затрат на базовом предприятии;  $k_j^J$  — процент прироста затрат  $j$ -й группы у лицензиата по сравнению с затратами на базовом предприятии;  $\Delta\partial$  — разница в предельных капитальных затратах в расчете на единицу продукции между предприятием лицензиата и базовым предприятием, ден. ед.;  $V$  — годовой объем выпуска продукции на предприятии лицензиата, шт.;  $T$  — срок окупаемости капиталовложений, годы.

Дополнительная прибыль может быть получена за счет более высокой цены на лицензионную продукцию по сравнению с базовой (ценой аналога):

$$\Delta\Pi_{\text{ц}} = V_{\text{ср}} \cdot (C_0 - C_a), \quad (5.6)$$

где  $\Delta\Pi_{ц}$  — среднегодовая дополнительная прибыль лицензиата от повышения цены;  $V_{ст}$  — среднегодовой объем выпуска продукции по лицензии;  $C_o$  — цена единицы лицензионной продукции;  $C_a$  — цена единицы продукции, принятой за базовый аналог.

Предельная ставка роялти в этом случае:

$$R_s = \frac{\Delta\Pi_{ц}}{S_{пр}} \cdot 100. \quad (5.7)$$

Если дополнительная прибыль получается лицензиатом как и от повышения цены лицензионной продукции, так и от экономии на текущих и капитальных затратах, она рассчитывается по следующей формуле:

$$\Delta\Pi_p = \Delta\Pi_з + \Delta\Pi_{ц}, \quad (5.8)$$

где  $\Delta\Pi_p$  — дополнительная прибыль лицензиата;  $\Delta\Pi_з$  — дополнительная прибыль (со знаком плюс) или дополнительные затраты (со знаком минус) лицензиата в связи с экономией (увеличением) текущих и капитальных затрат;  $\Delta\Pi_{ц}$  — дополнительная прибыль от повышения цены лицензионной продукции.

Предельная ставка роялти:

$$R_s = \frac{\Delta\Pi_з + \Delta\Pi_{ц}}{S_{пр}}. \quad (5.9)$$

Этап 2. Дополнительная прибыль и предельная ставка роялти корректируются с учетом двух видов риска: производственного и коммерческого.

*Производственный риск.* Дополнительная прибыль:

$$\Delta\Pi_{п} = \frac{\Delta\Pi_p \cdot \beta}{100}, \quad (5.10)$$

где  $\Delta\Pi_{п}$  — дополнительная прибыль лицензиата с поправкой на производственный риск;  $\Delta\Pi_p$  — расчетная дополнительная прибыль лицензиата;  $\beta$  — вероятность того, что предприятие лицензиата достигнет заданных производственных параметров, %.

Предельная ставка роялти с поправкой на производственный риск:

$$R_{сп} = \frac{R_s \cdot \beta}{100}, \quad (5.11)$$

где  $R_{сп}$  — предельная ставка роялти с поправкой на производственный риск;  $R_s$  — расчетная предельная ставка роялти.

*Коммерческий риск.* Дополнительная прибыль:

$$\Delta\Pi_{рк} = \frac{\Delta\Pi_p \cdot (100 - h)}{100}, \quad (5.12)$$

где  $\Delta\Pi_{рк}$  — дополнительная прибыль лицензиата с поправкой на коммерческий риск;  $h$  — наиболее вероятный процент понижения среднегодовой стоимости чистых продаж по сравнению с расчетной. Он определяется как средневзвешенная арифметическая ряда возможных процентов понижения стоимости продаж.

Предельная ставка роялти с поправкой на коммерческий риск:

$$R_{ск} = \frac{R_s \cdot (100 - h)}{100}, \quad (5.13)$$

где  $R_{ск}$  — предельная ставка роялти с поправкой на коммерческий риск.

Этап 3. Рассчитываются дополнительная прибыль, причитающаяся лицензиару, и действительная ставка роялти:

$$\Delta\Pi_{лр} = \Delta\Pi_{лк} \cdot R_{sD}, \quad (5.14)$$

где  $\Delta\Pi_{лр}$  — дополнительная прибыль, причитающаяся лицензиару;  $\Delta\Pi_{лк}$  — дополнительная прибыль лицензиата (с учетом производственного и коммерческого риска);  $R_{sD}$  — действительная ставка роялти:

$$R_{sD} = R_{снк} \cdot \alpha, \quad (5.15)$$

где  $R_{снк}$  — предельная ставка роялти с поправкой на производственный и коммерческий риски;  $\alpha$  — доля лицензиара в дополнительной прибыли лицензиата.

При использовании *третьего варианта* (база расчета — валовая прибыль) для установления доли роялти в валовой прибыли лицензиата рекомендуется руководствоваться значениями показателя, приведенными в таблице 5.1.

Таблица 5.1 – Доли роялти в валовой прибыли лицензиата, %

Технология	Лицензия				Нелицензионный ноу-хау
	Исключительная		Неисключительная		
	патентная	беспатентная	патентная	беспатентная	
Особо ценная	40–50	30–40	25–30	20–25	25–30
Средней ценности	30–40	25–30	20–25	15–20	10–25
Второстепенная по важности	20–25	15–20	10–15	5–10	3–10

*Метод дробления прибыли.* При использовании данного метода делается допущение о том, что прибыль, приносимая объектом интеллектуальной собственности, должна быть разделена между лицензиаром и лицензиатом.

Существуют два варианта расчета этим методом.

Вариант 1. Прибыль является стабильной, равновеликой величиной и поступает в течение неопределенного времени. Этапы расчета:

Этап 1. Определяется предполагаемая прибыль, которая может быть получена от реализации единицы продукции, произведенной с использованием лицензии.

Этап 2. Рассчитывается среднегодовой объем дополнительной прибыли, получаемый от использования лицензии лицензиатом (ден. ед.):

$$\Pi_{рсг} = \Pi_p \cdot V_{сг}, \quad (5.16)$$

где  $\Pi_p$  — дополнительная прибыль, получаемая от реализации каждой единицы продукции, произведенной по лицензии, ден. ед.;  $V_{сг}$  — предполагаемый среднегодовой

выпуск продукции в натуральном выражении за срок действия лицензионного соглашения.

Этап 3. Вычисляется доля лицензиара в среднегодовом объеме дополнительной прибыли лицензиата (ден. ед.):

$$П_{лр} = П_{сг} \cdot Д_{лр}, \quad (5.17)$$

где  $П_{лр}$  — прибыль лицензиара, ден. ед.;  $Д_{лр}$  — доля лицензиара в среднегодовом объеме дополнительной прибыли, полученной лицензиатом, %;  $П_{сг}$  — среднегодовой объем дополнительной прибыли, полученный лицензиатом.

В мировой практике передачи технологий  $Д_{лр}$  находится, как правило, в пределах 10–30% дополнительной прибыли лицензиата.

Этап 4. Рассчитывается ставка капитализации —  $R_k$ .

Этап 5. Оценивается стоимость лицензии путем капитализации доли лицензиара в среднегодовом объеме дополнительной прибыли лицензиата:

$$P_l = \frac{П_{лр}}{R_k}. \quad (5.18)$$

Вариант 2. Прибыль является переменной величиной по годам. Стоимость лицензии определяется по формуле:

$$P_l = \sum_{i=1}^T (П_{р1} - П_{р2}) \cdot V_i \cdot Д_{лр} \cdot R_d, \quad (5.19)$$

где  $i$  — конкретный год производства продукции по лицензии;  $T$  — срок действия лицензионного договора;  $П_{р1}$ ,  $П_{р2}$  — прибыль от продажи единицы продукции с использованием и без использования лицензии соответственно, ден.ед.;  $V_i$  — объем продаж продукции в  $i$ -м году в натуральном выражении;  $R_d$  — ставка дисконтирования (фактор текущей стоимости).

Факторы, влияющие на долю лицензиара:

- территория по лицензии, т. е. перечень тех стран, в которых лицензиату предоставлено в соответствии с условиями лицензионного соглашения право пользования объектом интеллектуальной собственности;
- объем прав по лицензии, т. е. предоставляются исключительные или неисключительные права;
- степень правовой охраны объекта интеллектуальной собственности, предусмотренной в соглашении территории;
- патентная чистота продукции по лицензии;
- объем передаваемой технической документации.

С учетом перечисленных факторов доля лицензиара в дополнительной прибыли от реализации продукции по лицензии может быть:

$$Д_{лр} = 0,3 \cdot \left( \frac{P_T + P_o + P_{по} + P_{пч} + P_{од}}{5} \right), \quad (5.20)$$

где  $P_T$  — показатель определенной в соглашении территории;  $P_o$  — показатель объема прав по лицензии;  $P_{по}$  — показатель правовой охраны;  $P_{пч}$  — показатель патентной чистоты продукции по лицензии;  $P_{од}$  — показатель объема документации, передаваемой лицензиаром.

Показатель территории:

$$P_T = \frac{N_T}{N_B}, \quad (5.21)$$

где  $N_T$  — количество стран на оговоренной в соглашении территории;  $N_B$  — количество стран, занимающих ведущее положение в производстве продукции данного вида (определяется на основе патентных исследований).

Показатель объема прав по лицензии зависит от вида лицензии (исключительная или неисключительная):

- для исключительной лицензии  $P_o = P_{o \max} = 1,0$ ;
- для неисключительной лицензии  $P_o = P_{o \min} = 0,5$ .

Показатель правовой охраны ОИС рассчитывается по формуле:

$$P_{по} = \frac{N_{по}}{N_T}, \quad (5.22)$$

где  $N_{по}$  — количество стран на оговоренной территории, в которых обеспечена правовая охрана объекта интеллектуальной собственности по предмету лицензии.

Показатель патентной чистоты продукции по лицензии:

$$P_{пч} = \frac{N_{пч}}{N_T}, \quad (5.23)$$

где  $N_{пч}$  — количество стран на оговоренной территории, в которых лицензиар гарантирует патентную чистоту продукции по лицензии.

Показатель объема передаваемой по лицензии документации:

$$P_{од} = \frac{O_{ф}}{O_{н}}, \quad (5.24)$$

где  $O_{ф}$  — фактический объем передаваемой документации;  $O_{н}$  — номинальный (полный) объем документации, необходимый для налаживания массового производства продукции по лицензии.

*Метод преимущества в прибыли.* Под преимуществом в прибыли понимается дополнительная прибыль, обусловленная оцениваемым нематериальным активом, которая возрастает за счет роста качества и (или) количества выпускаемой продукции. Она равна разнице между прибылью, полученной при использовании ОИС, и той прибылью, которую производитель получает от реализации продукции без использования ОИС. Это ежегодное преимущество в прибыли дисконтируется с учетом предполагаемого времени его получения.

### 5.3 Применение затратного подхода к оценке рыночной стоимости нематериальных активов

В основе затратного подхода к оценке нематериальных активов и объектов интеллектуальной собственности лежит учет стоимости затрат на создание, правовую

охрану, приобретение и использование оцениваемого объекта интеллектуальной собственности за прошедший период с учетом инфляции и всех потерь.

При затратном подходе к оценке нематериальных активов используются:

- метод стоимости создания (для определения минимальной цены объекта интеллектуальной собственности, ниже которой сделка для владельца объекта становится невыгодной);
- метод выигрыша в себестоимости.

*Метод стоимости создания.* Расчет этим методом осуществляется в три этапа.

Этап 1. Определяется полная стоимость замещения или полная стоимость восстановления нематериального актива. Выявляются фактические затраты, связанные с созданием, приобретением и введением его в действие.

При приобретении и использовании нематериального актива необходимо учитывать затраты:

- на приобретение имущественных прав;
- освоение в производстве товаров с использованием нематериального актива;
- маркетинг: исследование, анализ и отбор информации для определения аналогов оцениваемых объектов интеллектуальной собственности.

При создании же нематериального актива на самом предприятии необходимо учитывать затраты:

- на поисковые работы и разработку темы;
- создание экспериментальных образцов;
- услуги сторонних организаций (например, на выявление объектов интеллектуальной собственности, на выдачу охранных документов);
- уплату патентных пошлин (поддержание патента в силе);
- создание конструкторской, технической, технологической, проектной документации;
- составление и утверждение отчета.

Суммарные затраты, связанные с созданием и охраной нематериального актива:

$$Z_c = \sum_{i=1}^T \left( (Z_p + Z_{по}) \cdot \left( 1 + \frac{P}{100} \right) \cdot K_{пр} \right), \quad (5.25)$$

где  $Z_p$  — стоимость разработки нематериального актива, ден. ед.;  $Z_{по}$  — затраты на правовую охрану объекта, ден. ед.;  $P$  — рентабельность, %;  $K_{пр}$  — коэффициент приведения, с помощью которого разновременные затраты приводятся к единому моменту времени (корректируются затраты на величину индекса цен на дату оценки);  $i$  — порядковый номер рассматриваемого года действия.

Стоимость разработки нематериального актива:

$$Z_p = Z_{нир} + Z_{ктд}, \quad (5.26)$$

где  $Z_{нир}$  — затраты на проведение НИР, ден. ед.;  $Z_{ктд}$  — затраты на разработку конструкторско-технической, технологической и (или) проектной документации, связанные с созданием объекта, ден. ед..

В свою очередь,  $Z_{\text{нир}}$  и  $Z_{\text{ктд}}$  рассчитываются по формулам:

$$Z_{\text{нир}} = Z_{\text{п}} + Z_{\text{ти}} + Z_{\text{э}} + Z_{\text{и}} + Z_{\text{о}} + Z_{\text{др}} + Z_{\text{с}}, \quad (5.27)$$

где  $Z_{\text{п}}$  — затраты на поисковые работы, ден. ед.;  $Z_{\text{ти}}$  — затраты на проведение теоретических исследований, ден. ед.;  $Z_{\text{э}}$  — затраты на проведение экспериментов, ден. ед.;  $Z_{\text{и}}$  — затраты на проведение испытаний, ден. ед.;  $Z_{\text{о}}$  — затраты на составление, рассмотрение и утверждение отчета, ден. ед.;  $Z_{\text{др}}$  — другие затраты, ден. ед.;  $Z_{\text{с}}$  — затраты на услуги сторонних организаций, ден. ед.;

$$Z_{\text{ктд}} = Z_{\text{эп}} + Z_{\text{тп}} + Z_{\text{рп}} + Z_{\text{р}} + Z_{\text{и}} + Z_{\text{ан}} + Z_{\text{др}} + Z_{\text{д}}, \quad (5.28)$$

где  $Z_{\text{эп}}$  — затраты на выполнение эскизного проекта, ден. ед.;  $Z_{\text{тп}}$  — затраты на выполнение технического проекта, ден. ед.;  $Z_{\text{рп}}$  — затраты на выполнение рабочего проекта, ден. ед.;  $Z_{\text{р}}$  — затраты на выполнение расчетов, ден. ед.;  $Z_{\text{ан}}$  — затраты на проведение авторского надзора, ден. ед.;  $Z_{\text{д}}$  — затраты на дизайн, ден. ед.;  $Z_{\text{др}}$  — другие затраты.

Этап 2. Определяется величина коэффициента, учитывающего степень морального старения нематериального актива:

$$K_{\text{мс}} = 1 - \frac{T_{\text{ф}}}{T_{\text{н}}}, \quad (5.29)$$

где  $T_{\text{ф}}$  — срок действия охранного документа по состоянию на расчетный год;  $T_{\text{н}}$  — номинальный срок действия охранного документа.

Этап 3. Рассчитывается остаточная стоимость объекта нематериального актива:

$$C_{\text{о}} = Z_{\text{с}} \cdot K_{\text{мс}}, \quad (5.30)$$

где  $Z_{\text{с}}$  — сумма всех затрат.

*Метод выигрыша в себестоимости.* Стоимость нематериального актива измеряется через определение экономии на затратах в результате его использования. Метод применим лишь в тех случаях, когда речь идет о двух близких по своим технико-экономическим показателям видах продукции или о двух способах производства одной и той же продукции; и неприменим в случаях выпуска новых видов товаров. Стоимость нематериального актива определяется как сумма текущих стоимостей экономии на затратах в течение срока его использования.

## 5.4 Применение сравнительного подхода и оценка стоимости товарного знака

Сравнительный подход основан на принципе эффективно функционирующего рынка, на котором инвесторы покупают и продают аналогичного типа активы, 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, т. е.

учитываются различия характеристик аналога объекта интеллектуальной собственности и оцениваемого объекта.

Необходимо иметь в виду, что уникальность и специфика оцениваемого объекта, разнообразие условий коммерческих сделок и конфиденциальность сведений значительно ограничивают применение сравнительного подхода при оценке нематериальных активов. При оценке стоимости предприятия большое значение имеют средства индивидуализации — товарные знаки, знаки обслуживания.

*Понятие товарного знака.* По типовой классификации объектов интеллектуальной собственности товарные знаки относятся к объектам промышленной собственности наряду с изобретениями, полезными моделями, промышленными образцами и селекционными достижениями.

Товарный знак — обозначение, способное отличать товары и услуги одних юридических или физических лиц от однородных товаров и услуг других юридических или физических лиц.

Как объект промышленной собственности товарный знак подлежит правовой охране путем государственной регистрации и получения свидетельства на товарный знак.

Через государственную регистрацию:

- 1) фиксируется объект охраны, т. е. перечень товаров, для обозначения которых используется товарный знак;
- 2) оповещаются третьи стороны об исключительных правах владельца на товарный знак, т. е. владелец товарного знака имеет исключительное право пользоваться и распоряжаться товарным знаком, а также запрещать его использование другими лицами. Никто не может использовать охраняемый в России товарный знак без разрешения его владельца.

Товарный знак может быть зарегистрирован на имя юридического либо физического лица, осуществляющего предпринимательскую деятельность и, будучи оборотоспособным активом, может быть объектом реальной оценки.

В России внутренний оборот прав на товарные знаки стал зарождаться после 1992 г., когда были приняты нормативные документы, регламентирующие данный процесс, в том числе Закон «О товарных знаках, знаках обслуживания и наименованиях мест происхождения товаров», Гражданский кодекс РФ. Темпы роста количества лицензионных договоров по товарным знакам превышают аналогичный показатель по другим видам промышленной собственности.

*Оценка товарного знака.* Теория оценки выделяет совокупность случаев, когда может осуществляться оценка прав на товарные знаки. Как правило, оценка прав на товарные знаки не выделяется из общего понятия оценки интеллектуальной собственности и нематериальных активов. Это вполне обоснованно, так как большинство ситуаций, в которых необходима оценка нематериальных активов, применимо и к товарным знакам. К случаям оценки товарного знака относятся:

- внесение товарного знака в качестве вклада в уставный капитал;
- купля-продажа прав на товарный знак (договор уступки прав на товарный знак);
- заключение лицензионных соглашений;

- определение ущерба в результате нарушения прав на товарный знак (производство и реализация контрафактной продукции);
- реструктуризация и приватизация предприятия;
- получение предприятием кредита;
- страхование товарного знака.

## 5.5 Оценка рыночной стоимости финансовых вложений

К финансовым вложениям относятся инвестиции предприятия в ценные бумаги и в уставные капиталы других организаций, а также предоставленные другим организациям займы на территории Российской Федерации и за ее пределами. Оценка финансовых вложений осуществляется исходя из их рыночной стоимости на дату оценки и является предметом пристального внимания оценщика. Если рассчитывается рыночная стоимость вложений в ценные бумаги, котирующиеся на рынке (на бирже, на специальных аукционах), то информация берется, например, из сборников «Финмаркет», АК&М и др. Если же ценные бумаги не котируются, то оценщик должен самостоятельно определить их рыночную стоимость.

Оценка эффективности отдельных финансовых инструментов инвестирования, как и реальных инвестиций, осуществляется на основе сопоставления объема инвестиционных затрат, с одной стороны, и сумм возвратного денежного потока по ним, с другой. Вместе с тем, формирование этих показателей в условиях финансового инвестирования имеет существенные отличительные особенности.

Прежде всего, в сумме возвратного денежного потока при финансовом инвестировании отсутствует показатель амортизационных отчислений, так как финансовые инструменты, в отличие от реальных инвестиций, не содержат в своем составе амортизируемых активов. Поэтому основу текущего возвратного денежного потока по финансовым инструментам инвестирования составляют суммы периодически выплачиваемых по ним процентов (на вклады в уставные фонды; на депозитные вклады в банках; по облигациям и другим долговым ценным бумагам) и дивидендов (по акциям и другим долевым ценным бумагам).

Кроме того, коль скоро финансовые активы предприятия (каковыми являются финансовые инструменты инвестирования) не амортизируются, они продаются (погашаются) в конце срока их использования предприятием (или в конце обусловленного фиксированного срока их обращения) по той цене, которая сложилась на них на момент продажи на финансовом рынке (или по заранее обусловленной фиксированной их сумме). Следовательно, в состав возвратного денежного потока по финансовым инструментам инвестирования входит стоимость их реализации по окончании срока их использования (фиксированной стоимости по долговым финансовым активам и текущей курсовой стоимости по долевым финансовым активам).

Определенные отличия складываются и в формировании нормы прибыли на инвестированный капитал. Если по реальным инвестициям этот показатель опосредствуется уровнем предстоящей операционной прибыли, которая складывается

в условиях объективно существующих отраслевых ограничений, то по финансовым инвестициям инвестор сам выбирает ожидаемую норму прибыли с учетом уровня риска вложений в различные финансовые инструменты. Осторожный (или консервативный) инвестор предпочтет выбор финансовых инструментов с невысоким уровнем риска (а соответственно и с невысокой нормой инвестиционной прибыли), в то время как рисковый (или агрессивный) инвестор предпочтет выбор для инвестирования финансовых инструментов с высокой нормой инвестиционной прибыли (невзирая на высокий уровень риска по ним).

Коль скоро ожидаемая норма инвестиционной прибыли задается самим инвестором, то этот показатель формирует и сумму инвестиционных затрат в тот или иной инструмент финансового инвестирования, которая должна обеспечить ему ожидаемую сумму прибыли. Эта расчетная сумма инвестиционных затрат представляет собой *реальную стоимость финансового инструмента инвестирования*, которая складывается в условиях ожидаемой нормы прибыли по нему с учетом соответствующего уровня риска.

Если фактическая сумма инвестиционных затрат по финансовому инструменту будет превышать его реальную стоимость, то эффективность финансового инвестирования снизится (т. е. инвестор не получит ожидаемую сумму инвестиционной прибыли). И наоборот, если фактическая сумма инвестиционных затрат будет ниже реальной стоимости финансового инструмента, то эффективность финансового инвестирования возрастет (т. е. инвестор получит инвестиционную прибыль в сумме, большей чем ожидаемая).

С учетом изложенного *оценка эффективности того или иного финансового инструмента инвестирования сводится к оценке реальной его стоимости, обеспечивающей получение ожидаемой нормы инвестиционной прибыли по нему.*

Принципиальная модель оценки стоимости финансового инструмента инвестирования имеет следующий вид:

$$C_{\text{фи}} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ВДП}}{(1 + H_{\text{п}})^t}, \quad (5.31)$$

где  $C_{\text{фи}}$  — реальная стоимость финансового инструмента инвестирования; ВДП — ожидаемый возвратный денежный поток за период использования финансового инструмента;  $H_{\text{п}}$  — ожидаемая норма прибыли по финансовому инструменту, выраженная десятичной дробью (формируемая инвестором самостоятельно с учетом уровня риска);  $n$  — число периодов формирования возвратных потоков (по всем их формам).

Особенности формирования возвратного денежного потока по отдельным видам финансовых инструментов определяют разнообразие вариаций используемых моделей оценки их реальной стоимости.

Ниже рассмотрены теоретические основы оценки стоимости различных видов финансовых вложений.

*Оценка облигации с купоном с постоянным уровнем выплат.* Текущая стоимость облигации состоит из двух частей:

- текущей дисконтированной стоимости полученных до даты погашения процентных платежей;

- текущей дисконтированной стоимости выплаты номинала при наступлении срока погашения облигации.

Текущая стоимость облигации:

$$PV = \sum_{n=1}^N \frac{Y}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^N}, \quad (5.32)$$

где  $Y$  — годовые процентные выплаты, определяющиеся номинальным процентным доходом (купонной ставкой);  $r$  — требуемая норма доходности, %;  $M$  — номинальная стоимость облигации (сумма, выплачиваемая при погашении облигации);  $n$  — число лет до момента погашения;  $n = 1, 2, 3, \dots, N$ .

*Оценка облигации с плавающим купоном.* Если купонные платежи не фиксированы, то оценщик имеет дело с облигацией с плавающей купонной ставкой. В этом случае поступления процентных платежей нельзя рассматривать как аннуитет: поскольку каждый процентный платеж отличен от других, то он должен рассматриваться как самостоятельный единовременный платеж. Тогда

$$PV = \sum_{n=1}^N \frac{Y_n}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^N}, \quad (5.33)$$

где  $Y_n$  — ежегодные процентные выплаты, меняющиеся из года в год.

Оценка бессрочных облигаций (облигации с периодической выплатой процентов, но без обязательного погашения). Текущая стоимость бессрочной облигации:

$$PV = \frac{Y}{r}, \quad (5.34)$$

где  $Y$  — купонный доход;  $r$  — требуемая ставка доходности.

*Оценка привилегированных акций.* По своей природе привилегированная акция занимает промежуточное положение между облигацией и обыкновенной акцией. Эта акция подразумевает обязательство выплаты стабильного, фиксированного дивиденда, но не гарантирует возмещения своей номинальной стоимости. При анализе привилегированных акций с точки зрения инвестора необходимо оценивать используемую в расчетах собственную норму прибыли инвестора, показывающую максимальную цену, которую инвестор готов заплатить за акции, или минимальную цену, за которую инвестор готов продать эту акцию. Индивидуальная текущая стоимость акции для инвестора:

$$PV = \frac{D}{r}, \quad (5.35)$$

где  $PV$  — текущая стоимость привилегированной акции;  $D$  — объявленный уровень дивидендов;  $r$  — требуемая норма прибыли (ставка доходности).

*Оценка обыкновенных акций.* Задача определения стоимости обыкновенных акций значительно отличается от оценки облигаций и привилегированных акций, так как получение доходов по ним характеризуется неопределенностью как в плане величины, так и времени их получения. Имеется некоторая неопределенность информации относительно будущих результатов, прежде всего темпов роста дивидендов. Единственный источник данных для инвестора — статистические сведения о деятельности компании в прошлом.

С учетом прошлого опыта и предполагаемых перспектив развития выводятся наиболее точные предположения о будущей доходности.

*Модель бесконечного (постоянного) роста.* Если ожидается, что дивиденды компании будут расти одинаковыми темпами в неопределенном будущем, то текущая стоимость акций:

$$PV = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{1 + r} + \frac{D_0 \cdot (1 + g)^2}{(1 + r)^2} + \dots + \frac{D_0 \cdot (1 + g)^n}{(1 + r)^n} = \frac{D_0 \cdot (1 + g)}{r - g}, \quad (5.36)$$

где  $D_0$  — базовая величина дивиденда;  $g$  — прогноз темпов роста дивидендов;  $r$  — требуемая ставка доходности.

Для зрелых компаний предположение о бессрочном росте является допустимым.

*Модель двухстадийного роста.* Многие модели оценки базируются на предположении, что темпы роста в конце концов уменьшаются и, следовательно, происходит переход от уровня роста, превышающего нормальный (от сверхнормального), к нормальному темпу роста:

$$PV = \sum_{t=1}^N \frac{D_0 \cdot (1 + g_s)^t}{(1 + r_s)^t} + \frac{D_N + 1}{r_s - g_n} \cdot \frac{1}{(1 + r)^N}, \quad (5.37)$$

где  $N$  — число лет сверхнормального роста;  $g_s$  — сверхнормальный темп роста;  $r_s$  — требуемая ставка доходности при сверхнормативном росте;  $D_N$  — дивиденды года  $N$ ;  $g_n$  — нормальный темп роста.

Таким образом, текущая стоимость акции состоит:

- из текущей стоимости дивидендов за период сверхнормального роста;
- дисконтированной стоимости цены акции в конце периода сверхнормального роста.

*Оценка товарно-материальных запасов.* Производственные запасы оцениваются по текущим ценам с учетом затрат на транспортировку и складирование. Устаревшие запасы списываются.

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

*Оценка денежных средств.* Эта статья не подлежит переоценке.

*Оценка дебиторской задолженности.* Требуется анализ дебиторской задолженности по срокам погашения, выявление просроченной задолженности с последующим разделением ее:

- на безнадежную (она не пойдет в экономический баланс);
- ту, которую предприятие еще надеется получить (она пойдет в экономический баланс).

При анализе дебиторской задолженности оценщик должен проверить, не являются ли сомнительными векселя, выпущенные другими предприятиями. Несписанная дебиторская задолженность оценивается дисконтированием будущих основных сумм и выплатой процентов к их текущей стоимости.

Причем для каждого дебитора применяется своя ставка дисконтирования, учитывающая риск неполучения задолженности.



## Контрольные вопросы по главе 5

- 1) Какие активы относятся к нематериальным?
- 2) Дайте определение интеллектуальной собственности.
- 3) Что такое объект интеллектуальной собственности?
- 4) Из каких законов складывается действующее законодательство о правах на объекты интеллектуальной собственности?
- 5) Каковы цели оценки объектов интеллектуальной собственности?
- 6) Для чего проводится экспертиза объектов интеллектуальной собственности?
- 7) Какие подходы используются при оценке объектов интеллектуальной собственности?
- 8) Дайте определение роялти и предельной ставке роялти.

---

## Глава 6

# ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПАКЕТОВ АКЦИЙ И ЛИКВИДАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

---

### 6.1 Оценка стоимости контрольных и неконтрольных пакетов акций

Основопологающим принципом оценки пакетов акций является необходимость предварительно — если для этого есть возможность — оценить рыночную стоимость всей рассматриваемой компании в целом (100% ее обыкновенных акций).

Алгоритм оценки конкретного пакета акций компании.

- 1) Оценочная стоимость предприятия в целом уменьшается пропорционально доле рассматриваемого пакета акций в 100% обыкновенных акций фирмы:

$$V_{\text{пак}} = СК \cdot d, \quad (6.1)$$

где  $d$  — относительный размер, в долях единицы, оцениваемого пакета акций (оцениваемой доли) в ста процентах обыкновенных акций (уставном капитале) предприятия.

- 2) В показатель  $V_{\text{пак}}$  вносится поправка с учетом степени контроля над компанией, которую способно дать инвестору приобретение пакета ее акций размером  $d$ .
- 3) Производится корректировка стоимости пакета акций (доли) предприятия в зависимости от факта (при более тщательном анализе — степени) ликвидности или неликвидности акций (долей) оцениваемой компании.
- 4) Осуществляется скидка с результата предыдущих корректировок показателя  $V_{\text{пак}}$ , если акции оцениваемой фирмы неликвидны и при этом не размещены на фондовом рынке.

Первый шаг алгоритма не требует комментариев.

## Учет приобретаемого контроля

Что касается второго шага этого алгоритма, то при его проведении встает вопрос о том, как влияет на стоимость одной акции (одной процентной единицы уставного капитала) предприятия в составе приобретаемого пакета (пая) следующий факт: контрольным или неконтрольным является предлагаемое инвестору участие в капитале предприятия.

Скидки (премии) в зависимости от степени контроля, который обеспечивается предлагаемым (приобретаемым) пакетом акций (паем), следует вводить по той причине, что инвестор, покупающий контроль над предприятием, в состоянии использовать любой из возможных существующих каналов доступа к капиталу, который вложен в предприятие (в фирму как отдельное юридическое лицо), и к доходам, заработанным предприятием с этого капитала.

Действительно, он может не только получать дивиденды (решая большинством своих голосов на собрании акционеров или пайщиков вопрос об их выплате) и перепродавать с рыночным выигрышем (в крайнем случае — с курсовым проигрышем, но все же извлекать свои средства из неуспешного предприятия) свои ликвидные акции (паи) на фондовом (вторичном) рынке, но и:

- использовать свое влияние для трансферных сделок предприятия (не по рыночным ценам) в пользу третьих аффилированных с ним лиц;
- завышать свою собственную заработную плату, получаемую от предприятия, если имеется в виду прямой либо косвенный частный инвестор, который одновременно выступает менеджером или иным прочим наемным работником предприятия;
- получить в удобный для себя момент свободный от долгов остаток имущества предприятия при добровольной ликвидации предприятия по настоянию контролирующего его инвестора;
- решать вопросы продажи в нужное время (с учетом перечисленных обстоятельств) либо сдачи в аренду нефункционирующих активов предприятия, которые, пользуясь своим влиянием, контролирующей фирму инвестор способен произвольно увеличивать, сокращая объем операций предприятия.

Имея в виду указанные преимущества контролирующего предприятие инвестора, можно с полной определенностью утверждать, что цена одной акции в составе пакета акций и всего пакета акций (одной процентной единицы пая и всего пая) должна содержать как бы «премию за контроль», размер такого пакета (пая) в предприятии с определенным распределением его обычных (голосующих) акций (паев) среди прочих инвесторов доставляет приобретающему подобный пакет (пай) инвестору фактический контроль над предприятием и решением перечисленных выше вопросов.

При расчете обоснованной либо инвестиционной рыночной стоимости предлагаемого (приобретаемого) пакета акций (пая) рассматриваемого предприятия многое зависит от того, каким из рассмотренных выше методов оценки бизнеса получают оценку обоснованной либо инвестиционной рыночной стоимости СК всего

предприятия в целом (всех 100% его обыкновенных акций или всего уставного капитала).

Так, *метод рынка капитала* ориентирован на оценку всего предприятия или одной его акции (одной процентной единицы уставного капитала фирмы типа общества или товарищества с ограниченной ответственностью) как бы «глазами» инвестора, приобретающего в предприятии долю меньшинства. Поэтому, если в действительности (применительно к конкретному размеру пакета, приобретаемого венчурным или просто стратегическим инвестором) в конкретном рассматриваемом случае необходима оценка обоснованной либо инвестиционной рыночной стоимости контрольного пакета анализируемого предприятия, то к величине СК следует добавить некую «премию за контроль». Она может достигать 30–40% от предварительной оценки значения СК, получаемого этим методом.

*Метод сделок*, напротив, изначально ориентирован на получение оценки рыночной стоимости изучаемого предприятия в расчете на инвестора, приобретающего контроль над предприятием. Если стоимость предприятия СК оценивается для инвестора, приобретающего контроль над фирмой, то он не требует добавления к получаемой этим методом величине СК «премии за контроль», так как используемые в методе сделок оценочные мультипликаторы по определению должны были быть рассчитаны по ценам только тех сделок с акциями компании-аналога, результатом которых являлась передача контроля над компанией покупателю в таких сделках.

Если же стоимость предприятия и одной его акции в составе приобретаемого пакета оценивается для инвестора, который приобретает не дающую контроля долю меньшинства в фирме, то, наоборот, нужно, очевидно, уменьшить полученную методом сделок величину СК на определенную «скидку за неконтрольный характер» рассматриваемого пакета (пая). Эта скидка составляет обычно 20–25% от предварительной оценки стоимости предприятия.

Такие же последствия, как и использование метода сделок, имеет в этом смысле применение *метода дисконтированного денежного потока* и *метода накопления активов*. Они также выводят сразу на оценку стоимости предприятия при обладании контроля над ним (следовательно, не требуют добавления к величине СК какой-либо «премии за контроль», если в реальном рассматриваемом случае будет предлагаться либо приобретаться контрольный пакет акций — или контрольный пай предприятия; напротив, если в реальном рассматриваемом случае в оцененном этими методами предприятии будет предлагаться либо приобретаться неконтрольная доля меньшинства, то необходима указанная скидка за неконтрольный характер пакета или пая).

*Метод накопления активов* также ориентирован на контролирующего предприятие инвестора, так как только он будет иметь достаточно влияния чтобы при необходимости настоять на продаже оцениваемых активов предприятия самих по себе (при одновременном сокращении выпуска даже закрытии предприятия) и присвоении отмеченными выше разнообразными легальными способами выручки от этой продажи.

Важно, что размеры присущих той или иной отрасли «премий за контроль» и скидок за неконтрольный характер оцениваемого пакета акций численно, как правило, не совпадают.

Это объясняется тем, что «премии за контроль» рассчитываются на основе статистики, которая отражает перепад в ценах на акции тех же компаний между ценой акции в составе пакетов, *скупаемых для увеличения степени контроля за предприятием*, и ценой акций в обычных сделках купли-продажи мелких пакетов акций. В то же время *скидки за недостаточный контрольный характер* пакета акций определяются на базе сравнения стоимости акций в обычных сделках с мелкими их пакетами и их цены, когда мелкими пакетами распродаются крупные пакеты акций. Ясно, что приобретение контроля над компанией при быстро выявляемом факте скупки мелких пакетов требует большей прибавки к цене акции, чем можно было бы ожидать выручить сверх цены акции в обычных сделках при попытке получить компенсацию за утериваемый контроль, который многими покупателями мелких частей распродаваемого крупного пакета в же время не приобретается.

### Влияние ликвидности акций и размещенности их на рынке

Что касается учета того, являются ли акции оцениваемой компании ликвидными, то этот фактор существен лишь для инвестора, который не приобретает контроля над предприятием. Ему важно сохранить возможность извлечь из предприятия — пусть даже не за его счет, а за счет третьих лиц — покупателей акций или пая — свои средства (так, чтобы они оказались заблокированными там) в момент, когда ему это удобно (согласно своим потребительским или иным инвестиционным планам).

Таким образом, если оценивается неконтрольный пакет акций, а акции предприятия неликвидны (доля свободно не реализуема), то со стоимости этого пакета, в которой уже учтена степень обеспечиваемого пакетом акций контроля над предприятием, необходимо произвести *скидку за недостаток ликвидности акций*. Обычно эта скидка составляет порядка 30%. Конечно, в разных отраслях (на основе специально собираемой статистики) она может от этой цифры отличаться. Заметим, что, оценивая крупный пакет акций, обеспечивающий контроль над предприятием, фактором ликвидности можно вообще пренебречь, так как контролирующей компанию инвестор приобретает возможность по-иному, в случае необходимости, извлечь свои средства (непосредственно из предприятия, с его счета и за счет его имущества — например, заставляя подконтрольных менеджеров компании выкупать свои акции за счет средств предприятия, иногда даже в ущерб интересам прочих совладельцев фирмы).

*Скидка за неразмещенность акций на фондовом рынке.* Эта скидка при необходимости производится дополнительно. Размер ее определяется на основе статистики издержек по размещению на рынке акций сходных по размеру компаний той же отрасли, что и рассматриваемая фирма, т. е. издержек по регистрации акций для обращения, по включению в листинг фондовых бирж, по найму постоянных брокеров и т. д. Ориентировочно размер указанной скидки может составлять до 10–15% стоимости акций, ранее уже скорректированной с учетом факторов степени обеспечиваемого пакетом акций контроля над бизнесом, а также степени ликвидности акций.

Заметим, что если скидки или премии в расчетах делаются путем прямого вычитания (прибавления) соответствующих сумм, то на каждом шаге алгоритма рассматриваемых корректировок базой, относительно которой производится скидка

или премия, является результат предыдущего шага выполнения этого алгоритма: сначала — учет фактора приобретаемого контроля, затем — учет фактора ликвидности акций, далее — учет факта размещенности или неразмещенности акций на рынке.

## **6.2 Определение ликвидационной стоимости предприятия при коротком сроке его ликвидации**

Ликвидационная стоимость предприятия в расчете на короткий срок его ликвидации (один–два месяца) является «классическим» пониманием определения ликвидационной стоимости как цели оценки. Наиболее адекватен такой цели оценки метод накопления активов.

Однако применение этого метода в этом случае имеет ряд особенностей.

1. Нужно различать ликвидационную стоимость фирмы и ликвидационную стоимость бизнеса (предприятия) как имущественного комплекса.

В первом случае следует учитывать кредиторскую задолженность компании. Во втором случае ее можно не учитывать, так как обязательства несет именно фирма, а не имущественный комплекс, не являющийся юридическим лицом. Более того, напомним, что продажа имущественного комплекса фирмы-банкрота в качестве одного из вариантов осуществления конкурсного производства может служить одним из вариантов погашения кредиторской задолженности фирмы.

Что касается дебиторской задолженности, где субъектом ее получения также выступает обладающая имущественным комплексом фирма, то дебиторскую задолженность все же можно рассматривать как один из активов бизнеса, который можно продавать в форме контрактной цессии или оформленных векселей.

2. При оценке ликвидационной стоимости предприятия в расчете на короткий срок ликвидации все активы предприятия должны оцениваться не по гипотетической обоснованной рыночной стоимости, а по вероятной чистой (за вычетом издержек ликвидации) выручке, которую реально получить либо при быстрой распродаже активов, составляющих имущественный комплекс предприятия (первая ситуация), либо при быстрой продаже всего имущественного комплекса (всей совокупности активов) в целом (вторая ситуация).

Это, в свою очередь, означает также, что в первой ситуации:

- не следует принимать во внимание и даже пытаться оценивать те активы, которые неликвидны или малоликвидны (их просто не сумеют быстро продать), за исключением случаев, когда уже на момент оценки на это имущество найден конкретный покупатель или если оценка направлена на определение вероятной чистой (за вычетом расходов на утилизацию) выручки от возможной быстрой утилизации соответствующего имущества и реализации ликвидных продуктов утилизации (например, от продажи в качестве металлолома предварительно разрезанного и не содержащего композитов оборудования);
- не нужно включать в расчет оценку тех видов имущества, по которым у предприятия не имеется достаточно надежных и соответствующим образом оформленных прав собственности либо по которым отсутствует юри-

дическая форма продажи; чаще всего отмеченное может касаться нематериальных активов типа ноу-хау, закрепленной клиентуры, подобранных и обученного персонала и пр.;

- при оценке высоко- и среднеликвидных активов может использоваться только рыночный подход, когда их стоимость устанавливается на основе актуальных конкурентных материалов либо прайс-листов по ценам в фактически состоявшихся сделках купли-продажи таких активов либо их ближайших аналогов; в последнем случае потребуются корректировка, опирающаяся на изучение наблюдавшихся на рынке соответствующего имущества закономерностей по изменению цены вследствие разницы в параметрах, которые отличают друг от друга оцениваемый актив и его ближайший аналог; понимание ликвидационной стоимости как стоимости замещения, восстановительной стоимости либо стоимости, определенной по методу дисконтированных денежных потоков, недопустимо;
- в части изнашиваемых видов имущества учет износа также должен осуществляться в рамках рыночного подхода к оценке — так, чтобы конкурентные материалы или прайс-листы относились к активам, характеризующимся сопоставимыми уровнями физического, технологического и функционального видов износа.

Дополнительные особенности оценки во второй ситуации сводятся к тому, что:

- действующий имущественный комплекс, если на нем производится имеющая сбыт выгодная продукция, стоит дороже, чем такой же, но не запущенный в действие имущественный комплекс;
- поиск конкурентных материалов по аналогичным недавно продававшимся имущественным комплексам обычно затруднен (из-за редкости подобных сделок и коммерческой секретности условий таких сделок); поэтому ликвидационную стоимость имущественного комплекса может оказаться допустимым оценивать с помощью доходного подхода к оценке бизнеса или метода накопления активов — однако при условии согласования оценки с конкретным потенциальным покупателем (оценка в рамках стандарта обоснованной стоимости).

Конечно, «классическую» ликвидационную стоимость (в расчете на короткий срок ликвидации) имущественного комплекса оценить очень трудно, если не невозможно. Поэтому и с необходимостью такой оценки сталкиваются довольно редко.

### 6.3 Оценка ликвидируемого предприятия при длительном сроке его ликвидации

В ряде случаев предприятие может оцениваться в расчете на то, что потенциальный новый его владелец станет ликвидировать бизнес, делая это, однако, так, что предприятие будет сворачиваться не сразу, а постепенно.

Это предопределяет отличие указанного определения стоимости от цели оценки «классической» ликвидационной стоимости. Оценку стоимости предприятия, подлежащего ликвидации в течение относительно длительного времени, в отличие

от термина «ликвидационная стоимость», можно иногда называть «стоимостью ликвидируемого предприятия».

Тогда в течение заранее планируемого периода ликвидации (достаточно длительного для того, чтобы было нельзя игнорировать его протяженность во времени) параллельно будут происходить следующие процессы:

- планомерное сокращение объемов выпуска и продаж продукции;
- обусловленное темпом этого сокращения высвобождение основных производственных фондов, превращающихся в избыточные активы;
- подготовка к продаже и продажа нарастающего количества избыточных активов;
- продолжение обслуживания и погашения кредиторской задолженности согласно имеющимся кредитным соглашениям и договорам, срок истечения которых не превышает планируемого срока ликвидации предприятия;
- планируемое постепенное (согласно особому плану) досрочное погашение долгосрочной кредиторской задолженности, договорный срок погашения которой выходит за рамки планируемого срока ликвидации бизнеса (вплоть до этого с еще не погашенной суммы задолженности производится уплата процентов);
- получение поступлений в счет погашения дебиторской задолженности, срок истечения обязательств по которой не превышает планируемого срока ликвидации предприятия;
- планируемая постепенная (также согласно особому плану) распродажа просроченной дебиторской задолженности и прав по истребованию долгосрочной дебиторской задолженности, срок погашения которой выходит за пределы планируемого срока ликвидации бизнеса.

Оценка ликвидируемого таким образом предприятия может быть многовариантной — в расчете на разные планируемые сроки ликвидации и на разные варианты планов свертывания операционной деятельности, погашения долгосрочной кредиторской задолженности и истребования платежей по долгосрочной дебиторской задолженности.

Очевидно, оценка стоимости ликвидируемого предприятия в расчете на максимизирующий ее значение вариант срока и плана ликвидации бизнеса (включая планы погашения кредиторской задолженности и получения доходов с дебиторской задолженности) и должна служить окончательной.

Методика оценки ликвидируемого предприятия при относительно длительном сроке его ликвидации представляет собой сочетание доходного и имущественного подходов к оценке бизнеса. То есть стоимость ликвидируемого предприятия равна сумме текущих стоимостей денежных потоков от продолжения деятельности предприятия и вероятной выручки (рыночной стоимости) от постепенной продажи активов (с учетом дебиторской задолженности) за вычетом погашения кредиторской задолженности.

Очевидно, что шагом анализа при планировании денежных потоков должен быть скорее месяц, а не год.

Особенности планирования выручки от реализации имущества:

1) По тем единицам высвобождаемого имущества, которые предприятие станет продавать с использованием посредников (специфические виды имущества), выручка должна быть уменьшена на комиссионные для них.

2) Ликвидируемому предприятию, если оно имеет активы с высокой остаточной балансовой стоимостью и одновременно с высокой степенью морального износа, на срок его ликвидации, по-видимому, придется переходить на процедуру закрытия балансов по их оценочной стоимости — иначе в случае реализации высвобождаемых активов по цене ниже их остаточной балансовой стоимости на соответствующую разницу у предприятия станет увеличиваться налогооблагаемая прибыль и увеличиваться уплачиваемый налог на прибыль. Следовательно, нужно учитывать оплату услуг оценщиков.

3) Следует исключить те недостаточно ликвидные активы, которые не представляется реальным продать в течение планируемого срока ликвидации. К ним в первую очередь могут относиться залежалые складские запасы не пользующейся спросом нереализованной готовой продукции, специальных видов сырья, полуфабрикатов и комплектующих изделий для нее, незавершенное производство (но не полуфабрикаты универсального применения), дебиторская задолженность (последних очередей) предприятий-банкротов.

4) Оценка рыночной стоимости активов не должна опираться на какие-либо умозрительные методы и формулы, так как целью оценки здесь выступает определение конкретной величины вероятного размера выручки от продажи соответствующих активов. По преимуществу, так понимаемая оценка должна предполагать применение метода сравнительных продаж.

5) Высвобождаемые активы оцениваются как вероятная выручка, которую можно будет получить в определенный непренебрежимо далеко будущий период. Следовательно, рассматривавшиеся скидки нужно рассчитывать с учетом прогноза всех видов износа, которые накопятся к этому периоду.

Кроме того, получаемые величины выручки от продажи имущества подлежат дисконтированию, т. е. приведению по времени к моменту оценки. Это должно также делаться с учетом рисков получения дохода от продажи, которые являются разными на рынках сбыта разных видов как нового, так и подержанного имущества. Последнее предопределяет необходимость использования разных норм дохода (ставок дисконтирования), каждая из которых компенсирует риски бизнеса по продажам имущества разных видов.

Самым простым способом расчета этих ставок является использование модели оценки капитальных активов с применением в ней отраслевых (среднеотраслевых) коэффициентов «бета».

б) В составе оцениваемых по вероятной выручке от их продажи активов особое внимание необходимо обратить на дебиторскую задолженность.

Ее можно разделить на дебиторскую задолженность:

- непросроченную, со сроком истечения в пределах планируемого срока ликвидации предприятия;
- непросроченную, со сроком истечения за пределами планируемого срока ликвидации бизнеса;
- просроченную, которую можно продать;
- просроченную, которую невозможно продать.

Формами продажи дебиторской задолженности являются:

- уступка права взимания задолженности по договорам контактной цессии (переуступки прав);
- продажа векселей (если дебиторская задолженность оформлена векселем).

В части учета просроченной и выходящей за срок ликвидации предприятия долгосрочной дебиторской задолженности могут предусматриваться такие варианты действий:

- продажа дебиторской задолженности в форме уступки прав по ее истребованию специализированным факторинговым фирмам или банкам;
- реструктуризация (отсрочка или рассрочка) просроченной дебиторской задолженности в течение периода ликвидации бизнеса с получением под нее непросроченного векселя, который может быть предметом купли-продажи на вексельном рынке;
- истребование просроченной дебиторской задолженности через суд (с учетом сроков подачи соответствующих исков, необходимых судебных и юридических издержек и вероятных сроков получения причитающихся сумм).

Факторинговые компании покупают право истребовать долг за часть величины этого долга, размер которой зависит как от срока наступления права взыскать долг (по непросроченной задолженности), так и от надежности дебитора и доходов с его бизнеса.

Векселя дебиторов предприятия выступают как более или менее ликвидные ценные бумаги, если они являются переводными и, желательно, авалированными (гарантированными хотя бы на часть их суммы) каким-либо серьезным банком, учитываемыми (способными служить залогом при взятии кредита в банке).

Оценка непросроченной дебиторской задолженности, со сроком истечения в пределах планируемого срока ликвидации предприятия, в рассматриваемом случае может осуществляться с использованием метода дисконтированных денежных потоков.

Другим способом оценить названную непросроченную задолженность выступает ее оценка как возможного предмета продажи посредством реализации контрактной цессии или векселя.

Оценка непросроченной, со сроком истечения за пределами планируемого срока ликвидации бизнеса, задолженности осуществляется следующими двумя альтернативными методами:

- в части поступлений, ожидаемых в рамках планируемого срока ликвидации бизнеса, определяется их текущая стоимость; в части же поступлений, ожидаемых в рамках планируемого срока ликвидации предприятия, оценивается вероятная выручка от перепродажи права на их истребование; затем обе полученные величины суммируются;
- вся непросроченная задолженность оценивается как возможный предмет продажи посредством реализации контрактной цессии или векселя.

Оценка просроченной дебиторской задолженности, которую можно продать (сколь-либо ликвидной дебиторской задолженности), основывается на том, что на рынках контрактных цессий или векселей находят информацию о величине дисконта (т. е. процентной скидки с цены; в данном контексте — с суммы задолженности),

который характерен для перепродажи в соответствующей форме просроченной дебиторской задолженности рассматриваемого дебитора. За оценку рыночной стоимости (вероятной выручки от продажи) просроченной дебиторской задолженности соответствующего дебитора тогда берут сумму этой задолженности, уменьшенную на процент, равный рыночному дисконту по просроченной задолженности анализируемого дебитора.

Точно так же можно оценивать и вероятную выручку от продажи непросроченной задолженности конкретного дебитора — с той лишь разницей, что тогда еще одним фактором, который следует принимать во внимание при отыскании соответствующей рыночной информации, должен быть срок до погашения этой непросроченной задолженности (а также, возможно, график ее погашения во времени).

Просроченная дебиторская задолженность при этом поддается оценке и исходя из предположения о том, что ее в принципе можно реструктурировать (отсрочить, рассрочить), превратив в непросроченный вексель. Тогда предметом оценки уже становится гораздо более ликвидный непросроченный вексель.

В том же, что касается оценки просроченной дебиторской задолженности, которую невозможно продать, то ее следует полностью исключить из состава активов, которые учитываются при оценке стоимости ликвидируемого предприятия.

7) При оценке стоимости ликвидируемого предприятия по сравнению с оценкой «классической» ликвидационной стоимости несколько смягчаются ограничения, накладываемые на учет в этой оценке различных видов нематериальных активов.

Так, в расчет можно уже принимать менее ликвидные нематериальные активы, на которые за разумный срок, укладываемый в планируемый срок ликвидации, можно найти покупателя. Далее, те нематериальные активы, на которые в момент оценки еще не полностью оформлены права собственности (регистрации), тоже могут стать предметом оценки, если за тот же срок реальным окажется это сделать (и найти на них покупателя).

Оценка стоимости ликвидируемого предприятия в расчете на относительно длительный срок его ликвидации представляет собой, таким образом, оценку предприятия, по сути, как действующего, но планомерно — вплоть до полной ликвидации — сокращаемого.



## Контрольные вопросы по главе 6

- 1) На чем базируется метод рынка капитала при оценке стоимости пакетов акций?
- 2) На чем базируется метод сделок при оценке стоимости пакетов акций?
- 3) На чем базируется метод накопления активов при оценке стоимости пакетов акций?
- 4) Что такое ликвидационная стоимость предприятия?
- 5) В чем различия между ликвидационной стоимостью фирмы и ликвидационной стоимостью предприятия как имущественного комплекса?
- 6) Какой подход используют при оценке высоко- и среднеликвидных активов?

---

## Глава 7

# УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА

---

### 7.1 Методы оценки и управления стоимостью бизнеса, основанные на концепции экономической прибыли

Интеграция России в мировую экономику предопределяет совершенствование базовых экономических концепций и обуславливает необходимость постоянного обновления экономических знаний. В данных условиях менеджеры новой формации сталкиваются с острой потребностью получения экономического инструментария, позволяющего наращивать конкурентоспособность и инвестиционную привлекательность бизнеса, т. е. совокупность способов и методов, дающих возможность наиболее эффективно управлять стоимостью бизнеса.

Все большую актуальность приобретает развитие концепции экономической прибыли, базирующейся на классической предпосылке о необходимости покрытия компанией своих затрат. При этом в составе затрат учитываются затраты, связанные с привлечением капитала.

Ключевое отличие между бухгалтерской прибылью и экономической прибылью содержится в классическом экономическом утверждении, что компания не является по-настоящему прибыльной до тех пор, пока ее доходы не только будут покрывать производственные и операционные расходы, но будут достаточны для того, чтобы обеспечить их владельцев нормальной отдачей на инвестированный капитал. По сути, это и есть экономическая прибыль.

В современных условиях концепция экономической прибыли служит фундаментом для разработки новых моделей и методов оценки, широко используемых при управлении стоимостью компании.

### 7.1.1 Концепция управления стоимостью.

#### Факторы и показатели стоимости

Содержание концепции управления стоимостью компании заключается в том, что управление должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости компании и ее акций.

Значимость данного вопроса велика, поэтому широко отражается в научных и практических исследованиях.

Большой вклад в популяризацию стоимостного подхода к управлению внесли специалисты компании «McKinsey». Книга партнеров компании Тома Коупленда (Tom Copeland), Тима Коллера (Tim Koller) и Джека Мурина (Jack Murrin) «Стоимость компаний: оценка и управление» («Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies») стала бестселлером деловой литературы во многих странах мира, в том числе в России.

Можно отметить развитие ряда школ, представленных разными консалтинговыми компаниями, пропагандирующими свои системы управления стоимостью: «Stern Stewart & Co», «Marakon Associates», «McKinsey & Co», «Price Waterhouse Coopers», «L.E.K. Consulting», «HOLT Value Associates» и др. Обороты данных компаний измеряются сотнями миллионов долларов, а число клиентов — многими тысячами по всему миру. Огромные средства тратятся на исследования проблем управления стоимостью.

В настоящее время концепция управления стоимостью принята специалистами по экономике в качестве базовой парадигмы развития бизнеса.

Согласно концепции целесообразно отказаться от неэффективных бухгалтерских критериев оценки успешности функционирования компании и принять в качестве основы критерий, наиболее простой и понятный для акционеров и инвесторов, — добавленная стоимость.

Принципы концепции управления стоимостью:

- наиболее приемлемый показатель, позволяющий адекватно оценить деятельность компании, — поток денежных средств, генерируемый компанией;
- новые капитальные вложения компании должны осуществляться только при условии, что они создают новую стоимость. При этом создают стоимость новые инвестиции только тогда, когда рентабельность вложений выше затрат на привлечение капитала;
- в изменяющихся условиях окружающей экономической среды сочетание активов компании (ее инвестиционный портфель) также должно меняться с целью обеспечения максимального роста стоимости компании.

Отказ от традиционных бухгалтерских показателей в концепции стоимости объясняется просто: бухгалтерская отчетность не всегда объективно выражает текущее финансовое состояние компании и ее финансовые результаты. Постоянно усложняющаяся методология бухгалтерского учета позволяет руководству существенно исказить сведения о финансовых результатах их компаний.

При оценке стоимости бизнеса (компании) необходима полная информация. В стоимости учитываются долгосрочные перспективы деятельности компании, так как в основе концепции управления стоимостью — прогнозирование денежных потоков, которые в будущем принесут активы компании.

В отличие от других показателей стоимость — всегда долгосрочный показатель. Постановка во главу угла краткосрочных показателей (прибыль на акцию, рентабельность собственного капитала) может привести к практике «выжимания соков» из компании и ее финансовой несостоятельности в будущем.

Концепция управления стоимостью позволяет объяснить причины перелива капитала из одной компании, отрасли, страны в другую. Капитал — возрастающая категория, поэтому его стоимость должна постоянно увеличиваться. Если стоимость капитала не возрастает, то его собственники принимают решение о новой сфере его приложения, в которой эта стоимость будет создаваться.

Руководство предприятия должно понимать, что оно находится в постоянной конкурентной борьбе с предприятиями за капитал инвесторов и, если фирма не может обеспечивать приемлемого для инвесторов роста стоимости капитала, лишается этого ресурса, этого фактора производства, без которого невозможно ее дальнейшее функционирование. Построение системы управления стоимостью начинается с базового уровня и захватывает управленческую и финансовую системы, сложившиеся в компании.

При переходе к концепции управления стоимостью необходимо выявление факторов роста стоимости компании, воздействуя на которые, менеджеры могли бы существенно повысить стоимость.

Факторы стоимости можно разделить на две группы:

- внешние (не подлежащие воздействию со стороны менеджмента компании);
- внутренние (подвластные менеджменту).

Невозможность воздействия на внешние факторы (например, законодательные ограничения, изменение налогового законодательства, инфляционные риски и т. д.) не означает, что менеджеры не могут предвидеть их изменение и минимизировать негативные последствия либо максимизировать выгоды. Задача менеджмента состоит в том, чтобы «защитить» стоимость своей компании от колебания внешних факторов как можно в большей степени. Система внутренних факторов стоимости представляет собой совокупность показателей деятельности компании и отдельных ее единиц.

Показатели детализируются для каждого уровня управления, при этом каждое подразделение отвечает за те факторы стоимости, на которые оно может воздействовать. Система показателей, характеризующих эффективность компании в рамках концепции управления стоимостью, постоянно обновляется.

Значительный вклад в развитие данной концепции был внесен также Беннетом Стюартом (G. Bennett Stewart) — разработчиком показателя экономической добавленной стоимости (EVA) и Альфредом Раппапортом (Alfred Rappaport) — разработчиком показателя акционерной добавленной стоимости (SVA).

Показатель EVA является результатом исследований, отраженных в монографии Б. Стюарта «The quest for value: a guide for senior managers», опубликованной издательством «Harper Business» в 1990 г. Данный труд представляет собой результат деятельности консалтинговой компании «Stern Stewart & Co», основанной Б. Стюартом в 80-х гг. XX в. и имеющей зарегистрированную торговую марку EVA (Economic Value Added). Показатель SVA, в свою очередь, подробно освещен в книге А. Раппапорта «Creating Shareholder value: a guide for managers and investors». Книга является результатом деятельности консалтинговой компании

«L.E.K. Consulting», основанной А. Раппапортом в 80-х гг. и имеющей зарегистрированную торговую марку SVA (Shareholder Value Added).

### 7.1.2 Сущность и применение показателя экономической добавленной стоимости

Из всех существующих показателей, используемых в рамках концепции управления стоимостью компании, показатель экономической добавленной стоимости (EVA) наиболее известен и распространен.

Показатель экономической добавленной стоимости определяется как разность между чистой операционной прибылью после налогообложения и затратами на привлечение капитала. EVA позволяет оценить реальную экономическую прибыль при требуемой ставке доходности, которую акционеры и кредиторы смогли бы получить, вложив свои средства в ценные бумаги с таким же уровнем риска.

Существуют два основных способа расчета показателя EVA.

1-й способ:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot CE, \quad (7.1)$$

где NOPAT — чистая операционная прибыль после налогообложения; WACC — средневзвешенная стоимость капитала; CE — инвестированный капитал (CAPITAL employed).

2-й способ:

$$EVA = (ROI - WACC) \cdot CE, \quad (7.2)$$

где ROI — норма возврата капитала.

Основные факторы, формирующие EVA, приведены на рис. 7.1. При управлении стоимостью компании основные факторы могут быть разделены на более мелкие составляющие.



Рис. 7.1 – Основные факторы, формирующие EVA

Увеличивая значение показателя EVA путем воздействия на приведенные факторы, менеджер увеличивает стоимость компании.

Оценка компании на основе показателя экономической добавленной стоимости (EVA). С помощью показателя экономической добавленной стоимости можно рассчитать стоимость компании:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость компании} = & \text{ранее инвестированный капитал} + \\ & + \text{текущая добавленная стоимость от капитальных вложений} + \\ & + \text{сумма текущих добавленных стоимостей от новых проектов.} \end{aligned} \quad (7.3)$$

Необходимо учитывать, что простота расчета показателя EVA кажущаяся. Разработчиком показателя (Б. Стюартом) предусматривается внесение возможных поправок и корректировок величины чистой операционной прибыли после налогообложения (а) и инвестированного капитала (б):

- а) чистая операционная прибыль после налогообложения = прибыль от продаж, скорректированная на проценты + процентные платежи по лизингу + увеличение по сравнению с ценной приобретения запасов, учтенных по методу ЛИФО + амортизация гудвилла + увеличение резерва по сомнительным долгам + увеличение затрат на НИОКР долгосрочного характера – величина налогов;
- б) инвестированный капитал = балансовая стоимость обыкновенных акций + привилегированные акции + доли меньшинства + отсроченные налоги + резерв ЛИФО + накопленная амортизация гудвилла + краткосрочная задолженность, по которой начисляются проценты + долгосрочный заемный капитал + капитализированный лизинг + текущая стоимость некапитализируемого лизинга.

В процессе управления стоимостью компании показатель экономической добавленной стоимости используется:

- при составлении капитального бюджета;
- оценке эффективности деятельности подразделений или компании в целом;
- разработке оптимальной и справедливой системы премирования менеджмента.

Значение экономической добавленной стоимости:

- является инструментом для измерения «избыточной» стоимости, созданной инвестициями;
- выступает индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, отрицательная — о снижении;
- служит инструментом для определения нормы возврата капитала, выделяя при этом часть денежного потока, заработанного за счет инвестиций;
- базируется на стоимости капитала как средневзвешенном значении различных видов финансовых инструментов, используемых для финансирования инвестиций;
- позволяет определять стоимость компании, а также оценивать эффективность подразделений компании или отдельных имущественных комплексов.

Недостатки показателя EVA:

- на величину показателя EVA существенно влияет первоначальная оценка инвестированного капитала (если она занижена, то созданная добавленная стоимость — высокая, если завышена, то, наоборот, добавленная стоимость — низкая). При этом вторым показателе предлагается ряд корректировок балансовой величины инвестированного капитала, что также может внести дополнительный субъективизм в расчеты, что приведет к искажению рыночной стоимости;
- основная часть добавленной стоимости показателя приходится на пост-прогнозный период, что представляет собой «корректировку» на «неучет» реальной стоимости инвестированного капитала в добавленных стоимостях прогнозного периода.

### 7.1.3 Сущность и применение показателя акционерной добавленной стоимости

Показатель акционерной добавленной стоимости (SVA) представляет собой прирост стоимости инвестированного капитала. В отличие от показателя EVA, базирующегося на бухгалтерской оценке инвестированного капитала с определенными поправками, показатель SVA исходит из рыночной стоимости инвестированного капитала.

Методика расчета показателя SVA базируется на том, что рациональные инвестиции должны вызвать большее увеличение стоимости капитала компании. Разница между ростом стоимости капитала компании и произведенными инвестициями, вызвавшими этот рост, и будет увеличением стоимости акционерного капитала. Прирост стоимости акционерного капитала происходит при условии, что рентабельность новых инвестиций компании превышает средневзвешенную стоимость капитала ( $ROIC > WACC$ ).

Основные предпосылки для расчета SVA:

- прогнозный период ограничен периодом конкурентных преимуществ;
- величина амортизации равна величине текущих (нестратегических) капитальных вложений, связанных с поддержанием существующего состояния основных фондов;
- стоимость, добавленная новыми инвестициями, учитывается в тот же год, в который данная инвестиция была совершена;
- первоначальный инвестированный капитал при расчете стоимости бизнеса фиксируется по рыночной оценке.

Показатель SVA используется для управления стоимостью компании в качестве:

- величины, на базе которой после расчетов исходя из последовательности оценки делается вывод о стоимости оцениваемой компании на определенную дату;
- показателя, позволяющего сделать вывод о степени эффективности инвестиций, т. е. выявить, была ли создана новая добавленная стоимость или,

наоборот, в результате нерационального инвестиционного решения произошло «разрушение» существующей стоимости.

Оценка стоимости компании с помощью показателя акционерной добавленной стоимости (SVA):

$$\begin{aligned} \text{Стоимость компании} = & \text{рыночная стоимость инвестированного капитала} \\ & \text{в начале периода} + \text{накопленная величина SVA прогнозного периода} + \\ & + \text{рыночная стоимость ценных бумаг и иных инвестиций.} \end{aligned} \quad (7.4)$$

По данной формуле предлагаются два способа расчета показателя акционерной добавленной стоимости:

1-й способ:

$$\text{SVA} = \text{изменение стоимости инвестированного капитала}, \quad (7.5)$$

где стоимость инвестированного капитала = накопленная текущая стоимость денежного потока + текущая стоимость остаточной стоимости.

2-й способ:

$$\text{SVA} = \text{текущая стоимость остаточной стоимости} - \text{текущая стоимость} \\ \text{стратегических инвестиций}, \quad (7.6)$$

где

$$\begin{aligned} \text{Остаточная стоимость} = & \text{капитализированное изменение чистой} \\ & \text{операционной прибыли после налогообложения,} \end{aligned} \quad (7.7)$$

$$\begin{aligned} \text{Текущая стоимость стратегических инвестиций} = & \text{текущая стоимость} \\ & \text{изменения инвестированного капитала.} \end{aligned} \quad (7.8)$$

Необходимо отметить, что второй способ расчета аналогичен способу расчета с помощью EVA по изменениям чистой операционной прибыли после налогообложения и стоимости изменения инвестированного капитала.

Выделяют следующие факторы, определяющие показатель SVA:

- темпы роста выручки;
- прибыль от операционной деятельности;
- увеличение инвестиций в основной капитал;
- увеличение инвестиций в оборотный капитал;
- ставка налогов;
- стоимость капитала.

При этом есть разграничение данных факторов в рамках микро- и макроуровней, например:

- темп роста выручки зависит от размера рынка, доли рынка, объема продаж;
- прибыль от операционной деятельности — от розничных цен, уровня обслуживания, ставки заработной платы, цен на сырье;

- увеличение инвестиций в основной капитал — от замещения оборудования, обслуживания оборудования, масштаба операционной деятельности;
- увеличение инвестиций в оборотный капитал — от вноса оборудования, кредиторской задолженности, дебиторской задолженности, условий заключения контрактов поставок, цен на сырье;
- ставка налогов — от эффективности структуры налогообложения;
- стоимость капитала — от размера собственного капитала, размера задолженности, доходности ценных бумаг.

При управлении стоимостью компании перечисленные факторы могут быть разделены на составляющие (рис. 7.2).

Показатель SVA, так же как и показатель EVA, в процессе управления стоимостью компании применяется:

- для оценки стоимости компании;
- получения информации о степени эффективности осуществленных инвестиций.



Рис. 7.2 – Основные факторы, формирующие SVA

Преимущества применения показателя SVA связаны с нетрудоемким определением с его помощью степени достижения фирмой, подразделением или отдельным проектом цели — увеличения рыночной стоимости.

Использование показателей EVA и SVA при управлении стоимостью в отличие от показателя денежного потока дает возможность понять, насколько эффективны были совершенные инвестиции. Распределение суммы добавленной стоимости по годам при этом различно.

Важным преимуществом показателя SVA является учет стоимости, добавленной новыми инвестициями, в том же году, когда данная инвестиция была совершена.

В случае одинаковых допущений и при корректном использовании методов оценки, базирующихся на денежных потоках, и методов, основанных на концепции экономической прибыли, стоимость компании будет одинакова.

Фактически SVA и EVA представляют собой частные случаи денежного потока и фиксируются как показатели при использовании несколько иного расчета, ставя-

щего акценты на другие характеристики, необходимые для управления стоимостью компании.

Показатель SVA имеет значительное преимущество по сравнению с EVA, заключающееся в оценке первоначальной величины инвестированного капитала по рыночным данным. В отличие от расчета с SVA при работе с помощью EVA предусматривается внесение большего количества корректировок при вычислении чистой операционной прибыли после налогообложения и первоначальной величины инвестированного капитала. Очевидно, что корректный расчет величины данных показателей будет определяющим при формировании выводов в рамках управления стоимостью компании.

Ограничения в использовании показателей SVA и EVA:

- ограничение связано с существующей предпосылкой о «бесконечном» периоде функционирования компании: при расчете остаточной стоимости, которая с EVA определяется как величина постпрогнозного периода, ограниченного сроком конкурентных преимуществ, а с SVA — как величина, «разбросанная» на соответствующие годы прогнозного периода, возможна переоценка стоимости компании;
- ограничение обусловлено наличием искаженной величины стоимости основных фондов и, как следствие, неточным расчетом величины амортизационных отчислений.

Несмотря на отмеченные недостатки, оценка на базе показателей SVA и EVA дает дополнительный инструментарий при проведении расчетов, позволяет «разложить» стоимость по годам и является развитием метода дисконтирования денежных потоков.

## 7.2 Опционный метод оценки бизнеса

Традиционные подходы к оценке бизнеса часто демонстрируют свою ограниченность. Если рассматривать методы доходного подхода, то, прежде всего, им присуща значительная недооценка стоимости предприятий, функционирующих в условиях неопределенности. Очевидно, что основной причиной этого является неуклонное следование тезису об отсутствии гибкости оцениваемого бизнеса и соответственно должной реакции менеджмента на негативные изменения внешней среды. Существует также проблема использования результатов традиционного анализа дисконтированных денежных потоков для выработки будущих сценариев развития предприятия в рамках стратегического управления стоимостью.

В связи с этим возрастает значение новейших методов оценки бизнеса, которые могут использоваться на практике как для оценки предприятия внешними организациями, так и для принятия более взвешенных внутрифирменных решений, нацеленных на управление стоимостью предприятия в перспективе. К числу таких методов относится метод реальных опционов (далее будет использоваться сокращение ROV-метод от англ. — Real Options Valuation), предложенный рядом зарубежных авторов в середине 80-х гг. прошлого века, а по отдельным видам опционов — в конце 70-х гг. и нашедший практическое применение с середины 90-х гг. Важнейшая особенность метода — его способность учитывать быстро меняющиеся

экономические условия, в которых функционируют предприятия. В настоящее время ROV-метод (опционный метод) еще не признан в полной мере — о возможностях и пределах его применения продолжают активные дискуссии.

Теория реальных, или управленческих, опционов представляет собой объединение экономических, финансовых и управленческих положений и разных подходов к прогнозированию денежных потоков с учетом различной степени неопределенности доходов, прибыли, издержек и иных факторов на стадиях функционирования объекта оценки.

Согласно мнению сторонников опционного метода количественный учет «ценности» выбранных менеджментом стратегий и всех возможностей предприятия, которые традиционно не используются при проводимых расчетах, способствует получению более объективных результатов оценки любого бизнеса.

### 7.2.1 Основные типы реальных опционов

Суть понятия «реальный опцион» аналогична сути понятия «опцион на рынке ценных бумаг», который представляет собой производную ценную бумагу, дающую ее покупателю право продать или купить конкретное количество благ (других ценных бумаг) в заданное время по определенной цене.

В зависимости от будущей курсовой динамики владелец опциона может реализовать или не реализовать свое право, а обязательство купли или продажи имеет продавец опциона. Таким образом, опцион всегда представляет собой возможность совершения того или иного действия.

Особенностью современного предпринимательства является то, что руководство предприятия может принимать решения, исходя из будущих внешних условий, причем обязательство выполнить то или иное действие часто отсутствует.

Современные исследователи выделяют множество разнообразных реальных опционов (табл. 7.1).

Таблица 7.1 – Основные типы реальных опционов

Тип опциона	Краткая характеристика	Сфера применения
Опцион отсрочки использования	Существует тогда, когда руководство имеет арендный договор (опцион на покупку) на землю или иные ресурсы, действующий в течение определенного срока. Предполагает немедленное начало деятельности предприятия или отсрочку на <i>n</i> периодов	Добыча полезных ископаемых, сельское хозяйство, строительство
Опцион времени	Наличие выбора между продолжением или прекращением инвестиций в бизнес	Научноёмкие отрасли промышленности, фармацевтика
продолжение на следующей странице		

Таблица 7.1 – Продолжение

Тип опциона	Краткая характеристика	Сфера применения
Опцион на регулирование масштабов	Увеличение или уменьшение масштабов бизнеса	Недвижимость, добывающая промышленность
Опцион на прекращение деятельности	Предназначен для ограничения риска потерь. Предполагает продажу активов или полное прекращение бизнеса при ухудшении конъюнктуры рынка	Капиталоемкие отрасли промышленности, финансовые услуги
Опцион на изменение продукции (опцион реорганизации)	Предоставляет возможность гибкого использования определенных активов. Предполагает смену ассортимента без существенных капиталовложений. Опцион реорганизации может быть как на покупку, так и на продажу	Мелкосерийное или единичное производство товаров
Опционы роста	Осуществление новых проектов за счет реализации текущего	Все виды производства, зависящие от состояния инфраструктуры
Многофункциональные опционы	Предполагает оценку опционов данного типа по принципу суммы частных опционов, формирующих те или иные комбинации	Большинство крупных проектов во всех перечисленных отраслях

### 7.2.2 Различия метода реальных опционов и метода дисконтированных денежных потоков

Метод реальных опционов не является альтернативой методу дисконтирования денежных потоков (ДДП), а, наоборот, дополняет его, делая полученную с использованием метода ДДП оценку более соответствующей неустойчивой и постоянно меняющейся ситуации на рынке.

В табл. 7.2 приведены различия метода реальных опционов и классического ДДП по трем основным параметрам.

Для утвердительного ответа на вопрос о значении опционной теории для оценки необходимо проследить, улучшает ли ее применение точность исчисления стоимости бизнеса. Поэтому требуется остановиться на рассмотрении основных положений теории опционного ценообразования.

Таблица 7.2 – Особенности методов ДДП и ROV

Параметр, влияющий на стоимость объекта	ДДП	ROV
Степень возможности изменения стоимости какого-либо актива в течение определенного, как правило, краткосрочного периода времени	В условиях неопределенности инвесторы требуют дополнительную премию за риск, что приводит к уменьшению денежного потока и снижению стоимости предприятия	Стоимость предприятия возрастает при наличии у него «пространства» для принятия решений, так как в этом случае можно выработать меры защиты от негативного воздействия внешней среды
Безрисковая процентная ставка	Повышение безрисковой процентной ставки приводит к большему дисконтированию будущего денежного потока и в результате к снижению стоимости предприятия	Повышение безрисковой процентной ставки ведет к росту стоимости предприятия, так как капитал «размещается» в виде безрисковых инвестиций, а затем используется в рамках стратегических возможностей
Прогнозный период	Оценка предприятия на более длительную перспективу связана с большим дисконтированием денежных потоков и в результате обуславливает снижение его стоимости	При оценке предприятия на более длительную перспективу больше вероятность того, что положительные денежные потоки от будущих инвестиций превысят отрицательные потоки от текущих инвестиций и стоимость предприятия повысится

### 7.2.3 Алгоритм расчета различных показателей при использовании опционного метода оценки бизнеса

Базовая формула, на которой основывается метод:

$$NPV_s = NPV_p + ROV, \quad (7.9)$$

где  $NPV_s$  — стратегический показатель NPV;  $NPV_p$  — пассивное значение NPV, рассчитанное на основе традиционного метода ДДП; ROV — стоимость опционов активных действий менеджмента оцениваемого предприятия.

Модель Блэка—Скоулза, с помощью которой может определяться цена опциона:

$$C = V \cdot N(d_1) - I \cdot e^{-r \cdot T} \cdot N(d_2), \quad (7.10)$$

где  $C$  — стоимость опциона;  $V$  — текущая стоимость актива;  $N(d_1)$  и  $N(d_2)$  — кумулятивные вероятности в соответствии с нормальным распределением;  $I$  — установленная в момент покупки опциона цена приобретения актива в будущем (расходы на будущие инвестиции и т. п.);  $e^{-r \cdot T}$  — база логарифма (константа);

$$d_1 = \frac{\ln \frac{V}{I} + (r_f + 0,5 \cdot \sigma^2) \cdot T}{\sigma \cdot \sqrt{T}}, \quad (7.11)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{T}, \quad (7.12)$$

где  $r_f$  — безрисковая процентная ставка;  $\sigma$  — стандартное отклонение вероятностей;  $\sigma^2$  — дисперсия;  $T$  — срок действия опциона, годы;  $I$  — установленная в момент покупки опциона цена приобретения актива в будущем (расходы на будущие инвестиции и т. п.).

Биномиальная модель, с помощью которой может определяться цена опциона:

$$V_o = V_1 + V_f, \quad (7.13)$$

где  $V_1$  — прошлая деятельность, воплощена в полной восстановительной (балансовой) стоимости материальных (МА), нематериальных активов (ИА) и их физическом износе ( $W_f$ ), который произошел за это время, а также стоимости оборотных средств (СА) и долговых обязательств (D):

$$V_1 = MA + IA - W_f + CA - D, \quad (7.14)$$

где  $V_f$  — стоимость компании, зависящая от качества работы менеджеров в будущем.

Выделить из общей величины стоимости долю, которая будет создана менеджментом, можно с помощью расчета стоимости гудвилла (GV) и опциона (VX):

$$V_f = GV + VX. \quad (7.15)$$

Преимущества опционного метода:

- 1) модели опционного ценообразования могут быть использованы для оценки любого актива, имеющего опционные характеристики, хотя и с некоторыми ограничениями. Например:
  - опционы на различные активы (биржевые опционы);
  - акции (как опцион колл на активы фирмы либо на часть заложенного имущества);
  - инструменты с характеристиками опционов, в том числе некоторые виды облигаций;
  - патенты (рассматриваются как опционы на продукты);
  - полезные ископаемые и некоторые другие природные ресурсы;
  - инвестиционные проекты, предусматривающие возможности выбора вариантов;
  - долгосрочные контракты (с правом пролонгации);

- лизинговые сделки и арендные договоры (с правом продления);
  - в сфере имущественного страхования;
  - в управлении финансами;
  - при анализе эффективности процесса слияния и присоединения компаний.
- 2) отсутствие необходимости определения субъективных вероятностей при оценке предпринимательских возможностей;
  - 3) способность метода учитывать быстро меняющиеся экономические условия, в которых функционирует предприятие.

Недостатки опционного метода:

- 1) использование единой, постоянной процентной ставки в расчетах на основе построения дерева решений. Существует возможность включения в опционную модель теоретически необходимых переменных факторов дисконтирования, зависящих от времени и внешних условий, но их применение сопряжено с большими трудностями;
- 2) методика ценообразования опциона базируется на достаточно сложном математическом аппарате;
- 3) в некоторых случаях метод достаточно трудоемок для оценки стоимости предприятия в условиях неопределенности.

## 7.3 Реструктуризация предприятия на основе оценки рыночной стоимости

Главная цель реструктуризации — поиск источников развития предприятия (бизнеса) с помощью внутренних и внешних факторов. Внутренние факторы основаны на выработке операционной, инвестиционной и финансовой стратегий создания стоимости за счет собственных и заемных источников финансирования; внешние — на реорганизации видов деятельности и структуры предприятия.

Стратегическая цель — повышение стоимости акционерного капитала за счет эффективного использования ресурсов.

### 7.3.1 Стратегии управления стоимостью предприятия

Рыночные исследования свидетельствуют о том, что существует устойчивая связь между денежным потоком и стоимостью компании.

Показатель чистой прибыли не коррелирует с рыночной стоимостью предприятия так устойчиво, как показатель денежного потока, поскольку первый не учитывает:

- размеров инвестиций в основные средства;
- величины собственных оборотных средств;
- потребности предприятия в финансировании;
- делового и финансового рисков рассматриваемого предприятия.

Метод дисконтирования денежных потоков основан на простой посылке, в соответствии с которой конкретная инвестиция приносит дополнительную стоимость, если генерируемый ею доход превышает доход на инвестиции с аналогичным уровнем риска.

Управление стоимостью в целом требует от менеджера особого подхода. Он должен концентрироваться на долгосрочных денежных потоках, а не на сиюминутных изменениях величины прибыли в расчете на акцию. Подход должен быть беспристрастным, ориентированным только на прирост стоимости. Предприятие надо рассматривать с учетом того, что приносит ли оно доход, превышающий стоимость привлечения его капитала, или нет.

Управление денежным потоком и стоимостью предприятия заключается прежде всего в создании новой его стоимости. Последнее предполагает сначала выявление конкретных факторов, определяющих изменение стоимости, затем разработку на их базе стратегий по увеличению стоимости, далее — последовательное целенаправленное воплощение этих стратегий.

Процесс создания стоимости предприятия можно разделить на четыре ключевых этапа:

- 1) оценка предприятия «как есть»: по данным о текущем состоянии и нынешних производственных и финансовых планах руководства предприятия. Для оценки используется метод дисконтирования денежных потоков;
- 2) углубленный финансовый анализ предприятия, выявление факторов, «движущих стоимость» внутри предприятия, разработка и воплощение стратегий увеличения стоимости, основанных на воздействии на те или иные факторы;
- 3) использование возможностей организационного реструктурирования, например продажа производственных подразделений, покупка компаний, слияние, создание совместного предприятия, ликвидация подразделения и т. д.;
- 4) финансовое реструктурирование, означающее принятие решений в отношении уровней задолженности, увеличения собственного капитала, конвертации долга в собственный капитал.

Особое внимание уделим второму этапу — созданию дополнительной стоимости внутри предприятия путем воздействия на факторы, движущие стоимость.

Факторы, движущие стоимость, — это отдельные переменные в модели дисконтированных денежных потоков, характеризующие те или иные стороны в деятельности предприятия. При количественном изменении той или иной переменной происходит изменение величины денежного потока и соответственно стоимости.

К важнейшим факторам, движущим стоимость, относятся: временной 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, стоимость привлечения капитала.

Семь факторов непосредственно влияют на величину денежного потока, восьмой и девятый — на ставку дисконта.

Воздействие на те или иные факторы (управление стоимостью) осуществляется согласно конкретным стратегиям развития предприятия. При этом применяются два основных подхода: *лидерство по затратам и дифференциация*.

Первый подход заключается прежде всего в строгом контроле над затратами и тем самым в максимальном повышении эффективности производства; второй — в концентрации усилий предприятия на производстве и реализации продукции, не имеющей серьезных конкурирующих аналогов.

*Операционные стратегии* рассматривают следующие стоимостные факторы: ассортимент производимой продукции или услуг, ценообразование, выбор рынков, рекламу, эффективность затрат, систему сбыта, качество обслуживания клиентов.

При первом подходе (лидерство по затратам) оптимальными являются следующие приемы:

- 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 за счет всего перечисленного конкурентоспособных цен на реализуемую продукцию.

Второй подход (дифференциация) предполагает главным образом использование потенциала увеличения цены и тем самым маржи валовой прибыли в тех сегментах рынка, где есть ощутимое преимущество перед конкурентами.

*Инвестиционные стратегии* предусматривают анализ: уровня товарно-материальных запасов, сбора дебиторской задолженности, управления кредиторской задолженностью, расширения производственных мощностей, планирования капиталовложений, продажи активов.

При первом подходе рекомендуется:

- 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 рекомендуется:

- 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;
- максимальное сокращение факторов делового риска.

Последовательное осуществление того или иного варианта стратегий всех трех уровней приводит к максимальному увеличению денежного потока и, как следствие, стоимости предприятия.

### 7.3.2 Корпоративное регулирование

Внешнее развитие предприятия основано на купле (продаже) активов, подразделениях, слияниях и поглощениях, а также видах деятельности по сохранению корпоративного контроля. Стратегическая цель — повышение стоимости акционерного капитала за счет изменения структуры активов; аккумуляция средств на главных направлениях развития бизнеса и сохранение корпоративного контроля.

Возможность реструктурирования появляется тогда, когда между стоимостью, которой обладает компания в настоящее время (текущей стоимостью), и потенциальной стоимостью, достижимой при изменении ряда обстоятельств, существует стоимостной разрыв.

Стоимостной разрыв — разница между текущей стоимостью предприятия при существующих условиях и текущей стоимостью предприятия после реструктуризации:

$$NPV_c = [D(PN)_n + (EE)_n - (I)_n + (T)_n] \cdot r, \quad (7.16)$$

где  $NPV_c$  — чистая текущая стоимость эффекта реструктурирования;  $D(PN)_n$  — 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 базовой модели расчета стоимости предприятия в целях реструктурирования применяется метод дисконтирования денежных потоков, так как данный метод 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 компании, без учета финансовых издержек реорганизации. В данном случае реструктуризацию можно рассматривать как вариант капиталовложений с первоначальными затратами и ожидаемой в будущем прибылью.

Корпоративное реструктурирование подразумевает изменения в структуре капитала или собственности, не связанные с операционным (деловым) циклом компании и основанные на использовании факторов внешнего роста капитала.

В России реорганизация акционерного общества может быть осуществлена в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования (в соответствии с Законом «Об акционерных обществах», 1995 г.).

Какие причины вызывают необходимость поиска источников внешних факторов развития предприятия?

Первая и очевидная причина — это потенциал, заложенный в действующем бизнесе, который был определен ранее как стоимостной разрыв.

Многие предприятия, активно используя стратегии внутреннего роста для максимальной реализации намеченных планов, а также сохранения компании как дей-

ствующей, стремятся привлечь факторы внешнего роста. Данное направление процесса реструктуризации получило название «стратегическое направление».

Внешние стратегии создания стоимости формируют три направления реструктурирования:

- стратегическую реорганизацию;
- реорганизацию предприятий в случае несостоятельности (банкротства);
- реорганизацию с целью предотвращения угрозы захвата.

## Стратегическая реорганизация

Виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования включают: расширение (слияние, присоединение); сокращение (разделение, выделение); преобразование акционерного капитала.

При *стратегическом направлении* целью расширения является увеличение стоимости акционерного капитала за счет:

- приобретения действующих предприятий (легче приобрести контроль за действующим предприятием, чем создать новое);
- получения управленческих, технологических, производственных выгод в случае объединения различных компаний (эффект дополнения, когда система восполняет недостающие элементы);
- возможного эффекта диверсификации и снижения совокупного риска при объединении компаний различного профиля деятельности;
- конкурентного потенциала в результате упрочения позиций объединенной компании на рынке;
- синергического (системного) эффекта, который возникает в том случае, если свойства системы в целом превосходят простую сумму свойств отдельных ее элементов.



.....  
**Слиянием обществ** признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением деятельности последних.  
 .....

Общества, участвующие в слиянии, заключают договор о слиянии, в котором определяются порядок и условия слияния, а также порядок конвертации акций каждого общества в акции и (или) иные ценные бумаги нового общества. Вопрос о реорганизации общества в форме слияния выносится на решение общего собрания акционеров обществ, участвующих в слиянии, выбирается Совет директоров вновь возникающего общества.



.....  
**Присоединением общества** признается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому обществу.  
 .....

Общества, осуществляющие объединение, заключают договор, в котором определяют порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества. Вопрос о реорганизации в форме присоединения и об утверждении выносится на решение общего собрания акционеров. Все права и обязанности присоединяемого общества переходят к присоединяющему.

В мировой практике накоплен значительный опыт по реализации и оценке сделок по слиянию (присоединению). Данные сделки проводятся под контролем антимонопольного комитета и должны удовлетворять следующим условиям:

- в обмене с обеих сторон участвуют обыкновенные акции;
- запрещены условные платежи;
- компания, участвующая в сделке, должна иметь опыт работы как самостоятельная единица не менее двух лет;
- поглощаемая компания не должна избавляться от значительной доли активов присоединенной компании в течение двух лет;
- для принятия решения требуется согласие, как правило, не менее 2/3 акционеров.

Вместо слияния (присоединения) компания может прибегнуть к покупке акций интересующей фирмы и получить контроль над ней; акции можно покупать постепенно, не вызывая повышения цен на них и не имея согласия акционеров.



.....  
*Холдинговой компанией (холдингом) признается предприятие, в состав активов которого входят контрольные пакеты акций другого предприятия, причем дочернее предприятие независимо от размера пакета его акций, принадлежащего холдинговой компании, не может владеть акциями холдинговой компании в какой бы то ни было форме.*  
.....

Преимущество холдинга заключается в том, что он позволяет получить контроль над другой компанией при меньшем объеме инвестиций, чем при слиянии. Кроме того, акции можно скупать постепенно, не требуя согласия акционеров и не провоцируя информационный эффект объединения. Нагромождая холдинговые компании, можно использовать эффект финансового рычага применительно к контролируемым активам и прибыли до определенного предела, когда сложно управлять разветвленной компанией и происходит распыление средств.

С юридической точки зрения материнская компания владеет акциями дочерней компании, ей не принадлежат активы дочерней компании, и она, как правило, не несет ответственности по обязательствам дочерней компании, хотя может предоставлять гарантии по ним.



.....  
*Зависимым обществом считаются такие, деятельность которых контролируется основным, доля капитала основного общества составляет от 20 до 50%.*  
.....

Это обстоятельство позволяет оказывать существенное влияние на решения, принимаемые в компании-эмитенте.

Целью сокращения является выбор стратегического направления развития компании с мобилизацией всех возможных внутренних резервов и привлечением внешних источников роста.



.....  
***Разделением акционерного общества признается прекращение общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам.***  
 .....

Совет директоров реорганизуемого в форме разделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме разделения, порядке и условиях этой реорганизации и в порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции и (или) иные ценные бумаги создаваемых обществ. При разделении общества все его права и обязанности переходят к двум или нескольким вновь создаваемым обществам в соответствии с разделительным балансом.



.....  
***Выделением общества признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения последнего.***  
 .....

Совет директоров реорганизуемого в форме выделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме выделения, порядке и об условиях осуществления выделения, о создании нового общества, возможности конвертации акций общества в акции и (или) иные ценные бумаги выделяемого общества и порядке такой конвертации, об утверждении разделительного баланса. При выделении из состава одного или нескольких обществ к каждому из них переходит часть прав и обязанностей реорганизованного в форме выделения общества в соответствии с разделительным балансом.

При преобразовании общества в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив к вновь возникшему юридическому лицу переходят все права и обязанности реорганизованного общества в соответствии с передаточным актом.

Вторая причина поиска факторов внешнего развития предприятия — реорганизация предприятий неплатежеспособных, банкротов 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.

Реорганизация предприятий в случае несостоятельности (банкротства). При направлении, реорганизуящем предприятие в случае несостоятельности (банкротства), в соответствии с российским законодательством к должнику могут применяться процедуры:

- реорганизационные (внешнее управление имуществом должника, санация);

- ликвидационные (принудительная ликвидация предприятия-должника по решению арбитражного суда, добровольная ликвидация несостоятельного предприятия под контролем кредиторов);
- мировое соглашение.

Главная задача данного направления реструктуризации — сохранить предприятие как действующее.

Реорганизация предприятия с целью предотвращения угрозы захвата. В случае направления реструктуризации, предотвращающего угрозу захвата или сохраняющего собственность и контроль, привлекательными для захвата являются только компании, имеющие потенциал «стоимостного разрыва».

Компания, которую хотят поглотить, имеет в своем распоряжении большой набор способов защиты от посягательств на ее независимость.

*Система защиты интересов управляющих и акционеров* нацелена на то, чтобы возводимые на пути захватов предприятий барьеры обеспечивали занятость управленческих кадров и гарантию прав акционеров.

Многие компании заключают со своим управленческим персоналом контракты на управление. В них предусматривается высокое вознаграждение за работу руководителей. Эти контракты известны также под названием «золотой парашют». Их высокая стоимость увеличивает цену компании и может служить сдерживающим фактором при захвате.

Условие квалифицированного большинства при голосовании по вопросу о слиянии (75–80%) означает, что любые изменения в уставе утверждаются большим числом голосов. Вместо обычного большинства, необходимого для принятия решения по другим вопросам, в ситуации слияния для утверждения сделки может потребоваться более высокая доля голосов.



.....  
***Программа выкупа акций** — это предложение об обратном выкупе компанией своих акций с премией, которая может быть выплачена за счет акционерного капитала компании.*  
.....

*Преобразование компании* в частную может осуществляться за счет скупки акций, что означает изменение структуры собственности. Для этого используется большое количество инструментов. Наиболее распространены наличный расчет с бывшими акционерами и слияние компании открытого типа с частной корпорацией. Приватизация может осуществляться посредством выкупа акций за счет кредита, т. е. в сделке принимает участие третья сторона, а иногда и четвертая. При любом выкупе акций за счет кредита компания сталкивается с риском двух видов. Первый — коммерческий риск (может случиться так, что компания не будет развиваться по установленному ранее плану и денежные потоки, необходимые для обслуживания долга, окажутся меньшими, чем прогнозировалось). Второй вид риска связан с изменением процентных ставок (обычно кредит предоставляется на условиях плавающей ставки, и объем платежей по нему изменяется вместе с колебаниями ставки следовательно, рост процентных ставок может значительно ухудшить положение компании или даже привести ее к краху).

Как правило, в качестве инициаторов выкупа выступают управляющие компании с целью сохранения собственности и контроля, а также возможного приобретения компании или подразделения.

### 7.3.3 Оценка стоимости предприятия при реструктуризации

Такая оценка подразумевает определение совместимости объединяющихся фирм, включающее:

- анализ сильных и слабых сторон участников сделки;
- прогнозирование вероятности банкротства;
- анализ операционного (производственного) и финансового рисков;
- оценку потенциала изменения чистых денежных потоков;
- предварительную оценку стоимости реорганизуемого предприятия.

Затраты на реорганизацию можно рассматривать как вариант капиталовложений: имеются стартовые затраты и в будущем ожидается прибыль (поток доходов). Независимо от того, расходует фирма денежные средства или акции, она должна приложить усилия, чтобы добиться оптимального распределения капитала и обеспечить в долгосрочном периоде благосостояние акционеров.

При оценке предполагаемого проекта реорганизации необходимо составить прогноз будущих денежных потоков, которые предполагается получить после завершения сделки.

При расчете денежных потоков должны быть учтены все синергические эффекты, так как важно предусмотреть предельное влияние реорганизации.



.....  
**Синергический эффект** — превышение стоимости объединенных компаний после слияния по сравнению с суммарной стоимостью компаний до слияния, или добавленная стоимость объединения ( $2 + 2 = 5$ ).  
 .....

При продаже части активов (дивестициях) может иметь место эффект обратного синергизма:  $4 - 2 = 3$ . Реализуемые активы могут представлять интерес для другой компании, и в итоге она готова заплатить за них высокую цену.

Синергия может проявляться в двух направлениях: прямой и косвенной выгодах.



.....  
**Прямая выгода** — увеличение чистых активов и денежных потоков реорганизованных компаний.  
 .....

Анализ прямой выгоды включает три этапа:

- оценку стоимости предприятия на основе прогнозируемых денежных потоков до реорганизации;
- оценку стоимости объединенной компании на основе денежных потоков после реорганизации;

- расчет добавленной стоимости (все расчеты проводятся на основе модели дисконтированных денежных потоков).

Добавленная стоимость объединения формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергии.



.....  
**Операционная синергия** — экономия на операционных расходах за счет объединения служб маркетинга, учета, сбыта.  
.....

Кроме того, объединение может привести к упрочению позиции фирмы на рынке, получению технологического ноу-хау, торговой марки, что способствует не только снижению затрат, но и дифференциации выпускаемой продукции. Помимо экономии на затратах, дифференциации выпускаемой продукции, достигается экономия 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 интеграции, а также по пути создания конгломерата.

Целью объединения является создание более эффективной системы управления. Часто объектом для присоединения служат плохо управляемые компании, с нереализуемым потенциалом стоимости. В этом случае у предприятия есть два варианта развития: повышение качества управления без реорганизации или создание новой управленческой структуры объединения.

Первый вариант трудно реализуем без смены управленческого персонала; второй вариант, как правило, основан на упрочении управленческой структуры эффективно работающей компании.



.....  
**Финансовая синергия** — экономия за счет изменения источников финансирования, стоимости финансирования и прочих выгод. Факт объединения компаний может вызвать информационный эффект, после чего стоимость акций возрастает (при этом реальных экономических преобразований еще не осуществлялось).  
.....

Слияние (присоединение) может усилить интерес к компании со стороны потенциальных инвесторов и обеспечить дополнительные источники финансирования. Повышение цены акции (даже фиктивное, в результате информационного эффекта) может повысить надежность компании в глазах кредиторов, что косвенно повлияет как на структуру, так и на стоимость задолженности. 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 к налоговым преимуществам.

Оценка эффективности реорганизации может оказаться легче оценки нового инвестиционного проекта, так как объединяются действующие предприятия.

Прогнозы объема продаж, издержек, как правило, бывают основаны на результатах прошлых лет, следовательно, они более точные.



.....  
***Косвенная выгода** — увеличение рыночной стоимости акций объединенной компании в результате повышения их привлекательности для потенциального инвестора.*  
 .....

Информационный эффект от слияния в сочетании с перечисленными видами синергии может вызвать повышение рыночной стоимости акций или изменение мультипликатора  $P/E$ .



## ..... Контрольные вопросы по главе 7 .....

- 1) Перечислите принципы концепции управления стоимостью.
- 2) Охарактеризуйте концепцию управления стоимостью.
- 3) Расскажите о факторах и показателях стоимости.
- 4) Перечислите основные факторы, формирующие EVA.
- 5) Расскажите о достоинствах и недостатках показателя EVA.
- 6) Перечислите основные факторы, формирующие SVA.
- 7) Расскажите о достоинствах и недостатках показателя SVA.
- 8) На чем базируется опционный метод оценки бизнеса?
- 9) Охарактеризуйте основные типы реальных опционов.
- 10) В чем различия метода реальных опционов и метода дисконтированных денежных потоков?
- 11) Назовите главную цель реструктуризации.

---

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

---

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

Результаты оценки бизнеса, получаемые на основе анализа внешней и внутренней информации, необходимы не только для проведения переговоров о купле-продаже — они играют существенную роль при выборе стратегии развития предприятия:

- в процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы предприятия, степень его устойчивости и ценность имиджа;
- для принятия обоснованных управленческих решений необходима инфляционная корректировка данных финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений;
- для обоснования инвестиционных проектов по приобретению и развитию бизнеса нужно иметь сведения о стоимости всего предприятия или части его активов.

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

---

## ЛИТЕРАТУРА

---

- [1] Оценка машин, оборудования и транспортных средств : учебно-метод. пособие / А. Н. Асаул [и др.] ; под общ. ред. проф. А. Н. Асаула. — СПб. : Гуманистика, 2007.
- [2] Гараникова Л. Ф. Оценка стоимости предприятия : учеб. пособие / Л. Ф. Гараникова. — Тверь : ТГТУ, 2007.
- [3] Григорьев В. В. Оценка предприятия : теория и практика / В. В. Григорьев. — М. : НОРМА; ИНФРА-М, 2006. — 320 с.
- [4] Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия : учеб. пособие для вузов / С. В. Валдайцев. — 3-е изд., перераб. и доп. — М., 2008. — 576 с.
- [5] Есипов В. Оценка бизнеса / В. Есипов, Г. Маховикова, В. Терехова. — СПб. : Питер, 2006.
- [6] Жигалова В. Н. Экономика недвижимости : учеб. пособие / В. Н. Жигалова. — Томск : Эль Контент, 2012.
- [7] Кашук И. В. Основы оценочной деятельности : учеб. пособие / И. В. Кашук. — Томск : Изд-во Томского политехнического университета, 2010.
- [8] Косорукова И. В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учеб. пособие / И. В. Косорукова. — М. : Московская финансово-промышленная академия, 2011.
- [9] Методическое руководство по определению стоимости автотранспортных средств с учетом естественного износа и технического состояния на момент предъявления. РД 37.009.015–98 (с Изменениями №1, 2, 3, 4, 5, 6). — М. : Прайс-Н, 2010.
- [10] Мухамедшин И. С. Как эффективно защитить, продать или купить научно-техническую продукцию / И. С. Мухамедшин. — М. : Моск. междунар. шк. «Бизнес в пром-сти и науке», 2003.

- [11] Новикова И. Я. Оценка бизнеса : учебно-метод. комплекс / И. Я. Новикова. — Новосибирск : НГУЭУ, 2008.
- [12] Грязнова А. Г. Оценка бизнеса : учебник / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. — М. : Финансы и статистика, 2011.
- [13] Чеботарев Н. Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учебник / Н. Ф. Чеботарев — М. : Дашков и К, 2012.
- [14] Рутгайзер В. М. Оценка стоимости бизнеса : учеб. пособие / В. М. Рутгайзер. — М. : Инфра-М, 2009.
- [15] Симионова Н. Е. Оценка бизнеса: теория и практика / Н. Е. Симионова, Р. Ю. Симионов. — Ростов-на-дону : Феникс, 2007.
- [16] Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности : постановление Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001 №519.
- [17] Теплая Н. В. Оценка бизнеса : учеб. пособие / Н. В. Теплая. — Сургут : ИЦ СурГУ, 2009.
- [18] Об оценочной деятельности в Российской Федерации : федер. закон Рос. Федерации от 29 июля 1998 года №135-ФЗ.
- [19] Шеннон П. Пратт. Оценка бизнеса. Анализ и оценка закрытых компаний / П. Пратт Шеннон. — М. : Ин-т Экономического развития Всемирного Банка, 1995.
- [20] Щербаков В. А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) : учеб. пособие / В. А. Щербаков, Н. А. Щербакова. — М. : Омега-Л, 2007.
- [21] Якушев А. А. Оценка бизнеса : учеб. пособие / А. А. Якушев. — Красноярск : СФУ, 2007.

---

# ГЛОССАРИЙ

---

*Агент* — физическое лицо, непосредственно работающее с клиентами и осуществляющее всю подготовительную работу для заключения брокером договоров с клиентом по осуществлению гражданско-правовых сделок с недвижимым имуществом.

*Активы* — объекты собственности, осуществляемой (индивидуально или коллективно) владельцем, который может получать от них экономическую выгоду или пользу. В бухгалтерском балансе активы отражают стоимость основных оборотных средств, включая финансовые, находящихся в распоряжении владельца.

*Активы текущие* — активы, не предназначенные для использования на постоянной основе (счета дебиторов, товарные запасы, краткосрочные инвестиции, банковская и кассовая наличность). В некоторых случаях это основные фонды, земельные участки, находящиеся в товарно-материальном запасе и предназначенные на продажу.

*Активы финансовые* — активы, которым, как правило, противостоят финансовые обязательства другого собственника.

*Активная часть основных фондов (средств)* — совокупность основных фондов, которые непосредственно воздействуют на предмет труда (машины, оборудование, инструмент и т. д.).

*Активы чистые (нетто-активы)* — разница между суммарными активами и суммарными обязательствами.

*Акции* — единственный вклад в уставной капитал акционерного общества с вытекающими из этого правами.

*Амортизация* — процесс накопления по мере реализации продукта денежных сумм, соответствующих перенесенной стоимости основных фондов, и последующее возмещение за счет этих сумм изношенных основных фондов. Перенос стоимости, утраченной основными фондами в процессе эксплуатации, происходит в виде амортизационных отчислений, которые осуществляются в соответствии с установленными нормами амортизации.

*Амортизация замедленная* — метод, позволяющий организациям отклониться от установленных средних параметров воспроизводства основных фондов, уменьшить величину амортизационных отчислений и соответственно себестоимость про-

дукции (услуг), увеличив сроки службы основных фондов по сравнению с нормативными, замедлив их замену. Право на замедленную амортизацию (списание) основных фондов и порядок ее проведения определяется постановлениями Правительства России. При замедленной амортизации уменьшаются одновременно величины амортизационных отчислений и начисляемого износа основных фондов.

*Амортизированные основные фонды (средства)* — основные фонды, у которых истек нормативный срок службы. В отсутствие переоценки общая сумма начисленной по таким фондам амортизации равна их первоначальной стоимости.

*Амортизационные отчисления* — отчисления части стоимости основных фондов для возмещения их износа. Включаются в затраты на производство в размере стоимости, перенесенной на производимую продукцию, работы, услуги в течение срока их эксплуатации. Производятся всеми коммерческими организациями на основе установленных норм и балансовой стоимости основных фондов, на которые начисляется амортизация.

*Амортизация ускоренная* — метод, обеспечивающий ускоренное по сравнению с нормативными сроками службы списание активной части основных фондов в целях создания условий для развития высокотехнологичных отраслей экономики и внедрения эффективных машин и оборудования. Право на применение ускоренной амортизации (списания) основных фондов и порядок ее проведения устанавливается Постановлениями Правительства России.

*Амортизационный фонд* — денежный фонд, предназначенный преимущественно для простого воспроизводства (возмещения износа) средств труда.

*Аналог* — нечто, представляющее соответствие, соразмерность другому объекту.

*Аннуитет* — серия равновеликих платежей в течение  $n$  периодов.

*Аннуитет авансовый* — аннуитет с платежами в начале каждого периода.

*Аннуитет обычный* — аннуитет с платежом в конце каждого периода.

*Аренда* — юридически оформленное право пользования чужой собственностью на определенных условиях.

*Арендатор* — лицо, законно пользующееся чужим имуществом на определенных условиях.

*Арендодатель* — юридическое или физическое лицо, имеющее право сдачи в аренду некоторого имущества (возможно, не собственного).

*Арендная плата* — плата за право пользования чужим имуществом. Величина и периодичность арендной платы устанавливаются договором между арендодателем и арендатором.

*Базовый период* — период времени (месяц, год и т. п.) или момент (дата), с данными которого сопоставляются данные другого, обычно последующего, периода (момента), называемого текущим периодом (иногда отчетным периодом) или предстоящим (прогноznым). При исчислении относительных величин динамики, индексов, темпов роста величина показателя «базисный период» служит знаменателем дроби и называется базисной величиной.

*Базисная цена* — цена, принятая за базу для исчисления индекса цен.

*Балансовый метод* — метод статистического изучения, заключающийся в сопоставлении уравнивающих друг друга систем показателей (например, ресурсы и их использование, производство и потребление, денежные доходы и расходы, активы и пассивы, производство и распределение и т. д.). Б. м. является инструментом измерения пропорций в экономике в стоимостной и натуральной формах.

*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 всех обязательств.

*Безрисковая ставка* — см. Ставка безрисковая.

*Бизнес* — любой (разрешенный законом) вид деятельности, приносящий доход или другие выгоды.

*Будущая стоимость аннуитета* — см. Стоимость аннуитета будущая.

*Бумаги коммерческие* — краткосрочные финансовые простые векселя, которые выпускаются не для расчетов за товарные сделки, а для краткосрочного привлечения средств в оборот эмитента.

*Валовой рентный мультипликатор* — см. Коэффициент валовых рентных платежей.

*Варрант* — документ, выдаваемый складом и подтверждающий право собственности на товар, находящийся на складе.

*Ввод в действие основных фондов (средств) (в качестве показателя основных фондов)* — стоимость принятых в эксплуатацию новых основных фондов (стоимость законченных строительством и принятых в эксплуатацию в установленном порядке объектов строительства — зданий, сооружений, предприятий, пусковых комплексов, их очередей, приобретенного нового оборудования, инструмента, инвентаря, многолетних насаждений, рабочего и продуктивного скота и т. д.).

*Вексель* — составленное по установленной законом форме безусловное письменное долговое денежное обязательство, выданное одной стороной (векселедателем) другой стороне (векселедателю).

*Величина собственных оборотных средств (функционирующего капитала)* — сумма собственного капитала и долгосрочных обязательств за вычетом внеоборотных активов или разность оборотных активов и текущих пассивов.

*Вид основных фондов (средств)* — группа основных фондов, сформированная по определенным натурально-вещественным признакам.

*Внутренняя ставка дохода* — процентная ставка, при которой дисконтированные доходы от инвестиций уравниваются с инвестиционными затратами.

*Возраст объекта хронологический* — период, прошедший со дня ввода объекта в эксплуатацию.

*Возраст объекта эффективный* — возраст, соответствующий физическому состоянию и учитывающий возможность его продажи.

*Возраст основных фондов (средств)* — промежуток времени между датой ввода в действие и датой наблюдения.

*Возрастные характеристики* — показатели, отражающие средний возраст наличных основных фондов, их возрастные группировки, средний возраст выбывших основных фондов, средний срок службы (фактический и нормативный).

*Восстановительная стоимость* — см. Стоимость восстановительная.

*Восстановительная стоимость основных фондов (средств) за вычетом износа* — см. Стоимость остаточная восстановительная (полная восстановительная стоимость за вычетом износа).

*Воспроизводство* — непрерывно возобновляющийся процесс производства в масштабе всей страны.

*Временная оценка денежных потоков* — приведение денежных сумм, возникающих в разное время, к сопоставимому виду.

*Выбытие основных фондов (средств)* — ликвидация и прочее выбытие (продажа, передача) основных фондов.

*Государственные долговые обязательства* — любые ценные бумаги, удостоверяющие отношения займа, в которых должником выступает государство, органы государственной власти или управления.

*Государственные российские формы собственности (государственный сектор)* — федеральная собственность, собственность субъектов Российской Федерации и муниципальная собственность.

*Гудвилл* — один из видов нематериальных активов, стоимость которого определяется как разница между рыночной стоимостью предприятия как целостного имущественного комплекса и его балансовой стоимостью (суммой чистых активов).

*Дата оценки* — дата, по состоянию на которую производится оценка стоимости объекта. Как правило, эта дата совпадает с последним днем личного осмотра оценщиком объекта оценки.

*Дефлятирование* — метод исчисления сводных стоимостных показателей в постоянных ценах.

*Деятельность текущая* — деятельность организации, преследующая извлечение прибыли в качестве основной цели либо не имеющая извлечения прибыли в качестве такой цели в соответствии с предметом и целями деятельности, т. е. производством промышленной продукции, выполнением строительных работ, сельским хозяйством, торговлей, общественным питанием, заготовкой сельскохозяйственной продукции, сдачей имущества в аренду и другими аналогичными видами деятельности.

*Деятельность финансовая организации* — деятельность организации, связанная с осуществлением краткосрочных финансовых вложений, выпуском облигаций и иных ценных бумаг краткосрочного характера, выбытием ранее приобретенных на срок до 12 месяцев акций, облигаций и т. п.

*Дивиденды* — прибыль, распределяемая между акционерами при подведении итогов работы предприятия, один из видов доходов от собственности.

*Дивидендная доходность акции* — отношение величины дивиденда на одну акцию к рыночной стоимости акции.

*Дисконтирование* — процесс пересчета будущей стоимости капитала в настоящую или преобразование в текущую стоимость будущих денежных потоков (доходов и расходов). Дисконтирование — обратная величина аккумулярованию.

*Доля активной части основных фондов (средств)* — отношение стоимости активной части основных средств к стоимости основных средств.

*Доля запасов в оборотных активах* — отношение стоимости запасов к стоимости оборотных активов.

*Доля основных фондов (средств) в активах* — отношение стоимости основных средств к итогу баланса-нетто.

*Доля оборотных фондов (средств) в активах* — отношение стоимости оборотных активов к стоимости всех хозяйственных средств (нетто).

*Доля собственных оборотных фондов (средств) в покрытии запасов* — отношение стоимости собственных оборотных средств к стоимости запасов.

*Доля собственных оборотных фондов (средств) в общей их сумме* — отношение величины собственных оборотных средств к величине оборотных активов.

*Доход действительный валовой (действительный валовой доход)* — разница между потенциальным валовым доходом и недополученным доходом от аренды неполностью занятого помещения с добавлением денежных поступлений от нормального рыночного использования.

*Доход (прибыль) на акцию* — отношение величины чистой прибыли за вычетом выплаченных дивидендов по привилегированным акциям к общему числу обыкновенных акций.

*Доход потенциальный валовой (потенциальный валовой доход)* — максимальный доход, который может получить собственник от данного объекта недвижимости.

*Доход чистый* — в бухгалтерском учете и налогообложении разница между доходами и расходами (включая налоги).

*Доход чистый операционный (чистый операционный доход)* — действительный валовой доход от объекта за вычетом операционных расходов.

*Доход эффективный текущий на инвестиции* — часть полного денежного дохода от инвестиций, текущая стоимость  $n$ -периодной серии которого с учетом взноса на амортизацию капитала при ставке внутренней нормы рентабельности равна сумме первоначальных инвестиций.

*Заказчик (клиент)* — лицо, по заказу которого производится работа по оценке.

*Здания* — вид основных фондов по натурально-вещественному признаку, включающий архитектурно-строительные объекты, назначением которых является создание условий (защита от атмосферных явлений и пр.) для труда, жилья, социально-культурного обслуживания населения и хранения материальных ценностей.

*Здания жилые* — здания, предназначенные для постоянного или временного проживания, а также приспособленные для этих целей. Здания делятся на вхо-

дящие в жилой фонд (общего назначения, общежитий, спальных корпусов школ-интернатов, спальных корпусов детских домов, спальных корпусов домов для престарелых и инвалидов) и жилые здания (помещения), не входящие в жилой фонд (летние дачи, садовые домики, домики щитовые передвижные, вагончики, помещения, приспособленные под жилье, — вагоны и кузова железнодорожных вагонов, суда и т. п.).

*Земельный участок* — см. Участок земельный.

*Земля* — 1. Пространственный ресурс, территория. 2. Частная собственность в виде участка территории, определяющий атрибут недвижимой собственности (см. Недвижимость). Термин «земля» в обычном смысле означает участок суши на поверхности земли, не покрытый водой, в юридическом смысле это слово используется для обозначения недвижимости (и в этом контексте термин земля употребляется в смысле территории, участка, а не почвы).

*Издержки (затраты)* — сумма денежных средств, которая требуется либо для создания данного объекта имущества, либо для его приобретения. Различаются издержки в сфере производства и издержки в сфере обращения.

*Издержки в сфере обращения* — это те расходы, которые несет покупатель, приобретая данный объект имущества; они включают не только цену покупки этого объекта, но и расходы (например, инструмента, инвентаря, ограждений, и т. д.), транспортировку, установку, монтаж, запуск в эксплуатацию. Таким образом, цена выступает как издержки покупателя.

*Износ* — потеря имуществом стоимости с течением времени под действием различных факторов.

*Износ аварийный* — мгновенный по времени износ. Аварийный износ является следствием постепенно накапливающегося скрытого износа, который непосредственно не оказывает влияния на работоспособность оборудования, но со временем увеличивает вероятность возникновения аварийного износа.

*Износ неустранимый* — износ, устранение которого или физически невозможно или экономически неоправдано.

*Износ основных фондов (средств)* — частичная или полная утрата основными фондами потребительских свойств и стоимости в процессе эксплуатации, под воздействием сил природы, вследствие технического прогресса и роста производительности общественного труда.

*Износ основных фондов (средств) моральный (технический, функциональный)* — снижение стоимости средств труда и материальных благ длительного пользования, обусловленное удешевлением воспроизводства действующих или созданием новых, более совершенных основных фондов.

*Износ основных фондов (средств) физический* — материальное снашивание основных фондов, постепенная потеря ими своих естественных (физических, химических, биологических и т. п.) свойств и стоимости в результате эксплуатации или бездействия, влияния сил природы или чрезвычайных обстоятельств — землетрясений, наводнений, пожаров и т. д.

*Износ устранимый* — износ, устранение которого физически возможно и экономически оправдано.

*Износ физический первого рода* — износ, накопившийся в результате нормальной эксплуатации.

*Износ физический второго рода* — износ, возникающий вследствие стихийных бедствий, аварий, нарушений правил эксплуатации и т. д.

*Имущество* — материальные объекты и нематериальные активы, обладающие полезностью и стоимостью.

*Инвентаризация* — периодическая проверка наличия числящихся на балансе организации ценностей, их сохранности и правильности хранения, обязательств и прав на получение средств, ведения складского хозяйства и реальности данного учета. Инвентаризация-мероприятие, проводимое минимум один раз в год с целью выявления (в количественных показателях и в стоимостном выражении) всего комплекса элементов актива и пассива организации.

*Инвестиции* — вложения финансовых и материально-технических средств как в пределах РФ, так и за рубежом, с целью получения экономического, социального, экологического или политического эффекта.

*Инвестиционная стоимость* — стоимость объекта для конкретного инвестора, определяемая исходя из доходности объекта при заданных инвестиционных целях.

*Инфляция* — обесценение денег, вызванное превышением количества денег, находящихся в обращении, над их товарным обеспечением. Конкретным выражением инфляции является быстрый рост цен (явный или скрытый), особенно на продукты массового потребления, обострение в результате этого проблемы дефицита.

*Инфляционная корректировка* — приведение ретроспективной информации, используемой в оценке к сопоставимому виду, а также учет инфляционного роста цен при составлении прогноза денежных потоков и ставок дисконтирования.

*Капитализация* — преобразование ожидаемых в будущем доходов в единовременно получаемую в настоящий момент стоимость.

*Капитал оборотный* — часть вещественного капитала с коротким сроком оборачиваемости (наличие в кассе, требования и запасы); разница между текущими активами и текущими обязательствами.

*Капитал основной* — категория системы национальных счетов, примерно соответствующая определению «основные фонды». В основной капитал включается помимо элементов, составляющих основные фонды, также часть незавершенного строительства — стоимость выполненных незавершенных строительных работ, если для сооружаемых объектов был найден покупатель и заранее заключен контракт на продажу.

*Капитал собственный* — совокупность активов владельца, полностью находящихся в его собственности, на которые могут быть обращены иски и за счет которых возмещаются понесенные убытки. Исчисляются как разность между стоимостью всех активов и всех обязательств в данный момент времени.

*Капитал уставной* — выраженный в денежной форме суммарный итог взносов (вкладов) участников (собственников) в имущество организуемых ими организаций. Размер этих взносов определен учредительским договором и зафиксирован в Уставе. Изменение размера уставного капитала (в том числе и при переоценке) должно быть произведено только одновременно с отражением этого в Уставе организации.

*Контракт товарный фьючерский или опционный* — ценные бумаги, имеющие содержание, аналогичное производным ценным бумагам при том, что объектом сделки является поставка стандартной партии товаров определенного качества.

*Копия* — точное воспроизводство какого-либо предмета.

*Коэффициент капитализации общий (общий коэффициент капитализации)* — отношение чистого операционного дохода к цене продажи.

*Коэффициент (мультипликатор) валовых рентных платежей* — отношение покупной цены к валовому рентному доходу.

*Коэффициент недоиспользования и потери при сборе платежей* — отношение величины прогнозирования потерь при сборе арендной платы и неполного использования площадей к величине потенциального валового дохода.

*Левередж финансовый* — использование заемщиком кредитных средств при завершении инвестиционной сделки.

*Левередж финансовый положительный* — использование заемных денежных средств, которые увеличивают доход на собственный капитал.

*Левередж финансовый отрицательный (обратный)* — увеличение дохода на собственные средства в результате использования заемных средств.

*Лизинг* — специфический механизм финансирования инвестиций, а также сбыта продукции, в котором задействованы элементы арендных отношений, кредитного финансирования под залог, расчетов по долговым обязательствам и другие, когда взятое в аренду имущество может не отражаться на балансе организации-пользователя, а арендная плата получателя оборудования относится на его издержки производства (себестоимость) и соответственно снижает налогооблагаемую прибыль.

*Лизинг операционный* — вид производственной деятельности по предоставлению услуг по сдаче в аренду машин и оборудования, включая их техническое обслуживание и ремонт. Стоимость этой услуги оценивается в размере арендной платы.

*Лизинг финансовый* — контракт между арендодателем и арендатором, при котором арендодатель покупает капитальный товар, а арендатор обязуется платить арендную плату, которая позволяет арендодателю возместить затраты и получить проценты. В противоположность операционному лизингу, финансовый лизинг не является видом производственной деятельности, он представляет собой альтернативу кредита, способ финансирования покупки машин и оборудования. Арендная плата в этом случае рассматривается как возврат кредита и уплата процентов.

*Ликвидация основных фондов (средств)* — отражаемое в балансе основных фондов исключение действующих основных фондов из их состава, вызванное окончанием использования.

*Ликвидационная стоимость* — см. Стоимость ликвидационная.

*Метод дисконтированных денежных потоков* — определение стоимости объекта бизнеса на основе суммирования текущей стоимости будущего потока доходов от объекта в прогнозный период и текущей стоимости выручки от перепродажи объекта в послепрогнозный период.

*Метод избыточных прибылей* — определение стоимости нематериальных активов, не отраженных в балансе, но обеспечивающих доходность на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня.

*Метод капитализации доходов* — определение рыночной стоимости предприятия (бизнеса) путем деления величины годового дохода на соответствующую этому доходу ставку капитализации.

*Метод компании-аналога (рынка капитала)* — оценка стоимости на основе информации о ценах сходных компаний, акции которых свободно обращаются на рынке.

*Метод кумулятивного построения* — процесс расчета ставки капитализации или дисконтирования, при котором к безрисковой процентной ставке прибавляются поправки премий, учитывающие риск инвестирования в оцениваемое предприятие.

*Метод ликвидационной стоимости* — один из методов затратного подхода, основанный на определении разницы между суммарной рыночной стоимостью всех активов предприятия и затратами на его ликвидацию.

*Метод отраслевых коэффициентов* — один из методов сравнительного подхода, при котором ориентировочную стоимость бизнеса можно рассчитать на основе отраслевой статистики.

*Метод рынка капитала* — метод, при котором рыночная стоимость бизнеса основана на анализе рыночных цен акций аналогичных компаний.

*Метод сделок* — метод, при котором рыночная стоимость бизнеса основана на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний.

*Метод сравнения продаж* — основан на принципе эффективно функционирующего рынка, на котором инвесторы покупают и продают аналогичные активы, принимая при этом независимые индивидуальные решения.

*Метод чистых активов* — метод, при котором рыночная стоимость бизнеса определяется как разность всех активов предприятия по рыночной стоимости и его обязательств.

*Модель Гордона* — оценка стоимости объекта в послепрогнозный период посредством капитализации годового дохода послепрогнозного периода при помощи коэффициента, рассчитанного как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста доходов.

*Модель оценки капитальных активов* — метод расчета ставки дисконтирования на основе показателей фондового рынка: безрисковой ставки дохода, коэффициента бета, среднерыночной доходности ценных бумаг с прибавлением премий для малых предприятий за риск инвестирования в данное предприятие и за страновой риск.

*Мультипликатор* — коэффициент, отражающий соотношение между ценой компании и ее финансовыми показателями (прибыль, денежный поток, выручка от реализации и др.).

*Мультипликатор валовой ренты* — см. Коэффициент валовых рентных платежей.

*Мультипликатор «Цена / Выручка от реализации»* — характеризует соотношение между ценой предприятия и стоимостью годового объема выручки от реализуемой продукции и услуг. Используется для оценки предприятий с узкой номенклатурой продукции.

*Мультипликатор «Цена / Дивиденды»* — характеризует соотношение между ценой акции и дивидендными выплатами, либо реальными, либо потенциально возможными.

*Мультипликатор «Цена / Прибыль»* или *«Цена / Денежный поток»* — характеризует соотношение между ценой и доходами предприятия, рассчитываемыми до или после учета таких статей, как амортизация, дивиденды, проценты за кредит, налоги.

*Мультипликатор «Цена / Чистые активы»* — характеризует соотношение между ценой предприятия и его чистыми активами.

*Наилучшее использование* — способ использования участка недвижимости, выбранный из числа общепринятых и законодательно разрешенных, который является физически возможным, прибыльным и приводит к наибольшему значению стоимости земли.

*Накопленная сумма денежной единицы (будущая стоимость денежной единицы)* — коэффициент (фактор), используемый для расчета будущей стоимости текущей (сегодняшней) суммы по технике сложного процента.

*Норма возмещения капитала* — процентная ставка, по которой капитал, инвестированный в актив, подверженный износу, возмещается из дохода, получаемого от использования этого актива.

*Норма дисконтирования* — конечная отдача на капитал с учетом всех рисков, вложенных в конкретную недвижимость, которая не включает составляющие, отвечающие за возмещение его основной суммы.

*Облигация* — единичное долговое обязательство на возврат вложенной суммы через установленный срок с уплатой или без уплаты определенного дохода.

*Общая ставка дохода* — отношение чистого операционного дохода к цене продажи.

*Обязательства текущие* — краткосрочные обязательства, подлежащие погашению в течение года.

*Опцион* — 1. Право покупки или аренды собственности в будущем на оговоренных в настоящее время условиях. 2. Договор, в соответствии с которым одна из сторон имеет право, но не обязательство в течение определенного срока продать

(купить) у другой стороны соответствующий актив по цене, установленной при заключении договора, с уплатой за это право определенной суммы денег, называемой премией. 3. Краткосрочная ценная бумага, дающая право ее владельцу купить или продать другую ценную бумагу в течение определенного периода по определенной цене контрагенту, который за денежную премию принимает на себя обязательство реализовывать это право.

*Опционы акций* — право покупки акций на льготных условиях.

*Опцион валютный, или фьючерс*, — ценные бумаги, имеющие содержание, аналогичное производным ценным бумагам при том, что объектом сделки является поставка валютных ценностей.

*Основной капитал* — см. Капитал основной.

*Основные фонды (средства)* — см. Фонды (средства) основные.

*Остаточная стоимость основных фондов (средств)* — денежное выражение стоимости средств труда, оставшейся не перенесенной на готовую продукцию (услуги) на определенную дату. Остаточная стоимость может быть определена как полная стоимость основных фондов за вычетом износа и рассчитывается исходя из первоначальной или восстановительной стоимости основных фондов.

*Отдача конечная* — отношение эффективного (реального, реализованного) текущего денежного дохода на инвестиции, с настоящего момента до продажи или возврата актива, к сумме инвестиции.

*Отдача текущая* — отношение величины текущего денежного дохода к сумме инвестиций.

*Отчет по оценке* — документ, передаваемый заказчику и содержащий результаты процесса оценки.

*Оценка* — деятельность экспертов по систематизированному сбору и анализу данных, необходимых для определения стоимости различных видов имущества, бизнеса на основе действующего законодательства и стандартов.

*Оценка основных фондов (средств)* — определение стоимости основных фондов.

*Оценочная деятельность* — совокупность отношений юридического, экономического, организационно-технического и иного характера по установлению в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости (залоговой, ликвидационной и др.).

*Оценщик* — специалист, занимающийся определением стоимости основных фондов и другого имущества на основе общепринятых методов науки об оценке.

*Пассив* — стоимость средств, находящихся в распоряжении владельца, характеризующаяся по источникам их образования. В бухгалтерском балансе — правая его сторона, отражающая источники финансирования средств предприятия, сгруппированные по их принадлежности и назначению.

*Пассивная часть основных фондов (средств)* — фонды, обеспечивающие условия для нормального протекания процесса производства (здания, сооружения и т. д.).

*Первоначальная стоимость основных фондов (средств)* — см. Стоимость первоначальная основных фондов (средств).

*Передача права собственности* — надлежащим образом юридически оформленный акт купли-продажи, обмена, дарения, наследования, изъятия.

*Переоценка основных фондов (средств)* — изменение стоимости основных фондов с целью приведения ее в соответствие с современными условиями производства.

*Период окупаемости* — время, необходимое для получения от инвестиционного проекта денежных средств, равных первоначально инвестированной сумме.

*Период окупаемости собственного капитала* — отношение средней величины собственного капитала к величине чистой прибыли.

*Платеж периодический в погашение кредита* — коэффициент, используемый для расчета величины будущих периодически равновеликих платежей в погашение кредита при известном проценте, начисляемом на уменьшающийся остаток кредита.

*Платеж (PMT)* — единовременный денежный вклад  $n$ -го периода.

*Подход сравнительный* — оценка стоимости путем сравнения цен на сходные объекты или акции сопоставимых компаний с использованием финансового анализа и мультипликаторов. При оценке бизнеса этот подход включает три метода: метод компании-аналога (рынок капитала), метод сделок и отраслевых коэффициентов.

*Полезность* — субъективная ценность, которую потребитель придает определенному объекту. В оценке она определяется возможностями и способами использования объекта, обуславливающими величину и сроки получаемого дохода и других выгод.

*Полная восстановительная стоимость основных фондов (средств)* — см. Стоимость восстановительная основных фондов (средств).

*Полная первоначальная стоимость основных фондов (средств)* — см. Стоимость первоначальная основных фондов (средств).

*Поступления основных фондов (средств)* — показатель баланса основных фондов, характеризующий ввод новых основных фондов, покупку (приобретение) основных фондов и безвозмездное их получение.

*Потребление основного капитала* — уменьшение в течение отчетного периода стоимости основного капитала, имеющегося в наличии у производителя, в результате физического, морального его износа или повреждения.

*Права имущественные* — права собственности на движимое и недвижимое имущество, а также интересы и привилегии, относящиеся к нематериальным понятиям.

*Права на недвижимость* — имущественные права, связанные с использованием, владением и распоряжением недвижимостью.

*Право собственности* — право по своему усмотрению владеть, пользоваться и распоряжаться своим имуществом, передавать свои полномочия другому лицу,

использовать имущество в качестве залога или обременять его иными способами, передавать свое имущество в собственность или в управление другому лицу, а также совершать в отношении своего имущества любые действия, не противоречащие закону.

*Предмет оценки* — вид стоимости, а также имущественные и прочие права, связанные с объектом оценки.

*Премия за контроль* — денежное выражение преимущества, обусловленного владением контрольным пакетом акций.

*Принципы оценки* — интерпретация общих экономических законов для целей оценки недвижимости. Они включают: 1) принцип спроса и предложения; 2) принцип изменения; 3) принцип конкуренции; 4) принцип замещения; 5) принцип вклада; 6) принцип предельной продуктивности (полезности, производительности); 7) принцип наилучшего использования (наилучшего и наиболее эффективного использования); 8) принцип соответствия; 9) принцип ожидания (предвидения); 10) принцип альтернативности.

*Производительность труда* — отношение величины выручки от реализации к среднесписочной численности персонала.

*Профессиональная этика оценщика* — совокупность этических правил поведения, которыми должны руководствоваться оценщики в своей профессиональной деятельности.

*Процент сложный* — экономическая категория, используемая для сопоставления одной и той же суммы денег в различные периоды времени с учетом того, что в каждом периоде доход приносит не только первоначальная сумма, но и проценты от нее.

*Процесс оценки* — определенная последовательность процедур, используемая для получения величины стоимости. Процесс оценки обычно завершается отчетом об оценке, придающим доказательную силу оценке стоимости.

*Расходы на замещение* — расходы на периодическую замену быстроизнашивающихся компонентов объектов недвижимости.

*Расход операционный (операционный расход)* — расходы на эксплуатацию недвижимости, иные чем обслуживание долга и подоходного налога.

*Расходы переменные* — текущие операционные расходы, изменяющиеся в зависимости от уровня загрузки недвижимости (оплата освещения, водоснабжения, отопления и т. д.)

*Расходы постоянные* — текущие операционные расходы, не зависящие от уровня загрузки недвижимости (налоги, платежи по страхованию, лицензионные платежи и т. д.)

*Реальный валовой внутренний продукт* — см. Валовой внутренний продукт.

*Реверсия (остаток)* — оставшаяся стоимость недвижимости, которую собственник имеет после прекращения поступлений потока доходов.

*Рекапитализации коэффициент* — отношение возвращенной суммы капитала к первоначально вложенной сумме.

*Рекапитализация* — процесс возврата основной суммы капитала инвестору.

*Рекапитализация прямолинейная (метод Ринга)* — возврат инвестору первоначально инвестируемого капитала равными долями с учетом годовых норм капитализации.

*Рекапитализация равномерно-аннуитетная (рекапитализация по методу Инвуда)* — возврат инвестору первоначально инвестируемого капитала по фактору фонда возмещения и ставке процента, равной ставке дохода на капитал.

*Рентабельность основной деятельности* — отношение величины прибыли от реализации к величине затрат на производство и сбыт продукции.

*Рентабельность продукции* — отношение величины прибыли от реализации к величине выручки от реализации.

*Рентабельность собственного капитала* — отношение величины чистой прибыли к средней величине собственного капитала.

*Рентабельность совокупного капитала* — отношение величины чистой прибыли к итогу среднего баланса-нетто.

*Рентабельность продаж (маржа прибыли)* — отношение прибыли до выплаты процентов и налогов (прибыли от реализации) к нетто-выручке от реализации.

*Рента контрактная* — размер арендной платы, определяемый договором об аренде.

*Рента экономическая* — величина арендного дохода, который можно ожидать от данной недвижимости на рынке в настоящее время.

*Риск* — возможность недополучения ожидаемых доходов или появления непредвиденных расходов.

*Риск операционный (производственный)* — неопределенность, связанная с получением дохода и обусловленная колебанием объемов реализации продукции уровнем условно-постоянных издержек.

*Риск политический* — риск, влияющий на стоимость оцениваемых объектов, вызванный политическими событиями как в отдельном регионе, так и в стране в целом.

*Риск, связанный с изменением валютного курса*, — риск, влияющий на стоимость объекта, вызванный политическими и экономическими факторами как в стране в целом, так и в отдельном регионе, вследствие которых меняется курс наиболее стабильной валюты.

*Риск, связанный с изменением величины ставки процента*, — риск, определяемый движением процентной ставки, являющийся реакцией на проводимые меры макроэкономического регулирования и, как правило, приводящий к стимулированию инвестиционной активности и сдерживанию увеличения совокупных расходов в экономике.

*Риск, связанный с изменением темпов экономического развития*, — риск, определенный цикличностью рыночной экономики региона и страны в целом, влияю-

щий на экономическое развитие объекта оценки и ожидаемые темпы экономического роста на ближайшую перспективу.

*Риск финансовый* — риск, связанный с возможным недостатком средств для выплаты по долгосрочным ссудам и займам.

*Роялти* — периодическая выплата лицензионного вознаграждения в виде отчислений от стоимости произведенной по лицензии продукции в форме процента от объема продажи, начисленного от суммы прибыли.

*Рынок сбыта* — экономическая категория, которая регулирует соотношение между предложением, спросом и ценой в условиях конкуренции, при которой достигается наиболее эффективная реализация продукции.

*Рыночная арендная плата* — ставка аренды, сложившаяся на настоящий момент на рынке для определенного вида недвижимости.

*Рыночная стоимость* — наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть продан на основании сделки в условиях конкуренции, когда продавец и покупатель действуют, располагая всей доступной информацией об объекте оценки, а на цене сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

*Рыночная цена* — денежная сумма, фактически выплаченная в сделке.

*Санирование* — реорганизация предприятия, испытывающего экономические трудности, главным образом путем изменения его финансового статуса.

*Себестоимость* — выраженные в денежной форме текущие затраты на производство и реализацию объектов оценки.

*Сертификат акций* — ценная бумага, которая является свидетельством владения поименованного в нем лица определенным числом акций.

*Сертификат банковский* — свободно обращающееся свидетельство о депозитном (сберегательном) вкладе в банк с обязательством последнего выплаты этого вклада и процентов по нему через установленный срок.

*Скидка на неконтрольный характер* — денежная сумма, на которую уменьшается пропорциональная оцениваемому пакету доля в общей стоимости предприятия с учетом неконтрольного характера оцениваемого пакета акций.

*Скидка на низкую ликвидность* — абсолютная величина или доля в процентах, на которую уменьшается рыночная стоимость объекта для отражения его недостаточной ликвидности.

*Сложный процент* — процент, начисляемый как на первоначальную сумму, так и на ранее рассчитанные невыплаченные проценты, которые присоединяются к первоначальной сумме.

*Собственность* — движимое и недвижимое имущество, находящееся во владении субъекта, который распоряжается им по своему усмотрению: может использовать для производства, потребления и накопления, продать, сдать в аренду, передать другому лицу и даже уничтожить. В юридическом смысле употребляется термин «право собственности».

*Собственность интеллектуальная* — 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.).

*Сооружения* — вид основных фондов по натурально-вещественному признаку. К сооружениям относятся инженерно-строительные объекты, назначением которых является создание условий, необходимых для осуществления процесса производства путем выполнения тех или иных технических функций, не связанных с изменением предмета труда, или для осуществления различных непроектных функций.

*Сопоставимые (неизменные, постоянные) цены* — см. Базовые цены.

*Способ кумулятивного построения* — способ последовательного наращивания первой составляющей коэффициента капитализации, при котором в качестве базового берется безрисковая ставка процента с учетом поправки на различные виды риска, связанные с особенностями оцениваемой недвижимости, такие как неликвидность, расходы на инвестиционный менеджмент и пр.

*Способ рыночной экстракции (рыночной выжимки)* — метод определения коэффициента капитализации на основе анализа соотношения арендных ставок при условии, что существующее использование объекта соответствует их наилучшему и наиболее эффективному использованию, и цен продаж этих объектов недвижимости по данным реальных сделок или соответствующим образом скорректированных цен предложений по аренде и продаже.

*Средства собственные* — амортизационные отчисления и собственный капитал организации.

*Срок оставшейся экономической жизни объекта* — период времени от оценки объекта до окончания его экономической жизни. Ремонт и модернизация объекта увеличивает срок оставшейся экономической жизни.

*Срок службы основных фондов (средств)* — интервал между вводом в действие и списанием (ликвидацией).

*Срок физической жизни объекта* — это нормативно разработанный заводом-изготовителем период времени, в течение которого объект годен к эксплуатации и соответствует заложенным в него параметрам. Срок физической жизни заканчивается, когда объект утилизируется.

*Срок экономической жизни объекта* — это период времени, в течение которого объект можно использовать, извлекая прибыль. В этот период улучшения вносят вклад в стоимость объекта. Срок экономической жизни объекта заканчивается, когда производные улучшения не вносят вклад в стоимость объекта вследствие его общего устаревания.

*Ставка безрисковая* — минимальный доход, который инвестор может получить на свой капитал, вкладывая его в любое дело.

*Ставка годовая номинальная* — ставка, равная произведению периодической ставки на количество периодов начисления процента в году.

*Ставка годовая фактическая (эффективная)* — годовая ставка, включающая начисленные сложные проценты. Определяется как процентное отношение дохода на капитал в конце года к величине капитала в начале года.

*Ставка дисконта (дисконтирования)* — требуемая инвестором ставка дохода, по которой производится дисконтирование; процентная ставка, используемая для приведения ожидаемых будущих доходов (расходов) к текущей стоимости, основана на учете рынка инвестиций в оцениваемый объект.

*Ставка дохода на инвестиции* — процентное соотношение между чистым доходом и вложенными средствами. Ставка дохода внутренняя — процентная ставка, при которой дисконтированные доходы от инвестиций уравниваются с инвестиционными затратами.

*Ставка коэффициента капитализации* — процентная ставка, используемая для перерасчета доходов в рыночную стоимость объекта.

*Ставка периодическая* — ставка для начисления процентов на протяжении какого-то периода (день, неделя, месяц, квартал, год).

*Ставка процента* — ставка дохода на основную сумму, используемая для приведения текущих сумм к будущей стоимости.

*Стандарт* — нормативный документ по стандартизации, разработанный, как правило, на основе согласия, характеризующийся отсутствием возражений по существенным вопросам у большинства заинтересованных сторон, принятый (утвержденный) признанным органом (предприятием).

*Стоимость аннуитета будущая* — коэффициент, используемый для расчета будущей стоимости периодических равновеликих взносов при известной текущей стоимости взноса, процентной ставке и числе периодов.

*Стоимость аннуитета текущая* — коэффициент, используемый для расчета текущей стоимости определенного количества будущих равновеликих поступлений или платежей денежных средств, дисконтированных по заданной процентной ставке.

*Стоимость балансовая* — полная первоначальная стоимость основных фондов, учитываемая в момент их постановки на учет в бухгалтерском балансе. Балансовая стоимость представляет, как правило, смешанную оценку основных фондов, т. е. часть инвентарных объектов числится на балансах по восстановительной стоимости на момент последней переоценки, а основные фонды, введенные в последующий период, учтены по первоначальной стоимости (стоимости приобретения).

*Стоимость валовая добавленная* — см. Валовая добавленная стоимость.

*Стоимость возмещения* — размер затрат на приобретение на свободном рынке аналогичного имущества в качестве удовлетворительной замены.

*Стоимость возмещения страховая* — полная стоимость замещения, отраженная в страховом полисе, за вычетом текущей стоимости тех элементов, исключение которых оговорено особо (если таковые есть).

*Стоимость воспроизводства* — стоимость объекта собственности, создаваемого на той же планировке из тех же материалов, что и оцениваемая, но по ныне действующим ценам.

*Стоимость восстановительная* — расчетные затраты на воссоздание в современных условиях их точной копии с использованием аналогичных материалов и сохранением всех эксплуатационных параметров.

*Стоимость восстановительная балансовая* — стоимость воспроизводства ранее созданных объектов в современных условиях. Определяется при переоценке основных фондов.

*Стоимость действующего предприятия* — понятие, подразумевающее оценку функционирующего предприятия и получение из общей стоимости действующего предприятия величин для составных частей, которые выражают их вклад в общую стоимость, однако сам по себе ни один из этих компонентов рыночной стоимости не образует.

*Стоимость денежной единицы текущая* — коэффициент, используемый для перевода известной будущей денежной суммы в текущую стоимость при заданных периоде и процентной ставке.

*Стоимость замещения имущества* — текущие затраты по воссозданию имущества, имеющего с ним аналогичные функциональные свойства (или полезность), но с применением современных строительных норм, материалов и технологий.

*Стоимость замещения общая* — расчетная текущая рыночная стоимость земельного участка при его существующем использовании плюс расчетный объем затрат на строительство зданий (производственных средств, машин и оборудования) и работ по освоению участка или стоимость современного аналогичного сооружения, имеющего такую же общую внутреннюю площадь, что и существующее здание (плюс соответствующие работы по освоению участка).

*Стоимость имущества рыночная* — наиболее вероятная цена в денежном выражении, по которой имущество перейдет из рук в руки на открытом рынке, в условиях конкуренции среди осведомленных о свойствах имущества и действующих без принуждения продавцов и покупателей, которые имеют типичную мотивацию и преследуют интересы собственной выгоды, при условии, что имущество было выставлено на продажу в течение достаточно продолжительного времени. Стоимость имущества за вычетом затрат на реализацию представляет собой чистую рыночную стоимость.

*Стоимость инвестиционная* — стоимость собственности для конкретного инвестора (или группы инвесторов) при определенных целях инвестирования. Это цена, которую покупатель готов заплатить за имущество, исходя из его способности удовлетворять преследуемым именно им инвестиционным целям. Это, таким образом, субъективное понятие, которое соотносит конкретный объект собственности с конкретным инвестором, имеющим определенные цели и (или) критерии инвестирования.

*Стоимость историческая (первоначальная)* — стоимость постановки на учет новых основных фондов.

*Стоимость ликвидационная (стоимость при вынужденной продаже)* — стоимость чистой реализации элементов актива и пассива ликвидированного объекта, выручка от реализации годных строительных материалов, отдельных узлов и дета-

лей, металлического лома и т. п., полученных в результате ликвидации объекта за вычетом затрат на его ликвидацию. С. л. определяют по ликвидированным основным фондам, непригодным для дальнейшей эксплуатации вследствие физического и морального износа.

*Стоимость ликвидационная на месте* — расчетная валовая величина, представляющая собой типичную сумму, выраженную в денежном эквиваленте, которую ожидается получить от продажи производственного комплекса целиком в случае банкротства предприятия, при условии, что срок продажи ограничен.

*Стоимость лома (скрапа)* — определяется как величина, выраженная в денежном эквиваленте, которую можно получить от продажи имущества, реализуемого не для продуктивного использования, а лишь как совокупность материальных компонентов, которые в нем содержатся.

*Стоимость на открытом рынке* — мнение о наилучшей цене, за которую продажа права собственности была бы совершена безусловно на дату оценки за наличный расчет.

*Стоимость недоамортизированная* — представляет собой невозмещенную сумму износа, часть полной первоначальной стоимости основных фондов, выбывших от ветхости и износа в данном году.

*Стоимость объективная (справедливая)* — денежная сумма, за которую может быть продано имущество (или списана задолженность) в результате коммерческой сделки между компетентными добровольными сторонами.

*Стоимость остаточная восстановительная (полная восстановительная стоимость за вычетом износа)* — фактическая стоимость основных фондов, не перенесенная на созданный продукт. Определяется по результатам переоценки основных фондов как разница между полной восстановительной стоимостью основных фондов и денежной оценкой действительной изношенности инвентарных объектов.

*Стоимость остаточная первоначальная* — полная первоначальная стоимость за вычетом износа.

*Стоимость первоначальная основных фондов (средств)* — стоимость основных фондов в ценах, учитывавшихся при их постановке на баланс. Выражает фактические денежные расходы на возведение зданий, сооружений и на приобретение, доставку к месту назначения, установку (включая устройство фундаментов, опор) и монтаж машин, оборудования и других видов основных фондов в ценах, действовавших в период строительства или на момент приобретения этих объектов.

*Стоимость планомерная ликвидационная* — расчетная валовая величина, представляющая собой типичную сумму, выраженную в денежном эквиваленте, которую ожидается получить от продажи имущества при условии, что у продавца есть некоторый разумный период времени для поиска покупателя (покупателей) и что он обязан продавать имущество «в том виде, как оно есть, и в том месте, где оно находится».

*Стоимость предприятия балансовая* — стоимость, рассчитанная по данным бухгалтерского учета о наличии и движении различных видов имущества пред-

приятия. Представляет собой разницу между балансовой стоимостью всех активов и общей суммой обязательств.

*Стоимость предприятия (бизнеса) текущая* — стоимость денежных потоков и выручки от перепродажи, дисконтированных по заданной ставке.

*Стоимость реализации чистая* — расчетная цена продажи активов при нормальном функционировании предприятия за вычетом издержек на продажу и оформление.

*Стоимость специальная* — термин, относящийся к экстраординарным добавкам к рыночной стоимости. Специальная стоимость может возникнуть, например, благодаря физической, функциональной или экономической связи объекта недвижимости с некоторым другим объектом недвижимости — например, территориально примыкающим к рассматриваемому объекту. Специальная стоимость представляет собой дополнительную стоимость, которая может иметь смысл скорее для определенного владельца или пользователя либо потенциального владельца или пользователя, нежели для рынка в целом; то есть она применима к покупателю, имеющему особый интерес. Специальная стоимость может быть ассоциирована с элементами стоимости действующего предприятия. Оценщик должен позаботиться о том, чтобы отделить понятия такого типа от рыночной стоимости и оговорить все сделанные им допущения.

*Стоимость страховая* — стоимость собственности, определяемая положениями страхового контракта или полиса.

*Стоимость утилизационная* — определяется как величина, выраженная в денежном эквиваленте, которую ожидается получить от продажи выбывших активов или их составных компонентов для альтернативного использования.

*Стоимость фундаментальная* — аналитическая оценка стоимости объекта, основанная на предполагаемых внутренних характеристиках инвестиций, не затронутая особенностями, относящимися к любому конкретному инвестору.

*Стоимость чистая текущая* — стоимость потока доходов от операционной деятельности и от продажи объекта при заданной ставке дисконтирования за вычетом первоначальных инвестиционных затрат.

*Стоимость эффективная, или стоимость лишения* — стоимость активов с точки зрения их владельца, равная большей из двух величин — потребительной стоимости активов для данного владельца и стоимости их реализации при изъятии из употребления. Эффективная стоимость является примером базы оценки, отражающей нерыночный характер понятия потребительной стоимости активов как части действующего предприятия.

*Субъекты оценочной деятельности* — физические лица, признанные профессиональными оценщиками по результатам проведенной в установленном порядке процедуры официальной аттестации; юридические лица и индивидуальные предприниматели, признанные лицензированными оценщиками по результатам проведенной в установленном порядке процедуры их лицензирования, и потребители их услуг (заказчики).

*Техника остатка для зданий и сооружений* — способ оценки стоимости зданий и сооружений, согласно которому доход, получаемый от их эксплуатации, является остатком чистого операционного дохода после вычета дохода.

*Техника остатка для земельного участка* — способ оценки земельного участка, определяющий доход, получаемый от использования земли, как остаток после вычета из чистого операционного дохода части, приходящейся на здания и сооружения.

*Точка самоокупаемости, или безубыточности*, — точка, при которой совокупный доход равен совокупным расходам.

*Трансформация отчетности* — корректировки счетов для приведения их к единым стандартам бухгалтерского учета.

*Транспортные средства* — средства передвижения, предназначенные для перемещения людей и грузов: железнодорожный подвижной состав (локомотивы, вагоны и др.); подвижной состав водного транспорта (суда транспортные всех типов, суда служебно-вспомогательные, спасательные, ледоколы, буксиры и пр.); подвижной состав автомобильного транспорта (грузовые, легковые автомобили, автобусы, троллейбусы, прицепы и полуприцепы); подвижной состав воздушного транспорта (самолеты, вертолет, космические летательные аппараты); подвижной состав городского транспорта (вагоны метрополитена, трамваи); средства напольного производственного транспорта и пр.

*Управление недвижимостью* — деятельность, осуществляемая на свой риск, направленная по поручению собственника на извлечение прибыли от реализации полномочий собственника владеть, пользоваться и распоряжаться своим недвижимым имуществом.

*Управляющий недвижимым имуществом* — юридическое или физическое лицо, которое по договору с собственником недвижимого имущества и в его интересах в течение определенного срока времени от своего имени совершает любые юридические и фактические действия с этим имуществом, если какие-то из них прямо не запрещены законом или договором.

*Услуга по оценке имущества* — результат взаимодействия оценщика и потребителя по определению стоимости имущества в соответствии с поставленными целями.

*Устаревание* — потеря стоимости в результате уменьшения полезности объекта под воздействием физических, технологических, эстетических факторов, а также изменений окружающей среды.

*Устаревание функциональное* — потеря стоимости актива, связанная с невозможностью выполнять функции, для которых актив предназначался, в результате технических нововведений или изменения рыночных стандартов.

*Устаревание экономическое* — потеря стоимости актива, вызванная внешними факторами, как экономического, так и неэкономического характера (например, политическими, юридическими, национальными).

*Участок земельный* — часть недвижимости в виде участка территории земли с границами, определенными в документах, выдаваемых государственными комитетами по земельным ресурсам и землеустройству.

*Фактор амортизации капитала* — функция, определяющая размер стабильного равновеликого периодического платежа, погашающего за определенный период при установленной ставке процента основную сумму кредита и процент за невозмещенную сумму кредита.

*Фактор текущей стоимости аннуитета* — функция сложного процента, предназначенная для определения текущей стоимости  $n$ -периодного накопления капитала.

*Фактор фонда возмещения* — величина платежа, который необходимо депонировать (вкладывать) в каждом периоде при заданной ставке годового процента, чтобы в последнем периоде получить на счете сумму, равную денежной единице.

*Фирма* — определенное имя или наименование, под которым выступает одно или несколько предприятий или индивидуальный предприниматель. Право на фирменное наименование защищается законом.

*Фьючерсный контракт* — стандартный биржевой договор купли-продажи биржевого актива через определенный срок в будущем по цене, установленной в момент заключения сделки.

*Фьючерсы финансовые* — стандартные краткосрочные контракты на покупку или продажу определенной ценной бумаги по определенной цене на определенную будущую дату.

*Цена* — фактический показатель, указывающий сумму, которая была заплачена за объект в результате состоявшейся сделки при конкретных обстоятельствах. Цена конкретной сделки может существенно отличаться от рыночной стоимости, т. к. она находится под воздействием большого количества рыночных факторов.

*Ценная бумага именная* — ценная бумага, имя держателя которой регистрируется в специальном реестре, ведущимся эмитентом.

*Ценная бумага на предъявителя* — ценная бумага, не регистрируемая у эмитента на имя держателя и передаваемая другому лицу путем вручения.

*Ценная бумага ордерная* — ценная бумага, которая составляется на имя первого держателя с оговоркой «его приказу» и соответственно передается другому лицу путем совершения передаточной надписи (ордерными бумагами по российскому законодательству могут быть чек, вексель, коносамент).

*Ценные бумаги* — титулы собственности — ценные бумаги, удостоверяющие право собственности владельца на активы (простые и привилегированные акции, конвертированные ценные бумаги, варианты, подписные права).

*Ценные бумаги безотзывные* — ценные бумаги, которые не могут быть отозваны и погашены эмитентом досрочно, что должно быть предусмотрено условиями их эмиссии.

*Ценные бумаги бессрочные* — фондовые инструменты, не имеющие конечного срока погашения — акции, бессрочные облигации, выпускаемые государством.

*Ценные бумаги государственные* — фондовые инструменты, выпущенные или гарантированные правительством от имени государства, его министерствами и ведомствами, муниципальными органами власти.

*Ценные бумаги долговые* — долговые обязательства (облигация, нота, вексель).

*Ценные бумаги долгосрочные* — ценные бумаги сроком погашения свыше пяти лет.

*Ценные бумаги инвестиционные* — ценные бумаги, средства в которые инвестируются на относительно постоянной, долгосрочной основе.

*Ценные бумаги корпоративные* — фондовые инструменты, выпускаемые предприятиями и организациями.

*Ценные бумаги краткосрочные* — ценные бумаги сроком погашения до одного года.

*Ценные бумаги не обращающиеся* — ценные бумаги, не покупаемые-продаваемые на различных видах рынков.

*Ценные бумаги обращающиеся* — свободно покупаемые-продаваемые ценные бумаги, в т. ч. на основе совершения передаточной надписи или без таковой, без ограничения (по условиям эмиссии) видов рынков, на которых они могут обращаться.

*Ценные бумаги отзывные* — ценные бумаги, которые могут быть отозваны эмитентом досрочно, до наступления срока погашения. Могут отзываться также бессрочные ценные бумаги, если это предусмотрено условиями выпуска (например, привилегированные акции).

*Ценные бумаги первичные* — акции, облигации, ноты, векселя, депозитные сертификаты, являющиеся правами на имущество, денежные средства, продукцию, землю и другие первичные ресурсы.

*Ценные бумаги производные* — ценные бумаги, удостоверяющие право владельца на покупку или продажу первичных ценных бумаг — акций, облигаций, государственных долговых обязательств. К таким бумагам относятся опционы, финансовые фьючерсы, подписные права.

*Ценные бумаги рыночные* — ценные бумаги, средства в которые инвестируются для совершения спекулятивных краткосрочных операций по купле-продаже ценных бумаг.

*Ценные бумаги с колеблющимся доходом* — ценные бумаги, доходность которых к номиналу изменяется в соответствии с колебаниями средней процентной ставки на рынке; она может индексироваться, например, по валютному курсу и т. п.

*Ценные бумаги с ограниченным кругом обращения* — ценные бумаги, сделки купли-продажи по которым могут совершаться с ограничениями по видам рынков.

*Ценные бумаги среднесрочные* — ценные бумаги сроком погашения от одного до пяти лет.

*Ценные бумаги сроком по предъявлению* — ценные бумаги, не содержащие конкретного срока погашения, обязательства по ним выполняются при предъявлении ценной бумаги.

*Ценные бумаги срочные* — ценные бумаги, имеющие конкретные сроки погашения (конкретный срок, во столько-то времени от предъявления и т. п.).

*Ценные бумаги с фиксированным доходом* — ценные бумаги, в момент выпуска которых жестко фиксируется уровень их доходности к номиналу; при колебаниях средней процентной ставки на рынке уровень доходности не изменяется.

*Ценные бумаги частные* — это ценные бумаги, выпущенные физическими лицами. В качестве таких фондовых инструментов могут выступать вексель и чек.

*Цены покупателя* — цены, которые покупатели уплачивают за единицу товара в пункте его получения. Они равны ценам производителей плюс торговые и транспортные наценки, оплачиваемые покупателями.

*Чек* — письменное поручение чекодателя банку уплатить чекополучателю указанную в нем сумму.

Учебное издание  
**Жигалова** Виктория Николаевна  
ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Учебное пособие

Корректор Осипова Е. А.  
Компьютерная верстка Насынова Н. Е.

Подписано в печать 16.03.15. Формат 60x84/8.  
Усл. печ. л. 25,11. Тираж 500 экз. Заказ

---

Издано в ООО «Эль Контент»  
634029, г. Томск, ул. Кузнецова д. 11 оф. 17  
Отпечатано в Томском государственном университете  
систем управления и радиоэлектроники.  
634050, г. Томск, пр. Ленина, 40  
Тел. (3822) 533018.