

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РФ
Санкт-Петербургская академия управления и экономики
МАГАДАНСКИЙ ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ

ОЦЕНКА И РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ
учебное пособие

Магадан
2006

РЕЦЕНЗЕНТЫ:

Печатается по решению Редакционно-издательского совета Магаданского института экономики Санкт-Петербургской академии управления и экономики

Оценка и реструктуризация финансовых институтов: учебное пособие /составитель В.И.Задорин ; Магадан, Магаданский Ин-т экономики Санкт-Петербургской академии управления и экономики : Кордис, 2006. - стр.

В предлагаемом учебном пособии даются понятия оценки, видов стоимости, подходы и методы оценочной деятельности, методы оценки финансовых институтов на примере банков, особенности оценки при реструктуризации. Материал изложен на основе мировой практики оценочной деятельности с учетом российской специфики. Пособие предназначается студентам, преподавателям экономических вузов.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ

1. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

1.1. Понятие и сущность оценочной деятельности

1.2. Понятие оценки стоимости предприятия (бизнеса)

1.3. Объекты и параметры, определяющие стоимость имущества

1.4. Стоимость и цена: соотношение понятий

1.5. Бизнес как объект оценки

1.6. Цели оценки предприятия (бизнеса)

1.7. Принципы оценки имущества (бизнеса), основанные на представлениях пользователя (собственника) имущества

1.8. Принципы оценки имущества, связанные с эксплуатацией собственности и представлениях производителя

1.9. Принципы оценки имущества, связанные с рыночной средой

1.10. Критерии и виды стоимости при оценке имущества (бизнеса): степень рыночности

1.11. Критерии и виды стоимости при оценке имущества (бизнеса): методология оценки

1.12. Критерии и виды стоимости при оценке имущества (бизнеса): состояние объекта после оценки

1.13. Критерии и виды стоимости при оценке имущества (бизнеса): цели оценки

1.14. Понятие прибыли при оценке стоимости предприятия (бизнеса)

1.15. Понятие денежного потока

1.16. Основные подходы и методы оценки бизнеса

1.17. Рыночный (сравнительный) подход к оценке имущества (бизнеса): информационная база оценки

1.18. Рыночный (сравнительный) подход к оценке имущества (бизнеса): использование валового рентного множителя в сравнительном подходе к оценке имущества

1.19. Рыночный (сравнительный) подход к оценке имущества (бизнеса): метод сравнения продаж

1.20. Затратный подход к оценке стоимости имущества: область применения

1.21. Затратный подход к оценке стоимости имущества: учет износа имущества

1.22. Сущность доходного подхода к оценке имущества (бизнеса)

1.23. Доходный подход к оценке имущества: метод прямой (линейной) капитализации

1.24. Доходный подход к оценке имущества: определение коэффициента капитализации

1.25. Доходный подход к оценке имущества: метод дисконтирования денежных потоков

1.26. Доходный подход к оценке имущества: схема использования метода дисконтированных денежных потоков

1.27. Доходный подход к оценке имущества: структура и содержание отчета об оценке имущества

1.28. Затратный подход к оценке бизнеса: метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости

1.29. Реализации затратного подхода к оценке бизнеса при помощи метода чистых активов

1.30. Сравнительный (рыночный) подход к оценке бизнеса

1.31. Доходный подход к оценке бизнеса: метод прямой капитализации

1.32. Метод дисконтирования денежных потоков в оценке бизнеса

1.33. Определение длительности прогнозного периода

1.34. Анализ и прогнозирование валовых доходов и расходов

1.35. Расчет ставки дисконтирования методом дисконтирования денежных потоков

2. ОЦЕНКА ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ НА ПРИМЕРЕ БАНКОВСКОГО БИЗНЕСА

2.1. Основания для проведения оценки стоимости банка

2.2. Понятие стоимости для кредитной организации: потребительная стоимость

2.3. Понятие стоимости для кредитной организации: стоимость

2.4. Эволюция теории оценки стоимости бизнеса

2.5. Оценка рыночной стоимости банка, рейтинг, оценка финансовой устойчивости, аудит

2.6. Варианты подхода к оценке рыночной стоимости

2.7. Оценка денежных потоков банка

2.8. Оценки стоимости банка как единого объекта по стоимости капитала

2.9. Методологические основы оценки стоимости кредитных организаций при слияниях и поглощениях: метод дисконтирования

2.10. Методологические основы оценки стоимости кредитных организаций при слияниях и поглощениях: метод чистых активов

2.11. Сравнение методов оценки стоимости активов, применяемых органами надзора и агентством по реструктуризации

2.12. Методика оценки рыночной стоимости активов и обязательств при реструктуризации

2.13. Методология оценки стоимости капитала банка

2.14. Оценка рыночной стоимости кредитного портфеля

2.15. Оценка стоимости портфеля ценных бумаг

2.16. Оценка стоимости основных средств

2.17. Оценка стоимости обязательств кредитной организации

2.18. Краткие выводы об особенностях оценки банковского бизнеса

3. ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

3.1. Основные положения оценки акций

3.2. Юридическое содержание акций

3.3. Общие права владельцев обыкновенных акций и обеспечение этих прав

3.4. Объем прав собственников пакетов акций

3.5. Экономическая сущность акций

3.6. Основные факторы, влияющие на стоимость акций

3.7. Факторы риска, влияющие на стоимость пакета акций

3.8. Основные виды стоимости акций

3.9. Основные подходы и методы оценки акций

3.10. Специфика оценки пакетов акций

3.11. Стоимость пакета акций в зависимости от его ликвидности

3.12. Порядок оценки рыночной стоимости пакетов акций

3.13. Пример расчета величин рыночной стоимости контрольного и миноритарных пакетов акций

4. РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ НА ОСНОВЕ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ

4.1. Цели реструктуризации

4.2. Формы реорганизации предприятий

4.3. Оценка стоимости предприятия при реструктуризации

ВВЕДЕНИЕ

Если внимательнее приглядеться к нашим отношениям с окружающим миром, то можно заметить, что каждый из нас постоянно производит оценку и своих действий, и окружающих вещей. Мы постоянно сопоставляем то, сколько стоила та или иная вещь, собственность, если выразиться экономическим языком, вчера с тем, какую цену нам дают за нее сегодня, и прикидываем, какую выгоду (или потерю выгоды) будем иметь от обладания (продажи) в будущем. То есть, в каждом случае от оценки мы ожидаем увеличения стоимости владения собственностью. Это и составляет суть учебной дисциплины «Оценка и реструктуризация финансовых институтов».

Именно потому, что российское государство, общество не ввело в обыденную практику в переходный период 90-х годов XX века институт оценки всего, что мы имели, и произошли огромные невозвратные потери. Сознательно это было сделано, или в хаосе перестройки было не то того, другой вопрос. Но подчеркнем, владей мы принципами и методикой оценки собственности, вряд ли допустили такого бесшабашного разбазаривания накопленного прошлыми поколениями огромных национальных ценностей. Поэтому целью настоящего учебного пособия, предназначенного студентам Магаданского института экономики Санкт-Петербургской Академии управления и экономики, является предоставление возможности освоения основ оценки собственности (бизнеса).

Сегодня, по мере углубления в России рыночных отношений все более расширяется потребность в оценке бизнеса всех уровней. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» определяет, что оценка объектов собственности является обязательной при проведении приватизации, передаче в доверительное управление или в аренду, продаже, национализации, выкупе, ипотечном кредитовании, передаче вклада в уставные капиталы и многих других случаях.

Особенно важно производить оценку бизнеса для выявления рыночной стоимости собственного (уставного) капитала закрытых предприятий или открытых акционерных обществ с недостаточно ликвидными акциями. В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» предусмотрено в ряде случаев проведение оценки рыночной стоимости акционерного капитала независимыми оценщиками. В частности, эта процедура предусмотрена при дополнительной эмиссии, выкупе акций.

Без качественной оценки бизнеса невозможно эффективно вести инвестирование, кредитование, страхование, исчисление налогооблагаемой базы. Для выбора обоснованного и эффективного направления реструктуризации предприятия оценка бизнеса становится также обязательным мероприятием.

Переход к рыночной экономике в России привел к появлению новой профессии, утвержденной Министерством труда РФ, - эксперт-оценщик. В этой связи разрабатываются законодательные и методические основы оценочной деятельности, стандарты оценки. В учебные планы ведущих экономических заведений страны вводятся дисциплины, связанные с оценочной деятельностью.

Настоящее учебное пособие выстроено в рамках дисциплины «Оценка и реструктуризация финансовых институтов». С его помощью студенты Магаданского института экономики смогут познать:

- основные понятия оценки бизнеса;
- подходы и методы, применяемые в оценочной деятельности;
- специфику оценки финансовых институтов на примере банковского дела;
- оценку пакетов акций;

основы реструктуризации бизнеса на основе оценки рыночной стоимости.

Цель учебного пособия – формирование у студентов теоретических, методологических, практических подходов к оценке финансовых институтов с учетом особенностей российской экономики.

1. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

1.1. Понятие и сущность оценочной деятельности

Развитие рыночной экономики в России привело к многообразию форм собственности и возрождению собственника, к увеличению количества объектов собственности в хозяйственном обороте. У каждого, кто задумывается реализовать свои права собственника, возникает много проблем и вопросов.

Одним из основных является вопрос о стоимости объекта собственности. Необходимость его решения возникает у предприятий, фирм, акционерных обществ, финансовых институтов, физических лиц. Акционирование предприятий, развитие ипотечного кредитования, фондового рынка и системы страхования также формируют потребность в новой услуге — оценке стоимости объектов и прав собственности.

Оценочная деятельность представляет собой важнейшую составляющую при создании развитой инфраструктуры, которая необходима для дальнейших экономических преобразований в нашей стране. Сегодня оценка стоимости заняла достойное место в рыночной системе хозяйствования. Уже в течение десятилетия результаты оценки стоимости различных объектов собственности служат основой для принятия большинства решений в частном и государственном секторах. Оценка стоимости стала неотъемлемым инструментом в арсенале современного российского бизнесмена, финансиста, менеджера. Без представлений об оценочной деятельности трудно обойтись в условиях рыночной экономики и простому гражданину, и государственному чиновнику, и политику, и предпринимателю.

В условиях рыночной экономики и продавец, и покупатель, совершая сделки на «свой страх и риск», хотели бы знать заранее о возможном результате, о цене продаж интересующего их объекта. Однако рыночная цена становится известной только в итоге состоявшейся сделки. Способ определения точной величины рыночной цены — одна из вечных задач рыночной экономики.

Именно в основе рыночной цены сделки, выступающей результатом согласования цены продавца и цены покупателя, лежит внутренняя величина — стоимость, которая, будучи количественно определенной в условиях конкретного рынка, представляет собой рыночную стоимость. Эту величину чаще всего и пытается определить эксперт-оценщик. В Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ (с изменениями по состоянию на 27 февраля 2003 г.) в ст. 3 дается такая формулировка: «Под оценочной деятельностью понимается деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости».

1.2. Понятие оценки стоимости предприятия (бизнеса)

Имуществом в гражданском праве понимаются отдельные вещи или их совокупность (включая деньги и ценные бумаги). К имуществу относятся также имущественные права, работы и услуги, информация, интеллектуальная собственность и другие нематериальные блага (статья 128 Гражданского кодекса Российской Федерации). Все составляющие имущества являются объектом гражданских прав, в силу чего могут свободно отчуждаться или переходить от одного лица к другому. При этом отчуждении неизбежно встает вопрос об оценке имущества в денежной форме. Но при этом возникают определённые юридические отношения, связанные как с имуществом, так и правами на имущество, которые также подлежат оценке.

Развитие и углубление рыночной экономики в России все более требует развития института оценки стоимости любого объекта собственности с учетом потенциального реального дохода, приносимого им в определенный момент времени в условиях конкретного сегмента рынка. Всегда имеется в виду, что оценка

носит рыночный характер, то есть не ограничивается учетом одних только затрат на создание или приобретение оцениваемого объекта собственности. Под влиянием совокупности рыночных факторов, экономических особенностей, а также макроэкономического и микроэкономического окружения рыночная стоимость оцениваемого объекта непостоянна и изменяется. Она может быть определена только на данный конкретный момент времени. Это означает, что периодическая оценка объектов собственности является необходимым условием функционирования рыночной экономики в целом и каждого предприятия в отдельности.

В условиях плановой экономики институт оценки имущества не был нужен, ибо все принадлежало «одному хозяину» - государству. В условиях же рыночной экономики имущество (разных типов) начинает свободно обращаться на рынке. В условиях рыночных отношений государство не может и не должно диктовать условия каждой конкретной сделки, оно лишь обязано устанавливать общие правила для всех субъектов рынка. Задача государства - определить и контролировать порядок регулирования гражданско-правовых отношений применительно к сфере обращения имущества. Субъекты свободного рынка в правовом смысле находятся в равных условиях. Следовательно, любая сделка может быть осуществлена лишь при наличии согласия обеих (юридически равных между собой) сторон о стоимости объекта сделки. Таким образом, вопрос о стоимости объекта, продающегося на свободном рынке, то есть, конкретно, о его рыночной стоимости и об оценке этой рыночной стоимости, становится актуальным как для потенциальных продавцов, так и для потенциальных покупателей. В этих условиях возникает насущная потребность в услугах профессионального оценщика.

Оценщик является третьей независимой стороной в споре продавца и покупателя о цене объекта сделки, своеобразным ценовым арбитром, никак не заинтересованным ни в завышении, ни в занижении этой цены. Оценщик заинтересован только в одном - в повышении своего профессионального авторитета, который является его главным активом, обеспечивающим увеличение числа клиентов и соответственно повышение дохода от профессиональной деятельности.

1.3. Объекты и параметры, определяющие стоимость имущества

Оценка имущества - это определенная процедура анализа свойств объекта, в результате которой производится корректный вывод оценщика о стоимости объекта оценки. Этот вывод получается на основе применения общепризнанных методов обработки объективных данных об объекте оценки. Далее мы узнаем, что конкретное содержание термина «стоимость» может быть различным, и этот момент оценщик должен отразить в своем отчете.

К объектам оценочной деятельности (объектам оценки) относятся отдельные материальные объекты (вещи), а также нематериальные объекты: права, работы, услуги, информация, объекты интеллектуальной собственности (результаты интеллектуальной деятельности). Отметим, что в рамках нашего курса термины «объект имущества» и «объект оценки» являются взаимозаменяемыми, равноценными.

Основными параметрами, определяющими стоимость имущества, являются: полезность, спрос, предложение, дефицитность, возможность передачи прав на имущество, затраты на создание имущества. Рассмотрим каждый из этих параметров.

Полезность - способность объекта имущества удовлетворять потребности пользователя в данном месте и в течение конкретного периода времени. Сама по себе полезность не создает стоимости, для этого необходима некоторая ограниченность предложения (дефицитность).

Спрос - количество товаров, которое покупатели готовы и в состоянии купить по данной цене в течение определенного периода времени.

Предложение - количество товаров, которое продавцы хотят и способны представить для продажи на рынке.

Дефицитность - недостаток каких-либо товаров, ограниченность предложения. Спрос может создать стоимость только тогда, когда ограничено предложение.

Возможность передачи прав на имущество и их разделение между различными субъектами также влияют на стоимость имущества.

В отношении **затрат на создание имущества** следует уточнить, что стоимость не равнозначна затратам, поскольку она учитывает значительно большее количество факторов, образующих цену.

1.4. Стоимость и цена: соотношение понятий

Это – принципиальный вопрос, ибо цена, как денежная сумма за объект в конкретной сделке, может существенно отличаться от стоимости, определенной во время оценки. Можно сказать, что стоимость – предварительная цена. Под влиянием объективных и субъективных факторов стоимость, как «наиболее вероятная цена», может отклоняться в большую или меньшую стороны в зависимости от рыночной конъюнктуры.

Например, в некоторых случаях рыночная цена может выражаться отрицательной величиной. Это бывает, когда оценке подвергается устаревший объект недвижимости, и сумма затрат на утилизацию (снос, уничтожение) превышает стоимость земельного участка, на котором он расположен. Это же случается в случае оценки экологически неблагополучных объектов.

Российское оценочное законодательство (ст. 3 «Закона об оценочной деятельности») определяет рыночную стоимость (цену) объекта оценки как наиболее вероятную цену, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства. Во-первых, стороны действуют не по принуждению. Во-вторых, стороны достаточно полно осведомлены о предмете сделки и действуют каждый в своих интересах. В-третьих, объект оценки представлен на открытый рынок с широким публичным представлением. В-четвертых, цена сделки представляет разумное вознаграждение и не содержит принуждения. В-пятых, платеж должен быть выражен в денежной форме.

1.5. Бизнес как объект оценки

Любой объект собственности может являться источником дохода и объектом рыночной сделки, при этом подчеркивается, что таким объектом являются и права субъекта собственности.

Субъект собственности - экономически обособленное юридическое или физическое лицо, обладающее конкретным объектом собственности (в данном случае предприятием и всеми его компонентами). Реализуя экономические интересы, субъекты вступают в экономические отношения, в частности по поводу владения, распоряжения и использования принадлежащих им объектов. Таким образом, собственность - это отношения между определенными субъектами по поводу владения, распоряжения и использования конкретного блага. Такое понимание собственности заложено в основу экономических, юридических, организационно-управленческих процессов, в том числе в определение оценки и самой стоимости.

Особый интерес при этом представляет бизнес как процесс получения дохода (собственность, приносящая доход). Основу бизнеса, его неотъемлемую суть составляет капитал в виде факторов производства, а также экономические отношения между субъектами процесса создания дохода.

Бизнес - это конкретная деятельность, организованная в рамках определенной структуры и имеющая главной целью получение прибыли. Капитал является основой, внутренним содержанием процесса создания продукта или услуги с целью получения дохода. Получение дохода - это цель и конечный результат деятельности во многих сферах, отраслях экономики, цель и результат бизнеса. Бизнес имеет свою экономико-организационную форму в виде предприятия. Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать, завещать. Таким образом, бизнес становится объектом сделки, товаром со всеми присущими ему свойствами.

Бизнес как товар обладает полезностью для покупателя. Прежде всего, он должен соответствовать потребности в получении доходов. Как и у любого другого товара, полезность бизнеса осуществляется в пользовании. Следовательно, если бизнес не приносит дохода собственнику, он теряет для него свою полезность и подлежит продаже. В то же время получение дохода, воспроизводство или формирование альтернативного бизнеса, нового предприятия сопровождается определенными затратами.

Бизнес (как и предприятие) обладает всеми признаками товара и может быть объектом купли-продажи. Тем не менее, бизнес - товар особого рода, имеющий специфические особенности, которые определяют определенные принципы, подходы и методы оценки.

Первая особенность: бизнес - товар инвестиционный, т.е. товар, вложения в который осуществляются с целью получения отдачи в будущем. Причем размер ожидаемой прибыли неизвестен и имеет вероятностный характер, поэтому инвестору приходится учитывать риск возможной неудачи. Таким образом, текущая стоимость будущих доходов, которые может получить собственник, представляет собой верхний предел цены со стороны покупателя.

Вторая особенность: бизнес является системой, при этом продаваться могут как система в целом, так и отдельно ее подсистемы и даже элементы (компоненты). В этом случае разрушается его связь с собственным конкретным капиталом, конкретной организационно-экономической формой, и элементы бизнеса становятся основой формирования другой, качественно новой системы. Фактически в таком случае товаром становится не сам бизнес, а отдельные его составляющие.

Третья особенность заключается в том, что потребность в этом товаре (бизнесе) зависит от процессов, которые происходят как внутри самого товара, так и во внешней среде. С одной стороны, нестабильность в обществе приводит бизнес к неустойчивости, с другой - его неустойчивость ведет к дальнейшему наращиванию нестабильности и в самом обществе. Из этого вытекает еще одна особенность бизнеса как товара – постоянная потребность в регулировании его купли-продажи.

Четвертая особенность бизнеса связана с тем, что, учитывая особое значение устойчивости бизнеса для стабильности в обществе в целом, необходимо предусматривать активное участие государства не только в разработке механизма купли-продажи бизнеса и регистрации купли-продажи бизнеса, но и в процессе формирования рыночных цен на бизнес, в его оценке.

Предприятие представляет собой организационно-экономическую форму существования бизнеса. Поэтому названные особенности бизнеса как товара присущи и ему. Но вместе с этим у предприятия есть и свои отличительные черты. Предприятие является объектом гражданских прав и рассматривается как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности (Гражданский кодекс Российской Федерации, статья 132). Предприятие как имущественный комплекс включает все виды имущества, предназначенного для

предпринимательской деятельности: земельные участки, здания и сооружения, машины и оборудование, сырье и продукцию, нематериальные активы, имущественные обязательства.

Оценка предприятия означает определение в денежном выражении стоимости, которая может быть наиболее вероятной продажной ценой и должна отражать оба свойства предприятия как товара, т.е. и его полезность и затраты, необходимые для достижения и реализации этой полезности. Поскольку представление о полезности зависит от конкретных интересов покупателя, то оценщику приходится определять стоимости различных видов (рыночную, страховую, ликвидационную, инвестиционную и т.д.).

Принципиальное значение имеет тот факт, что рыночная оценка не ограничивается учетом лишь одних затрат, связанных с производством товара, она обязательно принимает во внимание и другие экономические факторы: положение предприятия на рынке, фактор времени, риски, уровень конкуренции. Оценщик подходит к определению стоимости с позиций экономической концепции. Данная концепция, в противоположность бухгалтерской, позволяет определить рыночную стоимость предприятия. Она учитывает такие факторы, как время, риск, внешняя конкурентная сфера и внутренние особенности оцениваемого объекта. Согласно такому взгляду на оценку рыночная стоимость любого объекта, порождающей доход, определяется исходя из текущей оценки ожидаемого будущего денежного потока, дисконтированного по величине, отражающей требуемую инвестором норму прибыли при сопоставимых по риску инвестиций.

1.6. Цели оценки предприятия (бизнеса)

В мировой, а сегодня и в российской практике одним из основных быстро развивающихся направлений оценочной деятельности является оценка бизнеса (предприятия).

Следует отметить, что оценка стоимости бизнеса только тогда приобретет существенное значение, когда она станет неотъемлемой частью работы менеджеров компаний по управлению активами, и любое серьезное управленческое решение будет приниматься на основе и с помощью процедур оценки бизнеса. Как правило, главная цель оценки состоит в определении стоимости объекта соответствующего вида, что необходимо клиенту (лицу, заказавшему оценку или заинтересованному в оценке) для принятия решения. В проведении оценочных работ заинтересованы различные стороны - от государственных органов до частных лиц. В оценке бизнеса могут быть заинтересованы контрольно-ревизионные органы, управленческие структуры, кредитные организации, страховые компании, налоговые фирмы и другие организации, частные владельцы бизнеса, инвесторы и т.п.

Цели оценки бизнеса:

- 1) определение направлений повышения эффективности текущего управления предприятием;
- 2) определение стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятий на фондовом рынке;
- 3) определение стоимости предприятия в случае подготовки сделки по его купле-продаже полностью или по частям;
- 4) реструктуризация предприятия, ликвидация предприятия, слияние либо выделение самостоятельных предприятий (это непременно предполагает проведение его рыночной оценки, так как необходимо определить цену покупки или выкупа акций, конвертации, либо величину премии, выплачиваемой акционерам поглощаемой фирмы);
- 5) разработка плана развития предприятия;

б) определение кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании;

7) страхование, в процессе которого возникает необходимость оценить стоимость активов с учетом возможных потерь; налогообложение (при определении налогооблагаемой базы необходимо провести объективную оценку предприятия);

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

10) осуществление инвестиционного проекта развития бизнеса, когда возникает необходимость знать исходную стоимость предприятия в целом, его собственного капитала, активов.

Если же объектом сделки (купли-продажи, кредитования, страхования, аренды или лизинга) является какой-либо элемент имущества предприятия, а также если определяется налог на имущество, в других случаях, то отдельно оценивается каждый компонент (объект): например недвижимость, машины, оборудование, нематериальные активы. В этом случае очевидна тесная связь оценки бизнеса с другими видами оценочной деятельности.

1.7. Принципы оценки имущества (бизнеса), основанные на представлениях пользователя (собственника) имущества

Поскольку в реальной оценке имущества участвует несколько заинтересованных сторон, то и принципы можно подразделить на несколько групп. В группу принципов оценки имущества, основанных на представлениях пользователя (собственника) имущества входят:

Принцип полезности. Всякий объект имущества, подлежащий оценке, обладает стоимостью только в том случае, если он полезен кому-либо (например, инвестору) и может быть использован для выполнения определенных функций и (или) реализации какого-либо интереса.

Принцип замещения. Максимальная стоимость имущества определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретено другое имущество с эквивалентной полезностью. Другими словами, рациональный (типичный) покупатель не станет приобретать данный объект имущества, если на рынке представлен аналогичный объект с такой же полезностью, но с меньшей стоимостью. Далее мы узнаем, что принцип замещения лежит в основе трех основных подходов к оценке стоимости: рыночного (прямого сравнительного), затратного и доходного.

Принцип ожидания. Стоимость объекта имущества, способного приносить доход, определяется текущей (т.е. современной) стоимостью будущих доходов, которые данный объект имущества принесет в будущем. Ожидание - это установление текущей стоимости доходов или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения имуществом. Так как доходы или другие выгоды, связанные с имуществом, носят долговременный характер, то текущая стоимость имущества определяется с ожидаемой полезностью. Принцип ожидания лежит в основе доходного подхода к оценке стоимости имущества.

1.8. Принципы оценки имущества, связанные с эксплуатацией собственности и представлениях производителя

Принцип остаточной продуктивности, который хорошо просматривается на примере земельного участка. Остаточная продуктивность измеряется как остаточный чистый доход, отнесенный к земельному участку, после того как были оплачены затраты на три других (кроме земли) фактора производства - труд, капитал и предпринимательство. Получаемый в результате экономической деятельности доход идет на оплату используемых факторов производства. Относимая к каждому из факторов производства часть дохода представляет собой его цену. Для труда таковой является заработная плата, для капитала - выплаты по процентам, для предпринимательских действий - прибыль, для земли - рента.

Принцип вклада (или принцип эффективности инвестиций) основывается на понятии «вклад». Вклад - это сумма, на которую изменяется стоимость имущества (или чистый доход, приносимый вкладом). Данный принцип заключается в том, что стоимость любого отдельного элемента имущества зависит от величины его вклада в общую стоимость (всего объекта) или размеров уменьшения общей стоимости при отсутствии вклада. Применительно к оценке инвестиционной стоимости имущества данный принцип гласит: доход, полученный в результате инвестиций, должен превышать величину инвестированных средств.

Принцип изменяющейся доходности (убывающей отдачи) используется при оценке имущества совместно с **принципом наилучшего (наиболее эффективного) использования собственности (имущества)**. Данный принцип заключается в том, что по мере добавления элементов (ресурсов) к объекту чистые доходы увеличиваются замедляющимися темпами, т.е. привлекаемые к объекту имущества ресурсы обладают свойством насыщения. Здесь принимается в расчет общий экономический закон убывающей эффективности. Замедление темпов происходит до такой точки, когда прирост стоимости объекта не становится меньше, чем затраты на добавляемые элементы (ресурсы). Поэтому экономически целесообразно привлекать к объекту имущества дополнительные ресурсы до тех пор, пока издержки на привлечение ресурсов не сравняются с доходами от их использования. В принципе изменяющейся доходности проявляется общий для многих процессов (как в обществе, так и в технических отраслях) «эффект насыщения».

Принцип сбалансированности (пропорциональности) определяет максимальную стоимость имущества. В соответствии с этим принципом любому способу использования имущества соответствует оптимальный (сбалансированный) набор факторов использования, при сочетании которых достигается наибольшая доходность используемого имущества. В противном случае стоимость объекта имущества уменьшается.

Принцип оптимальных размеров (величин) применяется в частности, к недвижимому имуществу и гласит: при существующих на данном сегменте рынка имущества тенденциях наибольшим спросом пользуются объекты имущества, обладающие определенной (оптимальной) величиной.

Принцип оптимального разделения и соединения имущественных прав предусматривает, что имущественные права на объект оценки следует разделять или соединять таким образом, чтобы стоимость объекта в итоге достигла максимальной величины. Данный принцип используется совместно с принципом наилучшего (наиболее эффективного) использования собственности (имущества).

1.9. Принципы оценки имущества, связанные с рыночной средой

Принцип спроса и предложения заключается в требовании выявления взаимосвязи между потребностью в объекте имущества и ограниченностью его предложения. Предложение представляет собой количество объектов имущества, имеющихся в наличии у продавцов, по определенным ценам; спрос - количество объектов имущества, желаемых покупателями по определенным ценам. Величина спроса обратно зависима от цены объектов (выше цены - меньше спрос); величина предложения прямо зависит от цены объектов недвижимости (выше цены - выше предложение). Равновесие между спросом и предложением определяет величину цены имущества. Данный принцип является основным в рамках применения сравнительного (рыночного) подхода.

Принцип конкуренции заключается в том, что при определенных рыночных условиях уровень прибыли на данном сегменте рынка превышает уровень, необходимый для оплаты факторов производства, в силу чего обостряется конкуренция. Это, в свою очередь, приводит к снижению среднего уровня доходности по той причине, что повышение доходности на каком-либо сегменте рынка приводит к дополнительному притоку капитала в этот сегмент. Последнее обстоятельство, в свою очередь, усиливает конкуренцию (известный «эффект маятника»). В то же время возникновение жесткой конкуренции приводит к возникновению убытков, что стимулирует отток капитала с данного сегмента рынка. Принцип конкуренции связан с прогнозированием доходов, и, следовательно, применяется в доходном подходе к оценке.

Принцип жизненного цикла (изменения основных свойств имущества). Стоимость имущества обычно не остается постоянной, изменяется с течением времени, и это прямо связано с жизненными циклами объекта имущества. Типичный жизненный цикл объекта состоит из четырех основных этапов: этап выведения объекта имущества на рынок; этап роста (развития); этап зрелости; этап упадка.

Принцип зависимости (внешнего влияния). Стоимость конкретного объекта недвижимого имущества не только подвержена влиянию окружающих объектов, но и сама влияет на стоимость других объектов в данном районе. Местоположение объекта недвижимости и вытекающая из этого взаимосвязь с экономической средой являются одним из основных факторов, влияющих на стоимость недвижимого имущества.

Принцип соответствия показывает на примере недвижимого имущества, в какой мере архитектурный стиль, уровень соответствующих удобств и услуг, предлагаемых к продаже объектов недвижимого имущества, адекватен потребностям и ожиданиям рынка.

Рассмотренные выше принципы оценки имущества направлены на определение стоимости в целях ее наилучшего (оптимального, наиболее вероятного, наиболее эффективного и рационального) использования. Обобщающим концентрирующим в себе принципы всех трех групп, является основополагающий оценочный принцип - **принцип наилучшего использования имущества**. Это использование, выбранное из достаточного числа альтернативных вариантов, рационально оправданных и правомочных, которое юридически допустимо, физически возможно, финансово оправдано, наиболее рентабельно (т.е. дает оптимальные стоимостные результаты, обеспечивает наивысшую текущую стоимость объекта на фактическую дату оценки).

Суждение о наилучшем использовании объекта и является основополагающей предпосылкой его стоимости. Анализ наилучшего использования выполняется путем проверки соответствия рассматриваемых вариантов использования по следующим критериям: **физическая осуществимость использования, правомочность использования, финансовая оправданность использования**. Заключение оценщика о наилучшем использовании объекта оценки исходит, в конечном счете, из всеобъемлющего анализа рынка.

1.10. Критерии и виды стоимости при оценке имущества (бизнеса): степень рыночности

По степени рыночности выделяют **рыночную стоимость и частично рыночную стоимость**.

Согласно Международным Стандартам Оценки **рыночная стоимость** – это расчетная величина, за которую возможен переход имущества из рук в руки в результате коммерческой сделки между добровольным покупателем и добровольным продавцом после адекватного маркетинга при условии, что каждая из сторон действовала компетентно, расчетливо и без принуждения. Это – наиболее вероятная цена, исходящая из ситуации на рынке на конкретную дату, и в последующие периоды она может изменяться.

Естественно, что на практике при оценке стремятся к достижению именно рыночной стоимости, но бывает, что объекты в принципе рыночной стоимостью не обладают. Например, объекты, находящиеся под жестким государственным контролем, не выходящие на массовый открытый конкурентный рынок. Информация о таких объектах бывает либо ограниченной, либо закрытой. В этом случае появляется необходимость определять **частично рыночную стоимость**. Главный признак частично рыночной стоимости – продажа объекта на открытом рынке невозможна. Или объект требует дополнительных затрат, чтобы сравниться объектами аналогичного типа, свободно обращающихся на рынке.

Второй признак частично рыночной стоимости связан с **нормативнорасчитанной стоимостью**, которую определяют на основе методик и нормативов, утвержденных соответствующими органами. Эта стоимость, как правило, отличается от рыночной стоимости, и требует постоянного обновления нормативов для приближения к рыночной стоимости.

1.11. Критерии и виды стоимости при оценке имущества (бизнеса): методология оценки

С точки зрения второго критерия – методологии оценки – определяют **стоимость замещения объекта и стоимость воспроизводства объекта оценки**.

Стоимость замещения – это сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки в рыночных ценах на дату проведения оценки с учетом износа объекта оценки. При этом, как правило, ставится цель создать новый объект, близким по своим функциональным характеристикам объекту аналогу.

Стоимость воспроизводства – это сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату оценки и необходимых для создания объекта, идентичному объекту оценки с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки. При этом воспроизводимый объект обладает тем же моральным (функциональным) износом, который соответствует оцениваемому объекту. Физический износ при этом не учитывается, то есть воспроизводимая копия объекта оценки в физическом отношении считается «новой». Эта стоимость наиболее точно характеризует современную стоимость объекта, она как бы более желательна. Но тут возникают трудности определения стоимости воспроизводства, связанные с быстрыми при сегодняшних темпах НТП изменениями технологий, материалов и т.д.

1.12. Критерии и виды стоимости при оценке имущества (бизнеса): состояние объекта после оценки

Согласно критерию состояния объекта после оценки используют определение двух видов оценки стоимости.

Первый – **стоимость объекта при существующем использовании**, которая определяется исходя из сегодня действующих условий его использования. Предполагается, что объект останется действующим и будет функционировать в той же среде, в той же организационно-правовой форме, что и до оценки.

Второй – **ликвидационная стоимость**, которая определяется для объекта, предназначенного для отчуждения в срок меньший, чем обычный срок эксплуатации аналогичных объектов. Данный вид оценки стоимости возникает в случае банкротства, срочной открытой распродажи на аукционе.

1.13. Критерии и виды стоимости при оценке имущества (бизнеса): цели оценки

С точки зрения этого критерия возникает несколько видов оценок стоимости. **Инвестиционная стоимость**, которая определяется исходя из доходности объекта для конкретного субъекта при заданных инвестиционных целях. Ее отличие от рыночной стоимости заключается в том, что она связана с конкретным проектом и пожеланиями его инвестора. Инвестиционная стоимость определяется так же при реорганизационных мероприятиях и, естественно, во всех инвестиционных проектах. Инвестиционная стоимость жестко привязана к индивидуальным требованиям инвестора. Кроме того, значительные отклонения инвентаризационной стоимости от рыночной могут определяться различиями в подходе к будущей прибыльности, различиями в оценке степени риска, разнообразием (в том числе прогнозируемым) налоговой ситуации, сочетаемостью с другими принадлежащему инвестору объектами и др.

Стоимость для целей налогообложения. Это величина, которая определяется по установленной государственными органами методике, например, по единой шкале налога на имущество. Эта стоимость служит для исчисления налоговой базы.

Утилизационная стоимость равна стоимости объекта оценки по рыночной стоимости материалов его составляющих и затрат на утилизацию. Утилизируемыми материальными активами считаются те, которые достигли полного износа в процессе эксплуатации или при возникновении чрезвычайного события, вследствие чего утратили свою первоначальную стоимость.

Скраповая стоимость тесно связана с утилизационной стоимостью и представляет вторичную стоимость массы материалов, из которых состоит оцениваемый объект. По российскому законодательству скраповая стоимость относится к специальной стоимости.

Специальная стоимость объекта оценки возникает и определяется, когда в договоре об оценке и в нормативном акте оговариваются условия, не отраженные в понятии рыночной или другого вида стоимости, отраженной в стандартах оценки. К этому виду можно с полным основанием отнести страховую, таможенную стоимость.

Эффективная стоимость – стоимость активов, равная большей из двух величин: инвестиционной стоимости активов для данного владельца и стоимости реализации этих активов на рынке.

Из анализа всех критериев подхода и видов стоимости можно сделать вывод: экономическое понятие стоимости выражает реальный взгляд на выгоду, которую имеет собственник данного объекта или покупатель на момент оценки. Основой стоимости любого объекта, в том числе бизнеса, является его полезность.

1.14. Понятие прибыли при оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Стоимость предприятия (бизнеса), зависящая от многих факторов, и, в первую очередь связана доходами и выгодами собственника. При оценке стоимости пользуются различными показателями. Вот некоторые из них: доход от обычных видов деятельности, или выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, услуг; валовая прибыль; прибыль до налогообложения; прибыль от обычной деятельности; чистая прибыль. При оценке стоимости критерий прибыли заключен в выражении: выручка минус издержки. Именно этот здравый смысл закладывается в законодательстве любого государства в

юридическом определении прибыли, как базы для уплаты налога. При этом из издержек исключаются дивиденды, уплачиваемые по акциям, но включаются проценты, выплачиваемые владельцам облигаций.

В соответствии с «Положением по бухгалтерскому учету» доходами организации признается увеличение экономических выгод в результате поступления активов (денежных средств, иного имущества) и (или) погашения обязательств, приводящее к увеличению капитала этой организации, за исключением вкладов участников (собственников имущества).

Показатель чистой прибыли обычно используется при оценке предприятий, в активах которых преобладает быстро изнашивающееся оборудование. Прибыль до налогообложения непременно определяется для предприятий, имеющих налоговые льготы. Наиболее часто используется показатель, показывающий доходы, генерируемые оцениваемым бизнесом, под названием **денежный поток**.

1.15. Понятие денежного потока

Понятие **денежного потока** эквивалентно понятию **денежного дохода**, при этом определить его можно только за определенный период времени (25000 тыс. рублей за 12 месяцев). Принципиально следует отличать денежный поток (подчеркнем, во времени) от самих денег (некий запас на данный момент: на текущем счету по состоянию на 01.01.06. имелось 50 тысяч рублей).

Для расчета денежного дохода (потока) все входящие потоки учитываются со знаком «плюс», а все исходящие – со знаком «минус». Подчеркнем, что для стоимостной оценки имущества предприятия (бизнеса) денежный поток является одним из главных показателей. При этом определяют различные источники денежного дохода, но обязательно учитывают его в **реальных и номинальных ценах**. Современная оценочная практика учитывает: капитальный денежный поток; акционерный денежный поток (денежный поток для собственного капитала); свободный денежный поток (денежный поток для всего инвестируемого капитала).

К основным видам денежных потоков относятся:

1. **CCF (Capital (Cash Flows)** – денежный поток для всего капитала предприятия, который доступен акционерам и кредиторам.
2. **EFF (Equity Flows Flows)** – денежный поток для собственного капитала предприятия, который доступен для акционеров (собственников имущества).
3. **FCF (Free Cash Flows)** – «очищенный» денежный поток, который как и денежный поток **CCF** доступен акционерам и кредиторам предприятия, но не включает налоговые преимущества.

Методика расчета денежного потока: «прибыль предприятия до вычета процентов и налогов» плюс «амортизация основных средств и нематериальных активов (денежные расходы предприятия, возвращаемые в составе выручки)» минус «капвложения предприятия в создание инвестиционных активов» минус «увеличение собственного оборотного капитала предприятия (часть оборотных средств, идущая на финансирование за счет собственных и долгосрочных заемных средств)» минус «фактически уплаченные предприятием налоги (налог на прибыль)».

При расчете фактически уплаченных налогов учитывается величина «налогового щита» (той части расходов, которые выведены из-под налогообложения, в частности, проценты по заемным средствам). Следует подчеркнуть, что денежные доходы (как и ожидания, включая стоимостную оценку бизнеса) имеют временные характеристики, то есть определяются либо на конкретную дату, либо за определенный период времени. В понятие времени в оценочном варианте входят: сегодняшний (текущий), будущий (ожидаемый, перспективный), прошлый (ретроспективный) моменты. В основу этого подхода положено, что сегодняшняя ценность (текущая ценность) объектов оценки собственности (текущее владение) ценнее

будущего. То есть, сегодняшнее приобретение способно принести доход в будущем, иначе оценка с перспективой приобретения бессмысленна. Собственник, получив в свое распоряжение ресурсы сегодня и создав из них капитал или купив действующее предприятие, может увеличить будущие доходы.

1.16. Основные подходы и методы оценки бизнеса

Существует несколько десятков методов оценки стоимости предприятий, обычно группируемых в три классических подхода:

затратный (имущественный), основанный на учете издержек (метод чистых активов, метод ликвидационной стоимости); **доходный**, основанный на учете доходов (метод прямой капитализации, метод дисконтирования денежного потока) и **сравнительный (рыночный)** подход, основанный на сопоставлении объектов (метод рынка капитала (компаний-аналога), метод отраслевых коэффициентов, метод сделок).

Для получения корректного результата по оценке необходимо производить расчет стоимости бизнеса с использованием всех трех классических подходов. В случае, если это требование не выполняется, то результаты оценки будут некорректными с силу следующих обстоятельств.

Проведение процедуры оценки только методами в рамках затратного подхода позволяет оценить эти затраты преимущественно на создание предприятия (бизнеса). Поэтому в этом случае игнорируются возможности приобретения будущих доходов от бизнеса при его продаже.

Проведение оценки бизнеса только методами оценки будущих доходов (в рамках доходного подхода) также может быть ошибочным, неточным в связи с тем, что, когда инвестор производит финансовые вложения в предприятие, то при подведении финансового результата своих инвестиций он, как правило, не учитывает те расходы, которые были произведены для достижения этого финансового результата.

Оценка бизнеса на основании сравнительного подхода, без применения остальных подходов, также некорректна, поскольку необходим учет как затрат на создание бизнеса, так и будущих доходов от оцениваемого бизнеса.

Принимая во внимание все вышесказанное, следует считать правильной при проведении работ по оценке предприятия (бизнеса) такую технологию оценочной деятельности, при которой используется весь арсенал подходов способов оценки. Каждый из подходов имеет свои положительные и отрицательные свойства, отражает стоимость предприятия с разных точек зрения.

Для выбора целесообразного для каждого конкретного случая оценки подхода на первом этапе необходимо:

- 1.определить цель, ради которой проводится оценка;
- 2.обосновать используемый стандарт стоимости, который зависит от целей оценки и, в конечном счете, определяет выбор методов оценки (например, если инвестора интересует прежде всего инвестиционная стоимость, то он, соответственно, отдаст предпочтение доходному подходу);
- 3.определить ту долю собственности, которая подлежит оценке (например, одни методы оценки целесообразно использовать только при оценке контрольных пакетов акций предприятия, а другие – при оценке неконтрольных пакетов);
4. определить объем доступной информации: если оценщик не имеет достаточного количества данных по сопоставимым компаниям, то он не сможет использовать рыночный подход; если же

оценщик не обладает информацией о денежных потоках, то, соответственно, нельзя использовать доходный подход.

На втором этапе выбора методов оценки важен анализ как отраслевых факторов, так и факторов на уровне компании. Отраслевые факторы анализируются по следующим параметрам: перспективы развития отрасли, прошлая и ожидаемая доходность в отрасли, степень отраслевого риска. Факторы на уровне предприятия должны отражать темпы роста доходов оцениваемого предприятия, кинетику его финансовых показателей, зависимость от покупателей и поставщиков. Следует отметить, что выбор методов оценки в большей степени зависит от характеристик оцениваемого предприятия, а не от отраслевых параметров.

На третьем этапе выбора методов оценки стоимости предприятия оценщику необходимо определить, какие использовать методы: а) основанные на анализе активов (метод стоимости чистых активов, метод ликвидационной стоимости); б) основанные на анализе доходов (метод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации доходов, метод избыточных прибылей); в) оценочные мультипликаторы (цена/прибыль, цена/денежный поток, цена/дивидендные выплаты).

Первую группу методов целесообразно использовать, когда доходы предприятия не поддаются точному прогнозу, но при этом оно обладает значительными материальными и финансовыми активами (ликвидными ценными бумагами, инвестициями в недвижимость), или предприятие во многом зависит от контрактов, или отсутствует постоянная предсказуемая клиентура.

Вторую группу методов целесообразно использовать, когда текущие и будущие доходы предприятия могут быть достоверно определены, либо когда активы предприятия преимущественно состоят из машин, оборудования, готовой продукции, либо когда предприятие имеет устойчивый спрос на свою продукцию.

На четвертом этапе оценщик определяет степень достаточности и качество информации по сопоставимым предприятиям. Если оценщику доступна информация по необходимому числу сопоставимых компаний, то он рассчитывает мультипликаторы и использует их в методе рынка капитала и методе сделок. В противном случае оценщик проводит оценку, используя методы, основанные на анализе доходов, а сравнительный подход не используется, и оценка проводится методами капитализации доходов, избыточных прибылей или дисконтированных денежных потоков.

На пятом этапе выбора методов оценки оценщик должен определить кинетику будущих доходов и сравнить ее с текущими доходами. Если будущие доходы предприятия будут существенно отличаться от текущих и, кроме этого, год от года, то целесообразно использовать метод дисконтированных денежных потоков.

На шестом этапе выбора методов оценки (если используются методы, основанные на анализе активов) оценщик должен определить, является ли предприятие действующим или же стоит вопрос о его ликвидации. В первом случае следует использовать метод чистых активов, во втором - метод ликвидационной стоимости.

1.17. Рыночный (сравнительный) подход к оценке имущества (бизнеса): информационная база оценки

рыночный (сравнительный) подход к оценке имущества основывается на сборе и анализе информации о ценах недавних сделок купли-продажи объектов, аналогичных оцениваемому объекту или сходных с ним по каким-либо характеристикам. Такой анализ состоит из четырех основных этапов:

- 1) сбор информации об аналогах объекта оценки и их стоимости;
- 2) анализ достоверности и применимости информации;

- 3) расчет стоимости объекта имущества и оценка точности полученного результата;
- 4) подготовка заключения о стоимости оцениваемого объекта (составление отчета об оценке).

Сбор нужной информации о ценах реальных сделок - трудная проблема для оценщика. Если для одних сегментов рынка такая информация является открытой и общедоступной, то для других доступ к информации существенно ограничен, а для третьих такой информации может не быть совсем либо объем такой информации недостаточен. Только в том случае, когда оценщик уверен, что в его распоряжении находятся действительные данные о реальных сделках, он может использовать их в своем анализе и при последующих расчетах стоимости оцениваемого объекта. При этом необходимо учитывать, что в реальной практике стороны, участвующие в сделке, часто по различным причинам скрывают истинную цену сделки, стараясь занижить или, в некоторых случаях, завысить эту величину. Данные о стоимости объекта, предоставляемые, например, бюро технической инвентаризации, которые являются обязательным условием сделки с недвижимым имуществом, также не отражают действительного положения, ибо при определении текущей (т.е. приведенной к дате оценки имущества) стоимости объекта, не учитывается полностью рыночная инфраструктура.

Изложенные выше частные принципы оценки имущества выливаются, в конечном счете, в **обобщающий оценочный принцип наилучшего использования**, как концептуальную основу оценки стоимости для всех подходов к оценке имущества.

Необходимо, чтобы исходная информация, которую использует оценщик, соответствовала следующим основным критериям:

- стороны, участвующие в сделке, имеют достаточное представление о данном сегменте рынка;
- стороны сделки не связаны между собой какими-либо отношениями, которые могут повлиять на цену сделки;
- данные о цене сделки получены от лица, не заинтересованного в ее искажении.

Однако необходимо сделать следующую оговорку: если информация о ценах возможных или реальных сделок не соответствует перечисленным критериям, то это еще не значит, что она не может быть использована.

1.18. Рыночный (сравнительный) подход к оценке имущества (бизнеса): использование валового рентного множителя в сравнительном подходе к оценке имущества

Валовой рентный множитель - отношение стоимости имущества к валовому доходу, приносимому за счет использования этого имущества. Это – не только потенциальный валовой доход, который объект имущества теоретически способен приносить при 100%-ном использовании, но так же и действительный валовой доход, который реально приносит объект имущества с учетом неполного использования и иных естественных потерь.

Например, инвестор, занимающийся ресторанным бизнесом, будет вкладывать средства в приобретение конкретного ресторана только тогда, когда соотношение вложенных средств и дохода будет примерно таким же, как и для других таких объектов. При этом не важно - на десять или на сто мест данный ресторан. С течением времени для каждого вида недвижимости (кроме той, которая вообще не способна приносить доход) складывается соответствующее значение валового рентного множителя. Следовательно, если оценщику известен валовой годовой доход от оцениваемого объекта и значение валового рентного множителя, то, умножив одно на другое, он может получить стоимость объекта недвижимости.

Оценка валового годового дохода может быть получена из анализа функционирования оцениваемого объекта до момента оценки или из анализа доходности аналогичных объектов, а численное значение валового рентного множителя оценщик может получить, сопоставляя цены продаж аналогичных объектов и их доходность.

Формула расчета стоимости имущества с использованием валового рентного множителя имеет вид:

$$C = ВД \times ВРМ, \text{ где}$$

C - стоимость объекта имущества; **ВД** - валовой доход; **ВРМ** - валовой рентный множитель.

Недостаток метода использования валового рентного множителя заключается в том, что он не учитывает операционные расходы, то есть расходы на обеспечение функционирования объекта, а так же возможные потери конкретного объекта в сборе поступающих платежей (например, арендной платы, если речь идет о недвижимом имуществе), а также различие в рисках вложения капитала в сопоставимые объекты.

Преимущества метода. Во-первых, использование этого метода позволяет оценщику оперативно получить приближенную оценку стоимости объекта имущества, а также спрогнозировать в среднем доходность имущества того или другого вида.

Во-вторых, поскольку значение валового рентного множителя уже включает в себя различия сопоставимых объектов (например, для имущества, потребительская ценность которого меньше, то меньше, соответственно, и его рыночная стоимость и поступающие платежи), постольку величину показателя не нужно корректировать в зависимости от различий оцениваемого и сопоставимых объектов.

Итог - суть рыночного подхода к оценке имущества, как анализа информации о недавних сделках купли-продажи объектов, заключается в том, что можно ориентироваться на объекты, по своим характеристикам близких к оцениваемому. Но при этом, исследуя различия между оцениваемым объектом и сопоставимыми с ним, оценщик должен внести соответствующие поправки в цены сопоставимых, проверить качество полученной информации, сделать окончательный вывод о стоимости оцениваемого объекта и точности своего вывода.

1.19. Рыночный (сравнительный) подход к оценке имущества (бизнеса): метод сравнения продаж

Метод сравнения продаж основан на прямом сравнении оцениваемого объекта с другими подобными ему объектами (объектами-аналогами), которые были недавно проданы при условии наличия достоверных данных. В основе этого метода лежат: принцип спроса и предложения; принцип замещения; принцип пропорциональности; принцип зависимости (внешнего влияния).

Для тех объектов, которые часто продаются и покупаются, метод сравнения продаж является наиболее приемлемым.

Преимущества метода сравнения продаж: он наиболее прост, статистически обоснован, при этом допускается применение методов корректировки величин стоимости объектов-аналогов. С его помощью обеспечивается получение данных для применения в других подходах к оценке имущества.

Недостатки метода сравнения продаж: требует присутствия активно развитого сегмента рынка имущества данного вида; сравнительные данные не всегда доступны; требует внесения большого количества поправок (корректировок), которые могут оказывать влияние на достоверность результатов; основан на прошлых событиях; не принимаются в расчет будущие ожидания.

1.20. Затратный подход к оценке стоимости имущества: область применения

Затратный подход к оценке стоимости имущества (рассмотрим на примере строительства здания) основан на предположении о том, что затраты на строительство и затраты на приобретение участка, его подготовку к строительству являются приемлемым ориентиром при определении стоимости недвижимого имущества.

Однако следует учитывать, что затраты на создание объекта не всегда являются эквивалентом его рыночной стоимости (практически никогда не совпадают), поэтому сфера применения затратного подхода в достаточной степени специфична.

Область применения затратного подхода к оценке имущества в соответствии с «Законом об оценочной деятельности» принципиально не ограничивается, но в практике профессиональных оценщиков применяется в тех случаях, когда оценка объекта затруднена из-за отсутствия достаточной информации для применения других подходов (рыночного или доходного). Он более пригоден для оценки специализированных зданий (школ, больниц, вокзалов, сооружений инженерной и коммуникационной инфраструктуры и т.п.), так как такие объекты, как правило, не способны приносить доход, а информация об их продажах отсутствует.

Затратный подход широко используется при страховании, так как страховая сумма, страховой взнос, страховое возмещение исходят из затрат страхователя. При исчислении установленных законодательством налогов и сборов и при переоценке основных фондов предприятий нет лучшего, чем затратный, подход.

1.21. Затратный подход к оценке стоимости имущества: учет износа имущества

В рамках затратного подхода рассчитывают величину износа имущества, как разницу между затратами на воспроизводство (или замещение) объекта на дату оценки и текущей стоимостью улучшений. Износ начинается с момента создания имущества и продолжается в течение всего времени его использования до самого окончания срока службы.

Термины «износ» и «амортизация» часто употребляются как синонимы, однако необходимо иметь в виду, что их смысл, вкладываемый оценщиками, отличается от того смысла, который эти термины имеют в бухгалтерской отчетности (регулярные денежные отчисления на восстановление различных частей имущества).

Износ имущества подразделяется на устранимый и неустранимый. Под это понятие вкладывается экономическая целесообразность проведения работ по устранению износа и его последствий, а не в физический смысл, как возможность или невозможность провести конкретные ремонтные работы с имуществом. **Устранимым износ** считается в том случае, если затраты на исправление дефектов меньше, чем увеличение стоимости объекта, вызванное этими исправлениями. **Неустранимым** является **износ**, затраты на исправление которого превосходят увеличение стоимости объекта.

С понятием «износ» тесно связано понятие «возраст» объекта недвижимости.

Различают: **хронологический (физический, фактический) возраст** - продолжительность существования объекта с момента создания имущества до момента оценки этого объекта; **эффективный (экономический) возраст**, который численно равен хронологическому возрасту, умноженному на коэффициент, значение которого определяется величиной износа объекта. Если значение этого коэффициента больше единицы, износ объекта превышает нормальный; меньше единицы - ниже нормального; нормальный износ - некоторый средний износ, типичный для объектов сходного типа.

Типичный срок экономической жизни объекта недвижимости - некоторое среднее значение интервала времени, в течение которого имущество данного вида может использоваться в соответствии с его целевым назначением и удовлетворять требованиям, предъявляемым к его основным характеристикам

(доходность, потребительские свойства и др.). Величина типичного срока экономической жизни может быть определена на основании достаточного числа статистических данных.

Физический износ (физическое ухудшение) имущества отражает изменение физических свойств со временем. Для недвижимого имущества износ данного вида соответствует расходам, которые включают все необходимые расходы по текущему ремонту, которые добросовестный собственник недвижимости должен выполнить на дату оценки для максимизации прибыли (или минимизации убытков) в том случае, если недвижимость продается. Если восстановленные элементы вносят вклад в увеличение рыночной стоимости объекта и такое увеличение покрывает издержки на их восстановление, то износ следует считать устранимым. Таким образом, мерой устранимого физического износа являются издержки восстановления. Неустраняемый физический износ – позитивные, приносящие увеличение стоимости, изменения свойств имущества невозможны.

Функциональный износ (функциональное, или моральное, устаревание) может возникать из-за того, что функциональное назначение объекта, его частей не в полной мере соответствуют современным требованиям потребителей.

Внешний износ (экономическое устаревание) - это снижение стоимости объекта, вызванное внешними факторами, главным образом экономического или политического характера. В числе таких факторов: изменения в законодательстве; нестабильность политики государства; изменение транспортных систем, занятости населения данного региона, экономической ситуации; изменение природных условий; конкуренция на соответствующем сегменте рынка. Перечень факторов, которые могут вызвать внешний износ объекта, является достаточно большим, поэтому в конкретном случае оценки объекта нужно отбирать и анализировать факторы, оказывающие наибольшее влияние на стоимость объекта, а также обосновывать их влияние на стоимость объекта.

В оценке имущества известны три основных метода, применяемых для определения меры износа: метод разбиения на компоненты; метод срока жизни; метод экстракции, или рыночный метод.

На основе использования **метода разбиения** (речь идет о разбиении имущества на отдельные, отличающиеся по какому-либо признаку элементы) определяется износ имущества трех видов - физический, функциональный (моральный) и внешний (экономический). Износ каждого вида определяется отдельно расчетным путем или путем визуальной экспертной оценки. Физический износ определяется в процентах путем внешнего осмотра и последующего анализа различных компонентов объекта оценки. Затем определяется суммарный (накопленный) физический износ. Величина увеличения стоимости объекта имущества, соответствующая устранимому функциональному износу имущества, численно равна разности между стоимостью объекта на дату оценки с обновленными элементами взамен устаревших (изношенных) и стоимостью объекта без этих обновленных элементов. Неустраняемый функциональный износ можно рассчитать, используя процедуру капитализации потерь арендной платы (вызванных функциональным износом), т.е. как величину потерь от арендной платы при сдаче в аренду данного имущества, умноженных на валовой рентный множитель арендной платы, характерный для имущества данного вида, сдаваемого в аренду.

1.22. Сущность доходного подхода к оценке имущества (бизнеса)

Доходный подход к оценке имущества основывается на определении прогнозируемого дохода от использования имущества. Вкладывая собственные, заемные и привлеченные средства, например, в объект недвижимого имущества, инвестор ожидает получение прибыли и рассчитывает на возврат

вложенных в объект средств. Возврат средств может быть единовременным, например, в момент перепродажи, или распределенным во времени, когда основная сумма, вложенная в объект, возвращается периодическими поступлениями в течение определенного времени. Если инвестор привлекает заемные средства, то он должен обеспечить выплату основной суммы кредита и процентов по нему. **Значение всех ожидаемых денежных потоков (обусловленных будущими доходами) в данный момент определяет текущую стоимость объекта оценки.**

При использовании доходного подхода применяются математические методы расчетов стоимости денег и изменения стоимости денег во времени. В рамках доходного подхода основное значение имеет **пересчет будущих денежных поступлений в их нынешнюю (текущую) стоимость.** Такой пересчет называется **дисконтированием**, а соответствующая процентная ставка - **ставкой дисконта**. Основной величиной, используемой в рамках доходного подхода, является доход разных уровней. Вот несколько из них:

потенциальный валовой доход - максимальный доход, который способен приносить собственнику имущества объект недвижимости в рамках сложившейся на данном сегменте рынка реальной ситуации;
действительный валовой доход - доход, приносимый объектом недвижимости с учетом реальных потерь, затрат и неполученных по разным причинам компонентов доходов;

чистый операционный доход - это та часть действительного валового дохода, которая остается после оплаты всех операционных расходов. Именно чистый операционный доход остается в распоряжении собственника имущества и определяет его (имущества) доходность, а, следовательно, и стоимость этого имущества. К **операционным расходам** относятся условно-постоянные и условно-переменные расходы, а также резерв на замещение.

К **условно-постоянным расходам** относятся такие, размер которых не зависит от степени интенсивности использования объекта (например, коммунальные платежи, арендная плата за землю, абонентская плата за использование телефоном и др.). К **условно-переменным расходам** относятся расходы, размер которых зависит от степени интенсивности использования объекта (например, охрана объекта, затраты на управление объектом, плата за междугородние переговоры, плата за электроэнергию и др.). Резервом на замещение являются средства, необходимые для осуществления в будущем дополнительных инвестиций в объект недвижимости с целью сохранения стабильного уровня доходов (например, создание резерва на проведение капитального ремонта, замену сантехнического оборудования). Не следует относить к операционным расходам амортизационные отчисления, поскольку они являются одним из компонентов капитала собственника имущества.

1.23. Доходный подход к оценке имущества: метод прямой (линейной) капитализации

Если ежегодный доход от использования имущества в течение определенного времени поддается корректному прогнозу и не ожидается его значительных отклонений от прогнозируемого постоянного значения, то для капитализации дохода в стоимость имущества применяется метод прямой (линейной) капитализации по формуле:

$$C = \text{ЧОД} / K,$$

где **C** - стоимость объекта имущества; **ЧОД** - доход (чистый операционный доход); **K** - коэффициент капитализации дохода.

Коэффициент капитализации в этой ситуации учитывает доход на капитал и возврат капитала. Основной

смысл формулы состоит в том, что для многих видов имущества за достаточно продолжительный период времени сложилось устойчивое соотношение стоимости и приносимого дохода. Например, приобретая типовое кафе, покупатель (будущий собственник имущества) будет стремиться иметь на вложенные средства доход не меньший, чем приносит кафе на соседней улице. Так как однотипных объектов достаточно много (магазины, ателье, парикмахерские, прачечные, бензозаправочные станции и т.д.), то использование формулы прямой капитализации дохода для определения стоимости позволяет достаточно просто оценивать стоимость имущества (бизнеса) по известному доходу, а также прогнозировать доход при известной стоимости.

Коэффициент капитализации (**К**) может быть определен как отношение чистого операционного дохода, приносимого объектом имущества, к стоимости объекта имущества.

Коэффициент капитализации, в отличие от другого коэффициента - валового рентного множителя - основан не на учете валового дохода, а на учете чистого операционного дохода (**ЧОД**), который остается после вычета из действительного валового дохода всех операционных расходов, т.е. тех расходов, которые необходимы на содержание и обслуживание объекта имущества.

Коэффициент капитализации **К** по определению есть следующая величина:

$$K = \text{ЧОД} / C', \text{ где}$$

C' - стоимость объекта имущества; **ЧОД'** - чистый операционный доход, соответствующий этому объекту.

Две приведенные выше формулы в алгебраическом отношении являются тождественными, однако, это равенство только видимое, поскольку при построении второй формулы для определения коэффициента капитализации предполагается, что величина стоимости имущества, входящая в эту формулу должна быть определена на основании другого метода, отличного от метода прямой (линейной) капитализации.

Имея те же преимущества, что и валовой рентный множитель, коэффициент капитализации более чувствителен к операционным издержкам, значение которых может отличаться для различных объектов недвижимости. Например, операционные расходы на содержание простой открытой автозаправочной станции и аналогичной АЗС, но освещенной и крытой, с магазином и охраной, могут достаточно ощутимо отличаться друг от друга. Если для первой значение действительного валового дохода будет близко к значению чистого операционного дохода, то для второй, вследствие необходимых расходов на эксплуатацию, обустройство, охрану, освещение, транспорт и прочее, чистый операционный доход будет значительно меньше действительного валового дохода. Следует заметить, что иногда налоги на недвижимость относят к операционным расходам. Данный подход можно считать оправданным в странах с давно сложившейся налоговой системой, когда ставка налога на недвижимость общеизвестна и неизменна в течение многих лет. Но даже и в этом случае включение налогов на недвижимость в число операционных расходов не является вполне корректным.

Во-первых, операционные расходы - это, по своей сути, затраты на содержание и функционирование объекта, следовательно, величина таких расходов должна определяться свойствами самого объекта (его целевым назначением). Размеры же налогов устанавливаются государством в целом и к конкретному объекту недвижимости прямого отношения не имеют.

Во-вторых, обычно налоги на недвижимое имущество исчисляются как установленная законом доля его стоимости, поэтому при оценке недвижимого имущества следует исходить из того, что величина налога уже известна до определения окончательной величины стоимости, что не вполне корректно.

В-третьих, в условиях города установление налогов на недвижимое имущество может являться составным компонентом проводимой городскими властями экономической политики по развитию деятельности какого-либо вида или каких-либо видов предпринимательства. В этом случае размер налога для двух объектов недвижимого имущества (например, зданий, близких по физическим параметрам и далеких по осуществляемой в здании деятельности) может значительно различаться, что приведет к существенному отличию в определении величины операционных расходов. Из этого следует, что сама суть и природа операционных расходов и налогов существенным образом различны, что делает некорректным включение величины уплачиваемых налогов в состав операционных расходов.

1.24. Доходный подход к оценке имущества: определение коэффициента капитализации

Исходной информацией для определения величины коэффициента капитализации является рынок аналогичных объектов, существующие условия кредитования под залог недвижимого имущества и его страхования, макроэкономические оценки риска тех или иных инвестиций. Окончательное решение оценщика о конкретном значении коэффициента капитализации должно основываться на опыте оценщика, математических расчетах, а также на интуиции оценщика.

Коэффициент капитализации - составная величина, основными компонентами (слагаемыми) которого являются процентная ставка (обеспечивающая доход на капитал) и ставка (норма) возврата капитала (обеспечивающая возврат основной суммы). Величина ставки возврата капитала зависит от времени, в течение которого капитал должен быть возвращен, или от условий продажи объекта по истечении определенного времени с учетом поправки на изменение стоимости объекта.

Известны несколько математических методов расчета коэффициента капитализации. Наиболее известным и часто применяемым является метод суммирования (кумулятивного построения), при котором процентная ставка может быть разбита на четыре компонента: безрисковая ставка; компенсация за риск; компенсация за низкую ликвидность; компенсация за управление инвестициями.

Безрисковая ставка - ставка процента, установленная по финансовым обязательствам, гарантированным государством. Применительно к российским условиям в качестве такого обязательства можно считать облигации внутреннего валютного займа, а в качестве характеристики ставки можно использовать эффективную доходность облигаций внутреннего валютного займа,

Компенсация за риск, которая в отличие от безрисковых вложений в другие виды инвестиций в имущество, подвергнута риску, связанному с возможностью утраты или порчи этого имущества, с политической ситуацией, с изменением законодательства.

Компенсация за низкую ликвидность связана, например с тем, что в отличие от движимого имущества продажа объекта недвижимого имущества может занять значительное время и потребовать дополнительных усилий. Для недвижимого имущества некоторых видов (например, старинное строение) поиск покупателя может растянуться на месяцы, годы, что также должно быть учтено при ее оценке.

Слагаемое, учитывающее необходимую компенсацию за управление инвестициями, возникает в некоторых случаях при использовании имущества, в особенности недвижимого имущества, что требует привлечения дополнительных финансовых ресурсов, определенных организационных усилий и может рассматриваться как дополнительный риск.

1.25. Доходный подход к оценке имущества: метод дисконтирования денежных потоков

Процедура прямой капитализации доходов применима при достаточно регулярных поступлениях денежных средств. В реальной практике при оценке имущества оценщику при использовании доходного

подхода оценки недвижимого имущества (и любого другого имущества) часто приходится учитывать сложные денежные потоки. Так, использование кредита может сопровождаться возможностью кредитного учреждения изменять процентные ставки по кредиту и условия его выплаты. Кроме этого, денежные потоки (как положительные, так и отрицательные) от использования самой недвижимости могут существенно зависеть от внешних условий, изменяющихся во времени. Например, производя оценку гостиницы в городе, в котором постоянно проводится кинофестиваль, необходимо учитывать то, что в дни проведения фестиваля загрузка рассматриваемой гостиницы (и других гостиниц в городе) будет полной (артисты, режиссеры, поклонники), при этом цены за номер могут существенно подняться. Величина дохода от использования гостиницы в период проведения кинофестиваля может в несколько раз превышать величину доходов от ее использования в остальное время.

Неблагоприятное экологическое состояние окружающей среды, нестабильность политической обстановки в стране, криминальная обстановка в регионе и другие факторы также могут значительно изменить (уменьшить) поток дохода от использования объекта недвижимого имущества.

Расчет стоимости недвижимого имущества на основе доходного подхода должен учитывать как прогнозируемые отклонения от некоторой средней величины в денежных потоках, так и возможное изменение процентных ставок, а, следовательно, и изменение коэффициента капитализации. Только в случае, когда ситуация на некотором сегменте рынка достаточно стабильна, коэффициент капитализации в течение прогнозного интервала времени можно считать постоянным. Вышесказанное – аргумент в пользу того, чтобы использовать метод дисконтирования для неравномерных денежных потоков.

В методе дисконтирования денежных потоков стоимость объекта имущества определяется суммированием денежных потоков, полученных в каждом из периодов и приведенных к текущему моменту при помощи ставки дисконта. Стоимость (имеется в виду текущая стоимость, приведенная к определенной дате) объекта имущества рассчитывается по формуле, основанной на суммировании дисконтированных денежных величин, соответствующих различным периодам их получения

$$C = PV = \sum_{n=1}^N \frac{FV_n}{(1+r)^n}$$

где PV - текущая стоимость суммарного денежного потока за N периодов (стоимость объекта оценки); n - порядковый номер периода получения денежного потока; FV_n - денежный поток в n -ый период - будущая стоимость; r - ставка дисконта.

1.26. Доходный подход к оценке имущества: схема использования метода дисконтированных денежных потоков

Использование метода дисконтирования денежных потоков производится по ниже приведенной схеме.

Составление прогноза и моделирование денежных потоков (величин)

на весь период функционирования оцениваемого объекта (на так называемый прогнозный период).

Определение реверсионной стоимости - размера выручки от перепродажи объекта в конце периода владения (в конце прогнозного периода).

Определение ставки дисконта.

Дисконтирование денежных потоков и реверсионной (возвратной) стоимости в текущую стоимость объекта оценки (на дату оценки).

Итак, подводя итог, можно установить, что ставка дисконта - коэффициент, используемый для расчета текущей стоимости денежной суммы, получаемой или выплачиваемой в будущем. Когда оценивается

объект недвижимости или предприятие в целом, ставка дисконта, по существу, представляет собой норму рентабельности вложений капитала, достижения которой ожидает инвестор при принятии решения о приобретении будущих доходов с учетом риска их получения. Для прогнозирования чистого дохода риск может рассматриваться как вероятность или степень осуществления прогнозных оценок реализации проекта.

Существует три основных метода определения ставки дисконта (нормы прибыли).

Метод рыночной экстракции (метод выделения) основан на анализе норм прибыли, получаемых владельцами сопоставимых объектов. Данный метод является самым надежным, но для его использования необходима достоверная информация о большом количестве реальных сделок.

Метод кумулятивного построения предполагает определение ставки дисконтирования на основе последовательного учета большого числа составляющих, отражающих в той или иной мере риски, присущие оцениваемому объекту. Обычно расчет начинают с безрисковой ставки, к которой добавляются дополнительные риски, отражающие премии инвестора за вложения в рискованные активы. Способы нахождения, состав и количественные характеристики этих составляющих различны у каждого исследователя, что позволяет субъективно варьировать значение ставки произвольным образом в широких пределах, а это значительно снижает достоверность результата.

В методе модели цены капитальных вложений используют для определения необходимой нормы дохода три компонента: безрисковую норму дохода, рыночную премию за риск и коэффициент В (относительный уровень специфических рисков рассматриваемого проекта по сравнению со среднерыночным). Этот метод основан на том, что инвестору необходим дополнительный доход, превышающий возможный доход от полностью застрахованных от риска ценных бумаг. Дополнительный доход является компенсацией инвестору за вложения в рискованные активы. По существу, этот метод основан на анализе рынка ценных бумаг и может давать достаточно объективные результаты для ставки дисконтирования, применяемой для оценки инвестиционных проектов, сравнимых с вложениями в ликвидные акции обществ открытого типа. В свою очередь, метод кумулятивного построения и метод модели цены капитальных вложений основаны на использовании метода экспертных оценок. Отличаются они разным количеством учитываемых факторов при опросе экспертов.

Для российских условий, по мнению ряда экспертов, более надежным является метод модели цены капитальных вложений. Однако использование этого метода в условиях активного денежно-кредитного регулирования экономики России вызывает много проблем, поскольку рынок имущества в силу своей инертности не успевает быстро реагировать на изменение банковских ставок или на изменение доходности ценных бумаг.

Самым надежным и доказательным из перечисленных выше методов является метод рыночной экстракции (выделения), поскольку он отражает процессы, непосредственно происходящие на рынке имущества.

Преимущества метода дисконтированных денежных потоков заключаются в следующем: это - учет динамики сегмента рынка; возможность учета неравномерности структуры доходов и расходов; применимость в тех случаях, когда доход и рынок нестабильны. К недостаткам метода дисконтированных денежных потоков можно отнести вероятностные ошибки в прогнозировании доходов и расходов, в построении ставки дисконта.

1.27. Доходный подход к оценке имущества: структура и содержание отчета об оценке имущества

Отчет об оценке объекта имущества (объекта оценки) является заключительным этапом работы оценщика по оценке конкретного объекта и свидетельствует о надлежащем исполнении оценщиком своих

профессиональных обязанностей, возложенных на него договором. Отчет должен быть своевременно составлен, оформлен в письменной форме и передан заказчику.

Законодательством не предусмотрены строгие структура и содержание отчета об оценке объекта оценки, однако в отчете непременно должны быть отражены:

1. дата составления отчета и его порядковый номер (по нумерации оценщика);
2. основание для проведения оценщиком оценки объекта;
3. юридический адрес оценщика и сведения о выданной ему лицензии на осуществление оценочной деятельности по данному виду имущества;
4. точное описание объекта оценки, при этом в отношении объекта оценки, который принадлежит юридическому лицу, необходимо указать реквизиты этого юридического лица и балансовую стоимость данного объекта оценки;
5. стандарты и правила проведения оценки для определения стоимости соответствующего вида, обоснование их использования, перечень использованных при проведении оценки данного объекта данных с указанием источников их получения, а также принятые оценщиком допущения;
6. последовательность определения расчета рыночной или иной стоимости объекта оценки и ее конечная величина, выраженная в рублях;
7. ограничения и пределы применения полученного оценщиком результата;
8. перечень документов и иных источников информации, использованных оценщиком для определения качественных и количественных характеристик объекта оценки;
9. дата определения стоимости объекта оценки (как правило, дата составления отчета не совпадает с датой определения стоимости объекта и следует за ней);
10. иные сведения, являющиеся, по мнению оценщика-составителя отчета, существенными для полноты отражения примененных им методов расчета стоимости данного конкретного объекта;
10. подпись оценщика и его печать.

Если в составлении отчета об оценке имущества принимали участие разные оценщики, отчет подписывается каждым из них, при этом указывается та часть работы по оценке, которую выполнил конкретный оценщик.

К общим требованиям, предъявляемым к содержанию отчета об оценке имущества, относится то, что отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение.

Содержание отчета об оценке в течение срока, определенного договором об оценке, не подлежит разглашению оценщиком в той части, которая касается конфиденциальной информации, полученной от заказчика в ходе проведения оценки объекта оценки, за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации. В случаях, предусмотренных законодательством РФ, оценщик обязан предоставлять информацию, содержащуюся в хранящемся у него отчете об оценке, правоохранительным, судебным и иным специально уполномоченным государственным органам по их официальным законным требованиям.

1.28. Затратный подход к оценке бизнеса: метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости

Рыночная стоимость предприятия на основе **метода чистых активов** определяется в соответствии с формулой:

$$СК = А - О, \text{ где}$$

СК - рыночная стоимость собственного капитала; **А** - рыночная стоимость активов предприятия; **О** - текущая рыночная стоимость его обязательств (долгов). Активы - денежные средства, дебиторская задолженность, товарно-материальные запасы, другие текущие активы (за вычетом износа). Обязательства - кредиторская задолженность, долгосрочная задолженность, коммерческие расходы. Анализируя дебиторскую задолженность, необходимо выявить просроченную задолженность, сомнительные векселя и т.д.

Расчет текущей стоимости активов осуществляется методом накопления активов с помощью данных баланса предприятия, скорректированных на последнюю отчетную дату. Проводится проверка и корректировка счетов баланса, рассчитываются рыночная стоимость основных фондов, текущая стоимость или стоимость замещения остальных активов.

Для оценки предприятия **методом чистых активов** определяют рыночную стоимость всех его активов - материальных (земли, зданий, оборудования, запасов), финансовых и нематериальных. Всегда нужно иметь в виду, что для оценки недвижимости предприятия (земли, зданий и сооружений) в рамках оценки всего бизнеса на основе затратного подхода возможно (и целесообразно) использование всех трех традиционных подходов оценки - затратного, доходного и рыночного (сравнительного). Алгоритм этих действий таков. Затратный подход к оценке важного компонента бизнеса – недвижимости - сводится к следующему. Сначала определяют затраты на строительство зданий и сооружений. После этого из них вычитается соответствующая величина, связанная с учетом их физического, морального и внешнего износа. Доходный подход к оценке недвижимости основан на капитализации или дисконтировании прибыли, которая будет получена в случае сдачи недвижимости в аренду. Результат по данному методу включает и стоимость здания, и стоимость земельного участка. Определение рыночной стоимости объекта недвижимости на основе рыночного подхода базируется на сравнении уже проданных сопоставимых объектов с учетом корректировки цен их продажи с выявлением различий между сопоставимыми и оцениваемыми объектами.

Оценка машин и оборудования осуществляется с помощью затратного и рыночного подхода при использовании методов с учетом износа. Товарно-материальные запасы и готовая продукция обычно оцениваются по себестоимости, при этом устаревшие запасы списываются. Оценка запасов может основываться на ожидаемой цене их продажи за вычетом издержек на продажу (включая прибыль предпринимателя).

Важнейшая группа, которая оценивается в рамках метода чистых активов, - финансовые активы. К ним относятся дебиторская задолженность, финансовые вложения в ценные бумаги, расходы будущих периодов. Дебиторская задолженность обычно оценивается с учетом анализа сроков ее возникновения и погашения. Просроченная задолженность частично или полностью списывается. Суммы к получению дисконтируются, то есть приводятся к текущей стоимости. Ценные бумаги обычно оцениваются по их рыночной цене, а расходы будущих периодов - по номинальной стоимости, если еще существует связанная с ними выгода. Однако, как показывает практика, при оценке предприятия, находящегося в условиях нестабильности, расходы будущих периодов могут не учитываться в качестве реального актива.

Далее определяется рыночная стоимость нематериальных активов, к которым относятся права на товарные знаки, изобретения, промышленные образцы и другие результаты интеллектуальной деятельности, ноу-хау, гудвилл и др. Заметим здесь, что реальные и эффективно используемые нематериальные активы должны обеспечивать предприятию доходность выше среднеотраслевых показателей.

Если предприятие получает стабильные высокие прибыли, его доходность на активы (или собственный капитал) выше средней, в результате чего стоимость бизнеса, рассчитанная на основе ожидаемых прибылей или денежных потоков, превышает стоимость его материальных активов. Это значит, что в этом случае предприятие обладает положительным «гудвиллом» (имеется в виду, что у него есть активы, не поддающиеся материальному измерению). Для оценки «гудвилла» в мировой оценочной практике используется метод избыточных прибылей.

Определив рыночную стоимость материальных активов, рассчитывают прибыль, полученную компанией на материальные активы с учетом среднеотраслевых показателей: произведение средней доходности по отрасли на активы (или на собственный капитал). Это же позволит определить и величину активов. Зная прибыль от операционной деятельности и прибыль, которая приходится на материальные активы с учетом среднеотраслевых показателей, определяют избыточную прибыль и, разделив ее на соответствующий коэффициент капитализации, определяют стоимость «гудвилла».

Сложив рыночную стоимость материальных, финансовых и нематериальных активов, можно определить рыночную стоимость всех активов предприятия. Покупатель не будет оплачивать текущие и долгосрочные обязательства предприятия, если для нахождения величины собственного капитала из совокупных активов не вычесть стоимость обязательств, что и определит текущей стоимости с учетом сроков их наступления с помощью процедуры дисконтирования. Величина собственного капитала, полученная таким образом, определяет рыночную стоимость предприятия методом чистых активов. Данный показатель отражает сумму альтернативных инвестиций, необходимых для создания или приобретения на рынке аналогичного имущественного комплекса, обладающего такой же полезностью, как и оцениваемый, за вычетом затрат, связанных с погашением долгосрочных и краткосрочных финансовых обязательств. Описанный метод дает представление о сумме денежных средств, которая может быть получена собственниками предприятия в случае его упорядоченной ликвидации и распродажи имущества в сроки, определенные характерными периодами экспозиции имущества на рынке с учетом степени ликвидности активов различных групп.

Метод ликвидационной стоимости позволяет определить, сколько денежных средств останется после продажи активов и выплаты долгов с учетом максимально сокращенных сроков продажи активов. Именно это и позволит установить ликвидационную стоимость. Она меньше скорректированной стоимости чистых активов на величину ликвидационных издержек, к которым относятся: комиссионные по продаже бизнеса, расходы на реализацию товарных запасов, на сбор дебиторской задолженности, на увольнение персонала. Цена реализации предприятия (или его части) в случае быстрой продажи обычно бывает существенно ниже нормальной рыночной цены по причине стесненных условий продажи. Метод ликвидационной стоимости отражает ту денежную сумму, которая может быть получена в случае вынужденной реализации имущества предприятия в кратчайшие сроки, которые существенно меньше, чем длительность рыночной экспозиции.

1.29. Реализации затратного подхода к оценке бизнеса при помощи метода чистых активов

Приведем пример реализации затратного подхода к оценке бизнеса при помощи метода чистых активов некоторого предприятия NNN. Данный пример представим в виде таблицы 1.

Таблица 1

**Оценка рыночной стоимости предприятия NNN
на основе расчета чистых активов с корректировкой статей
баланса для оценки (тыс. руб.)**

Показатели	Стр. баланса	Балансовая стоимость	Корректировка
Активы			
Нематериальные активы	110	400	0,25
Основные средства	120	6 000	2,0
Незавершенное строительство	130	2 250	0,4
Долгосрочные финансовые активы	140	-	
Прочие внеоборотные активы	150		
Запасы	210	16 000	0,5
Дебиторская задолженность	230+240	30 000	0,6
Краткосрочные финансовые вложения	250	100	0,9
Денежные средства	260	210	1
Прочие оборотные активы	270		
Итого активов		44 960	
Пассивы			
Целевые финансовые	450		
Заемные средства	510+610		
Кредиторская задолженность	620	28 000	1
Расчеты по дивидендам	630		
Резервы предстоящих расходов	650		
Прочие краткосрочные пассивы	660		
Итого пассивов		28 000	1
Чистые активы		16 960	
Земля (право аренды), тыс. руб.		6000	1
Итого: стоимость чистых активов, тыс. руб.		22 960	

Корректировка статей баланса сводится к умножению на числовой коэффициент, определяемый экспертным путем, при этом следует иметь в виду, что денежные средства не корректируются (коэффициент корректировки равен единице). Как следует из таблицы, рыночная стоимость предприятия на основе расчета его чистых активов составляет 17 300 тыс. руб. Отметим, что абсолютные денежные величины, их соотношения и коэффициенты корректировки, приведенные в таблице, близки к реальным.

1.30. Сравнительный (рыночный) подход к оценке бизнеса

Теоретической основой сравнительного (рыночного) подхода к оценке предприятия является предположение о том, что стоимость предприятия возможно определить, используя сравнительный анализ цен на аналогичные предприятия при их продаже на данном сегменте рынка. Инвестор руководствуется принципом альтернативных инвестиций, согласно которому средства вкладываются в проект с наибольшей доходностью при одинаковых объемах вложений и уровнях риска. Оценка рыночным подходом предполагает использование в качестве ориентира стоимости величины цен реальных сделок

купли-продажи, сформированных рынком. Оценка основана на предположении о том, что в сопоставимых компаниях соотношения между ценой продажи и финансовыми параметрами, влияющими на доходность, достаточно близки. Различают три метода оценки бизнеса в рамках использования сравнительного подхода: **метод рынка капитала (метод компании-аналога)**; метод сделок; **метод отраслевых коэффициентов**.

Метод рынка капитала (метод компании-аналога) основывается на использовании цен сделок с единичными акциями, сформированных открытым рынком. Базой для сравнения является цена акции акционерных обществ открытого типа, акции которых обладают достаточной ликвидностью. Этот метод применяется для оценки миноритарных (с меньшими долями) пакетов акций.

Опираясь на данные о стоимости активов, прибыли или денежного потока оцениваемого предприятия, его стоимость определяют по аналогии с соотношением этих показателей и цен на акции у сходных (принадлежащих к той же отрасли) предприятий. На базе информации о сходных фирмах рассчитываются так называемые мультипликаторы (коэффициенты): **«цена/чистая балансовая стоимость»**, **«цена/чистая прибыль»**, **«цена/денежный поток»**. Эти мультипликаторы представляют собой отношение цены акций сходных предприятий, соответственно, к чистой балансовой стоимости, прибыли или денежному потоку. При этом мультипликатор «цена/чистая прибыль» можно рассчитывать применительно как к балансовой прибыли, так и к прибыли после налогообложения либо до налогообложения, но непременно после уплаты процентов по кредитам.

Такие показатели могут рассчитываться как за период, так и по последним опубликованным показателям финансовых результатов деятельности компании-аналога.

Алгоритм **метода рынка капитала** сводится к следующему. Сначала формируется список компаний-аналогов, акции которых котируются на фондовом рынке, с учетом отраслевой принадлежности, размера компании, структуры капитала, рынков сбыта и закупок, стадии жизненного цикла предприятия, территориальной принадлежности и т.д. Зарегистрированная (иногда говорят - наблюдаемая) на фондовом рынке стоимость (**Ран**) одной акции компании-аналога умножается на количество ее акций, находящихся в обращении (**N обр.**), т.е. учитываемых фондовым рынком, и получаем рыночную стоимость компании-аналога (**Цан**).

По компании-аналогу составляются ценовые мультипликаторы типа «цена/прибыль», «цена/прибыль до процентов и налогов», «цена/прибыль до налогов», «цена/чистая прибыль», «цена/денежный поток» «цена/чистая балансовая стоимость», где «цена» - это рыночная стоимость компании-аналога (**Цан**)

Вычисляется оценочная стоимость (**Цок**) оцениваемой компании, которая представляет произведение одного из полученных для компании-аналога ценовых соотношений на соответствующую ему базу.

Идея данного метода сводится к тому, что, определяя рыночную стоимость предприятия, еще не подтвержденную рынком, ее оценивают по аналогии с рыночной стоимостью котируемых на фондовом рынке аналогичных предприятий, по которым выявились устойчивые соотношения, характеризуемые мультипликаторами.

Если для оцениваемой компании не удастся подобрать одного наилучшего аналога, то в целях повышения точности итоговой оценки рекомендуется работать с показателем «цена/прибыль» нескольких компаний-аналогов, внесенных в список на первом этапе. При большом количестве аналогов различия между каждым из них и оцениваемой компанией в определенной степени компенсируются. Если не удастся найти сведений о коэффициентах «цена/прибыль» компаний-аналогов, то предварительную оценку

можно провести, используя более часто встречающиеся в специализированных изданиях коэффициент «цена/выручка».

Метод сделок предполагает использование информации об условиях сделок с контрольными или стопроцентными пакетами акций предприятий, сопоставимых с оцениваемыми. Этот метод аналогичен методу компании-аналога, но подразумевает расчет и использование мультипликаторов, которые рассчитаны по ценам акций в составе фактически продававшихся контрольных пакетов сходных фирм. При этом можно использовать стоимость одной акции компании-аналога, зафиксированной при продаже не контрольного, а настолько крупного пакета акций, что их приобретение дает возможность получения существенной доли контроля над компанией-аналогом.

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

Особенностью сравнительного подхода к оценке собственности является ориентация итоговой величины стоимости, с одной стороны, на рыночные цены купли-продажи акций, принадлежащих сходным компаниям, с другой стороны, на фактически достигнутые финансовые результаты. При этом особое внимание уделяется следующим моментам: критериям отбора сходных предприятий; характеристике важнейших ценовых мультипликаторов и специфике их использования в оценочной практике; основным этапам формирования итоговой величины стоимости; выбору величин мультипликаторов; взвешиванию промежуточных результатов; внесению поправок.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий. В данном случае цена определяется рынком, так как оценщик ограничивается только корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оцениваемым объектом. При использовании других подходов оценщик определяет стоимость предприятия на основе расчетов.

Сравнительный подход основывается на прошлой и текущей информации и, следовательно, отражает фактически достигнутые результаты производственно-финансовой деятельности предприятия, в то время как доходный подход ориентирован на прогнозы - информацию о будущих доходах. Достоинством сравнительного подхода является реальное отражение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку цена фактически совершенной сделки максимально учитывает реальную ситуацию на рынке. Вместе с тем сравнительный подход имеет ряд существенных недостатков, ограничивающих его использование в оценочной практике. Во-первых, базой для расчета являются достигнутые в прошлом финансовые результаты. Следовательно, метод не рассматривает перспективы развития предприятия. Во-вторых, использование сравнительного подхода возможно только при наличии доступной разносторонней финансовой информации, как по оцениваемому предприятию, так и по большому числу предприятий, отобранных оценщиком в качестве аналогов. Получение дополнительной информации от предприятий-аналогов является сложным процессом.

Таким образом, возможность применения сравнительного подхода зависит от наличия активного рынка, поскольку этот подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках - это первое условие. Второе условие - открытость рынка или доступность финансовой информации, необходимой оценщику. Третьим условием является наличие служб, накапливающих и обрабатывающих соответствующую финансовую информацию.

В сложившихся в России условиях сложно пока говорить о широком рынке ценных бумаг, удостоверяющих долю в собственности компании. Реально известны котировки акций небольшого количества крупных предприятий-монополистов. Кроме того, информация по большинству сделок купли-

продажи акций значительно искажена, сделки часто происходят в нерыночных условиях, например, обусловлены нетипичными обстоятельствами, когда ликвидность акций большинства российских предприятий недостаточна. В силу сказанного корректное применение сравнительного (рыночного) подхода сегодня в российской оценочной практике чаще всего ограничено.

1.31. Доходный подход к оценке бизнеса: метод прямой капитализации

Доходный подход основывается на предположении, согласно которому потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес более величины текущей стоимости будущих доходов, которые способен принести этот бизнес (в данном случае реализуется оценочный принцип замещения).

Для оценки предприятий на основе доходного подхода в оценочной практике используют два метода - метод прямой капитализации дохода и метод дисконтирования денежных потоков.

Метод прямой капитализации применяют, если будущие доходы предприятия характеризуются стабильными и предсказуемыми темпами роста, причем доходы являются значительными положительными величинами, т.е. бизнес будет стабильно развиваться. Суть этого метода заключается в определении величины ежегодных доходов и соответствующей этим доходам ставки капитализации, на основе которых рассчитывается рыночная стоимость собственного капитала предприятия - как отношение ежегодных доходов к ставке капитализации. Сущность данного метода выражается соотношением: стоимость собственного капитала предприятия = чистая прибыль/коэффициент капитализации:

$$C = N01/k, \text{ где}$$

N01 - чистая прибыль, *k* - коэффициент капитализации чистой прибыли.

С математической точки зрения коэффициент капитализации - это делитель, который используется для преобразования величины прибыли или денежного потока в денежную величину стоимости бизнеса. При известных величинах ставки дисконтирования (*r*) и темпа роста прибыли или денежного потока (*g*) коэффициент (*k*) капитализации может быть определен по формуле:

$$k = r - g.$$

Пока в условиях нестабильной экономической ситуации в России применение метода прямой капитализации представляется некорректным, так как необходимые изменения в операционной, инвестиционной и финансовой сферах деятельности предприятия определяются неравномерностью потоков дохода.

1.30. Особенности применения метода прямой капитализации в оценке бизнеса

Метод прямой капитализации применяется в тех случаях, когда имеется достаточное количество данных для оценки дохода, а доход с недвижимости является стабильным или, по крайней мере, ожидается, что текущие денежные доходы приблизительно будут равны будущим или темпы их роста умеренны. Это касается, например, объектов с постоянной арендной платой на многие годы вперед.

В силу того, что текущая стоимость будущих доходов чрезвычайно чувствительна к изменениям коэффициента капитализации, то для корректного использования необходимы обоснованные данные о его величине, основанные на рыночной информации.

Основное преимущество этого метода — простота расчетов. Другое преимущество состоит в том, что метод прямой капитализации, в конечном счете, способен непосредственно отражать рыночную конъюнктуру.

Это связано с тем, что при его применении, как правило, необходимо рассмотрение достаточно большого числа рыночных сделок и проведение их анализа в плане сопоставления дохода и стоимости. Вместе с тем метод прямой капитализации не следует применять в случаях, когда отсутствует достаточная информация о рыночных сделках, когда предприятие не вышло на режим стабильных доходов, или бизнес требует реструктуризации, антикризисного управления.

Практическое применение метода капитализации в оценке бизнеса предусматривает следующие основные этапы:

1. проведение анализа финансовой отчетности, ее нормализация и трансформация (при необходимости).
2. выбор денежной величины, которая будет капитализирована;
3. расчет адекватной ставки капитализации;
4. определение предварительной величины стоимости;
5. проведение поправок на контрольный или неконтрольный характер оцениваемой доли, а также на недостаток ликвидности (если они необходимы).

При применении этого метода возникает две проблемы: во-первых, с определением чистого дохода предприятия, во-вторых, с выбором ставки капитализации. При расчете чистого дохода важно правильно выбрать период времени, за который производятся расчеты. Это могут быть данные о доходах нескольких периодов в прошлом и прогнозе доходов на ближайшее будущее.

В качестве капитализируемой денежной величины может выступать либо чистая прибыль после уплаты налогов, либо прибыль до уплаты налогов, либо величина денежного потока. В большинстве случаев на практике в качестве капитализируемой величины выбирается прибыль последнего отчетного года.

1.32. Метод дисконтирования денежных потоков в оценке бизнеса

Способность предприятия приносить доход считается одним из важных показателей в оценке полного права собственности на предприятие. В большинстве случаев финансовый анализ показывает, что потоки доходов от бизнеса неравномерны, поэтому оценку рыночной стоимости бизнеса целесообразно проводить методом дисконтирования денежных потоков. Метод дисконтирования денежных потоков позволяет в большей степени, чем метод прямой капитализации, учесть особенности развития предприятия и тем самым более точно спрогнозировать будущее предприятия.

Метод дисконтирования денежных потоков предполагает анализ доходов предприятия за определенный прогнозный период, установление тенденций развития и расчет стоимости предприятия за пределами этого периода, и, как результат, приведение всех будущих доходов к текущей стоимости.

Основными этапами этого метода являются:

1. выбор модели денежного потока (денежный поток для собственного или для всего инвестированного капитала, номинальный или реальный);
2. определение длительности прогнозного периода;
3. анализ и прогнозирование валовых доходов;
4. анализ и прогнозирование валовых расходов;
5. анализ и прогнозирование инвестиций;
6. выбор и обоснование ставки дисконтирования;
7. расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода;
8. расчет стоимости в постпрогнозный период на основе определения дохода, который будет получен в постпрогнозный период (расчет остаточной стоимости бизнеса);
9. расчет текущей стоимости будущих денежных потоков (дисконтирование) в прогнозный и

постпрогнозный период как результат расчета текущей стоимости бизнеса.

Денежный поток определяется как величина денежных средств, доступных инвесторам или собственникам компании после налогообложения, удовлетворения всех потребностей компании в финансировании, инвестициях и в собственных оборотных средствах. Различают номинальный и реальный денежный поток в зависимости от учета инфляционных ожиданий. В зависимости от целей оценки может быть использован денежный поток для всего инвестированного капитала, который рассчитывается на основе чистой прибыли, исключая затраты на выплату процентов без учета изменений кредиторской задолженности и затрат по обслуживанию долга. Кроме этого, для оценки бизнеса в рамках метода дисконтирования денежного потока может быть использован денежный поток для собственного (акционерного) капитала. Выбор того или иного вида денежного потока в дальнейшем отражается как на способе расчета величины денежного потока, так и на подходе к определению уровня ставки дисконта.

В реальной оценочной практике для целей исследования предприятия в условиях нестабильности рынка (и в случаях с незначительной долей долгосрочных заемных средств в структуре пассива) в основу проводимых расчетов по оценке бизнеса следует выбирать денежный поток для собственного капитала.

Денежный поток для собственного (акционерного) капитала рассчитывается на основе чистой прибыли по следующей схеме: **прибыль после уплаты налогов + амортизационные отчисления + (-) уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала + (-) уменьшение (прирост) инвестиций в основные средства + (-) прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности.**

Дисконтирование величины денежного потока для собственного капитала позволяет непосредственно рассчитать рыночную стоимость собственного капитала компании. Изменения в долговых обязательствах в составе денежного потока охватывают приток кредитных ресурсов и обслуживание кредитов с учетом временной неравномерности поступления денежных средств, выплаты процентов и основной суммы согласно кредитному договору. Денежный поток учитывает потребности в собственных оборотных средствах предприятия, которые характеризуют сумму денежных средств, которую необходимо удерживать из денежного потока для финансирования инвестиций в счета дебиторов и товарно-материальные запасы по мере расширения объемов производства. Собственные оборотные средства определяются как разница между текущими активами и текущими обязательствами. Капитальные вложения в составе денежного потока учитывают необходимость расширения производственных мощностей, замены существующих активов по мере их износа и устаревания.

1.33. Определение длительности прогнозного периода

Согласно методу дисконтирования денежных потоков стоимость предприятия основывается на будущих денежных потоках, поэтому важно определить длительность прогнозного периода. При оценке бизнеса методом дисконтированного денежного потока весь срок прогнозируемой деятельности предприятия следует разделить на два периода: прогнозный и постпрогнозный.

Высокий уровень риска, характеризующий российский рынок, делает неоправданным рассмотрение слишком длительного периода в качестве прогнозного. С другой стороны, прогнозный период должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста денежных потоков не стабилизируются, после чего наступает остаточный период - постпрогнозный. Под постпрогнозным периодом понимается этап развития предприятия, когда объемы производства и сбыта стабилизируются, а изменения в себестоимости относительно невелики.

В связи с изменчивостью деловой среды, отсутствием планов развития на большинстве предприятий, а также из-за отсутствия долгосрочных отраслевых прогнозов приходится сокращать период

прогнозирования, а в качестве темпов роста предприятия в постпрогнозном периоде использовать прогнозируемые темпы роста экономики в целом и накладывать на них ограничения, связанные с конкретным предприятием. Чем более продолжителен прогнозный период, тем сложнее прогнозировать конкретные величины выручки, расходов, темпов инфляции, потоков денежных средств. В странах с развитой рыночной экономикой прогнозный период составляет 5-10 лет, в странах с переходной экономикой (к которым относится и Российская Федерация) допустимо сокращение прогнозного периода до 3-4 лет.

1.34. Анализ и прогнозирование валовых доходов и расходов

Анализ валовых доходов и подготовка прогноза валовых доходов предполагает учет следующих факторов:

1. ретроспективные темпы роста объемов реализации предприятия;
2. спрос и ожидаемая динамика цен на продукцию;
3. общеэкономические перспективы и перспективы в отрасли с учетом конкуренции;
4. долгосрочные темпы роста в остаточный период.

Сначала в ходе анализа расходов учитываются взаимозависимости и тенденции прошлых лет, соотношение постоянных и переменных издержек, инфляционные ожидания для каждой категории издержек. Изучаются и исключаются единовременные и чрезвычайные статьи расходов, которые в дальнейшем могут не потребоваться.

Затем проводят анализ инвестиций, который включает три компонента: собственные оборотные средства, капиталовложения, потребности в финансировании. Анализ собственных оборотных средств предполагает определение суммы начального собственного оборотного капитала и дополнительных величин, необходимых для финансирования будущего роста предприятия. Анализ капиталовложений - определение инвестиций, необходимых для замены существующих активов по мере их износа, приобретения или строительства для увеличения производственных мощностей в будущем. Анализ потребностей в финансировании и инвестициях предполагает изучение процессов получения и погашения долгосрочных кредитов, выпуск акций, облигаций и т.д.

На следующем этапе производится расчет денежного потока для каждого года прогнозного периода. После подготовки прогнозов доходов и расходов, потребностей в собственных оборотных средствах, капиталовложениях и финансировании можно рассчитать будущие денежные потоки на весь прогнозный период на основе модели денежного потока для собственного капитала.

1.35. Расчет ставки дисконтирования методом дисконтирования денежных потоков

Ставка дисконтирования используется для определения суммы, которую заплатил бы инвестор сегодня (текущая стоимость) за право присвоения будущих денежных потоков. С математической точки зрения ставка дисконта - процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей (сегодняшней) стоимости бизнеса. В терминах оценки бизнеса ставка дисконтирования - это ставка дохода, которую потребовал бы инвестор при покупке потока ожидаемых выгод (например, будущих денежных потоков) с учетом уровня риска получения этих выгод, другими словами - это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Существуют два основных метода расчета ставки дисконтирования для собственного капитала: модель оценки капитальных активов и метод кумулятивного построения.

В рамках метода, основанного на **модели оценки капитальных активов** (CAPM - Capital Asset Pricing Model), ставка дисконтирования определяется по следующему математическому соотношению:

$$r = r_F + b (r_M - r_F) + r_R, \text{ где}$$

r - требуемая инвестором ставка дохода на собственный капитал (ставка дисконтирования); r_F - безрисковая ставка дохода; b - коэффициент, являющийся мерой систематического риска, определяемого политическими и макроэкономическими процессами, происходящими в стране, так называемый бета-коэффициент; r_M - доходность данного сегмента рынка в целом (среднерыночная доходность портфеля ценных бумаг); r_R - компонент, учитывающий различного рода риски для конкретного предприятия (премия за риск).

Наиболее распространенной в оценочной практике является аддитивная модель - модель кумулятивного построения. **Модель аддитивного кумулятивного построения ставки дисконта** состоит в том, что к номинальной безрисковой ставке ссудного процента добавляются премии в качестве компенсации за отдельные «несистематические», относящиеся именно к данному предприятию, риски. Таким образом, метод кумулятивного построения предусматривает расчет ставки дисконтирования по следующей формуле

$$r = r_F + \beta(r_M - r_F) + r_R$$

Здесь r_F - безрисковая ставка дохода; $r_{R,K}$ - компонент, учитывающий различного рода риски (премия за риск); K - число учитываемых факторов риска.

Обычно в числе факторов риска инвестирования, выделяемых в рамках метода кумулятивного построения ставки дисконта, оценивают следующие риски:

- 1) недостаточная диверсификация рынков сбыта предприятия;
- 2) недостаточная диверсификация источников приобретения ресурсов;
- 3) контракты, заключаемые предприятием для реализации своих продуктов, включая риски недобросовестности, неплатежеспособности, а также юридической недееспособности контрагентов по контрактам;
- 4) недостаточный набор источников финансирования (особенно в случаях несформированного надлежащим образом амортизационного фонда и его неполного использования как важнейшего источника самофинансирования);
- 5) недооценка важности привлеченных средств, финансового лизинга и других прогрессивных схем финансирования;
- 6) финансовая неустойчивость предприятия (риски недостаточного обеспечения оборота собственными оборотными средствами, недостаточного покрытия краткосрочной задолженности оборотом и т.п.).

В современной западной (американской и европейской) оценочной практике за величину безрисковой ставки дисконтирования принимают текущую доходность долгосрочных казначейских облигаций. Большинство российских исследователей и практиков-специалистов склоняются к мнению, что в качестве базовой (безрисковой) ставки целесообразно использовать ставку доходности российских еврооблигаций, при этом срок действия еврооблигаций выбранного типа должен соответствовать длительности прогнозного периода.

В качестве основного метода определения поправок к базовой (безрисковой) ставке используется метод экспертных оценок. Средние премии за отдельные риски в развитых странах достигают в некоторых случаях 50-60% номинальной безрисковой ставки. В российских условиях соответствующие премии за риски (поправки к базовой ставке) могут быть значительно увеличены.

Экспертная оценка премий за риск инвестирования в конкретное предприятие производится на основании таблицы 2.

Таблица 2

**Система экспертных оценок премий за риск инвестирования
в конкретное предприятие**

Вид риска	Интервал	Факторы, учитываемые при оценке величины риска
Качество управления, наличие ключевой фигуры глубина уровень	0-5%	Степень зависимости управления от ключевой фигуры; наличие (или отсутствие) кадрового состава, в том числе управленческого, а также резерва компании
Размер предприятия	0-5%	Крупное (среднее, мелкое) предприятие; положение на рынке с позиции предложения: конкурентное или монопольное
Финансовая структура, (источники финансирования) фи-	0-5%	Соответствие норме (или среднему уровню по отрасли) доли заемных средств в совокупном капитале компании
Территориальная и товарная диверсификация	0-5%	Ассортимент продукции (широкий или узкий); размер и вид рынка сбыта (внешний, региональный, местный)
Диверсификация клиентуры компании	0-5%	Положение на рынке с позиции спроса: количество покупателей продукции
Прибыль: норма, уровень и ретроспективная прогнозируемость	0-5%	Наличие (отсутствие) информации о компании за последние три-пять лет для расчетов прогнозирования
Прочие риски	0-5%	Наличие (отсутствие) других рисков, непосредственно связанных с характером деятельности данного предприятия

Изучение факторов по риску каждого вида и определение его диапазона (величины) следует проводить на комплексной основе, при помощи различных методов. Если в отношении одного из факторов риска выявлены все возможные признаки, то величину данного риска следует принимать равной верхней границе интервала (5%). Если ни один из признаков фактора риска не выявлен, то его значение следует принимать равным нижней границе интервала (0%). Если установлена лишь часть признаков фактора риска, то окончательная оценка величины конкретного риска производится в зависимости от характера влияния данного признака на значение фактора риска.

Для всего инвестированного капитала в рамках решения задачи расчета ставки дисконтирования применяется модель средневзвешенной стоимости капитала (**WACC - Weighted Average Cost of Capital**).

Средневзвешенная стоимость капитала (ставка дисконтирования для всего инвестированного капитала) вычисляется по формуле:

$$WACC = r_s \times w_s + r_p \times w_p + r_D \times w_D \times (1 - t_c)$$

Здесь r_s - стоимость собственного капитала, стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции); w_s - доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия; r_p - стоимость привлеченного капитала, стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции); w_p - доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия; r_D - стоимость заемного капитала, стоимость привлечения кредитов; w_D - доля заемного капитала в структуре капитала предприятия; t_c - ставка налога на прибыль предприятия.

Искомая ставка дисконтирования, которая представляет собой ставку дохода для определения текущей стоимости будущих доходов, должна соответствовать применяемому денежному потоку. Следует учитывать, что для реального (очищенного от инфляционной составляющей) денежного потока применяется реальная ставка дисконтирования. Для номинального (учитывающего инфляционные ожидания) денежного потока используют номинальную ставку дисконтирования. Для денежного потока собственного капитала рассчитывается ставка дисконтирования для собственного капитала. Для денежного потока инвестированного капитала используют ставку дисконтирования, определяемую на средневзвешенную стоимость капитала.

Если используется реальный денежный поток, то ставка дисконта, учитывающая инфляционную составляющую, должна быть скорректирована на величину инфляции по модели Фишера либо используют в расчетах номинальный денежный поток.

Переход от номинальной ставки дисконтирования к реальной ставке по модели Фишера осуществляется по формуле: $rR = (rN - i) : (1+i)$, где i - индекс инфляции.

В качестве комментария к формуле Фишера следует сказать, что ставка дисконтирования и индекс инфляции должны относиться к одинаковым по длительности периодам, например год, квартал или месяц.

2. ОЦЕНКА ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ НА ПРИМЕРЕ БАНКОВСКОГО БИЗНЕСА

2.1. Основания для проведения оценки стоимости банка

Среди финансовых институтов, функционирующих на российском рынке, банки отличаются множеством специфических черт, связанных с правовой системой и особенностями данного бизнеса. Это:

- жесткая регламентация и надзор за деятельностью со стороны Центрального банка РФ;
- низкий уровень собственного капитала и высокий удельный вес заемных средств;
- высокая степень концентрации рисков на балансе банка;
- порядок ведения бухгалтерского учета;
- сложность в совершении и оформлении ряда операций (например, операций с производными инструментами и др.).

Банки предоставляют обществу специфический продукт — деньги, действуя по принципу: подешевле приобретают в одном месте и подороже продают в другом. Операции на рынке проводятся в основном за счет заемных средств. Однако стремление управляющих банками достичь высокого уровня рентабельности активов и капитала при незначительном участии в операциях собственных средств приводит к высокой степени концентрации рисков на балансе кредитов участвующих организаций и физических лиц.

Центральный банк РФ предъявляет к коммерческим банкам требования достаточности капитала с учетом тех рисков, которые конкретный банк принимает на себя. Такое требование является оправданным в силу того, что кредиторы и инвесторы банка - физические и юридические лица - рискуют наравне с банком. Более того, они нередко становятся заложниками политики управляющих и слабо защищены.

Вместе с тем, надзорные органы выделяют и признают ряд признаков устойчивости коммерческого банка при успешной деятельности:

- достаточный уровень капитала;
 - ликвидный баланс;
 - платежеспособность;
 - удовлетворение требованиям по качеству капитала;
 - умеренный риск.

Приведенный перечень свидетельствует о том, что два из пяти признаков устойчивости «привязаны» к показателям капитала банка. При этом одной из важнейших функций капитала выступает защитная, т.е. функция снижения риска. Она проявляется в том, что капитал становится буфером, способным поглотить убытки; обеспечивает доступ к рынкам и защищает кредиторов (вкладчиков) от проблем ликвидности из-за оттока депозитов; сдерживает рост активов и ограничивает риск.

В процессе слияний, поглощений, финансового оздоровления, реструктуризации и ликвидации кредитных организаций возникает потребность в проведении оценки стоимости банка. Это назревает тогда, когда например, идет активизация процессов концентрации банковского капитала для решения внутренних проблем банка. В этой связи менеджмент ставит задачу добиться определенных количественных и качественных характеристик, при этом потребность в оценке возникает как со стороны присоединяющей кредитной организации или объединяющихся банков, так и со стороны органов надзора, ответственного за стабильное развитие банковской системы. Одна из главных задач в сегодняшней России - банковская система должна пополняться финансово устойчивыми кредитными организациями. Собственники банка также заинтересованы в проведении оценки для установления реальной стоимости акций, которыми они владеют. Они должны быть уверены в обоснованной конвертации в своих акций в ценные бумаги нового или присоединяющего банка.

Естественно, что неудовлетворительное ведение банковской деятельности отдельными кредитными организациями требует оценки их стоимости для принятия более взвешенных решений по поводу возможности их финансового оздоровления, а также оценки реальности планов санации. В процессе реструктуризации кредитных организаций, которая должна проводиться под контролем Агентства по реструктуризации кредитных организаций (АРКО), необходимым условием принятия решения агентством также является оценка стоимости банка как единого объекта, так и его подразделений, отдельных активов в случае возникновения потребности их продажи.

При принятии в суде решений о ликвидации кредитной организации обязательно проводится оценка стоимости активов, выручка от продажи которых будет направлена на удовлетворение требований кредиторов.

Во всех перечисленных случаях речь идет об оценке стоимости банковского бизнеса, либо отдельных его элементов. Это связано с тем, что владелец предприятия (банка) имеет право продать его, заложить, застраховать. Следовательно, предприятие в целом, либо его структурные единицы, отдельные активы могут стать объектом сделки, т.е. товаром со всеми присущими ему свойствами.

Учитывая, что существуют, с одной стороны, объективные причины формирования рынка банков, отдельных активов вследствие неспособности некоторых кредитных организаций продолжать свою

деятельность, а с другой стороны, стремление ряда банков реализовать определенные стратегические намерения (нарастить объем операций, повысить уровень капитализации, завоевать новые рынки и др.), возникает потребность в исследовании их стоимости.

2.2. Понятие стоимости для кредитной организации: потребительная стоимость

В процессе слияний и поглощений банк как объект для покупателя (эквайера) следует рассматривать в качестве товара. Известно, что товар обладает двумя свойствами: потребительной стоимостью и стоимостью.

Потребительная стоимость заключается в способности продукта труда удовлетворять какую-либо потребность, обладать полезностью. В то же время потребительная стоимость имеет двойственную природу: с одной стороны, она включает свойства продукта, без которых потребность не может быть удовлетворена; с другой — потребность, отсутствие которой приводит к тому, что данный продукт труда не представляет никакого интереса для потребителя. При утрате одного из свойств потребительная стоимость перестает существовать.

Особенностью потребительной стоимости кредитной организации является то, что она производит не вещественные продукты труда, а услуги в виде полезного эффекта конкретного труда банковских служащих. Услуги коммерческих банков по проведению расчетных операций, кредитованию, приобретению и размещению на рынке ценных бумаг составляют потребительную стоимость. Именно когда полезный эффект от продажи основных банковских услуг выступает объектом купли-продажи, они приобретают форму товара.

В процессе формирования потребительной стоимости можно выделить действительную и потенциальную стоимости. Кредитные организации, привлекающие средства на рынке с целью их дальнейшего размещения, способствуют превращению потенциальной потребительной стоимости в **действительную** для дебиторов. Напротив, в процессе привлечения средств от кредиторов действительная потребительная стоимость становится **потенциальной**. Следует подчеркнуть, что превращение потенциальной потребительной стоимости в действительную требует дополнительных затрат труда, что также составляет основу услуг банка.

2.3. Понятие стоимости для кредитной организации: стоимость

Стоимость товара представляет собой денежный эквивалент, который покупатель готов обменять на какой-либо предмет или объект. Стоимость отличается от цены. Под ценой понимается денежное выражение стоимости обмениваемых на рынке товаров на основе их полезности. Поскольку цена является денежным выражением стоимости, постольку следует разграничивать виды стоимости применительно к объекту исследования, в данном случае банка.

В современной теории и практике выделяют следующие виды стоимости: балансовую, рыночную, стоимость функционирующего предприятия, ликвидационную.

Балансовая стоимость – актив (обязательство), который фиксируется в отчетности его владельца. В большинстве стран финансовая отчетность основывается на первоначальной стоимости, поскольку активы отражаются в бухгалтерском учете по цене приобретения (размещения). Из этого следует, что бухгалтерская или балансовая (учетная) стоимость характеризует финансовое состояние объекта оценки на определенную дату в прошлом. При этом важно принять во внимание недостаток балансовой стоимости, который состоит в том, что финансовая отчетность редко в точности отражает деятельность любого предприятия, даже по отношению к завершенным сделкам. Любой вид деятельности, в том числе

банковская деятельность, отличается незавершенностью ряда операций. Например, у кредитных организаций к таким сделкам можно отнести: нереализованные курсовые разницы в иностранной валюте; нереализованный доход по ценным бумагам; расходы и доходы будущих периодов и др. Поэтому при проведении оценки стоимости на основе балансовых данных результат оценки может быть существенно искажен, поскольку целью деятельности кредитных организаций является увеличение стоимости банка. К числу других недостатков балансовой стоимости может быть отнесено игнорирование нематериальных активов (они не учитываются на балансе), а так же реальной стоимости тех активов, которые свободно обращаются на рынке. В то же время отвергать использование в оценке балансовой стоимости было бы неверно.

Рыночная стоимость (или «справедливая рыночная стоимость») — цена, по которой актив (обязательство) перейдет от продавца к покупателю при условии, что обе стороны обладают одинаковой информацией об этом активе (обязательстве) и ни на одного из них не оказывается давление с целью купить или продать актив. При определении рыночной стоимости балансовая стоимость корректируется в зависимости от факторов времени и риска. В конкретный период времени рыночная стоимость активов и обязательств банка может быть больше или меньше балансовой стоимости. Это зависит от: уровня процентных ставок; валютного курса; изменения жизненного цикла актива; нереализованных убытков или прибыли по активу (обязательству).

Под влиянием названных факторов собственный капитал банка в результате снижения стоимости активов может существенно уменьшиться и даже приобрести отрицательное значение. Это отразится на реальной стоимости банка. Итак, рыночная и балансовая стоимости различаются между собой. Возникающее расхождение можно назвать «скрытым капиталом», который имеет два источника:

- 1) неправильное отражение в статьях баланса кредитного и процентного рисков вследствие постоянных изменений конкурентной среды;
- 2) игнорирование неявных требований или ценностей, связанных с внебалансовыми видами деятельности, которые формально не фиксируются по общепринятым правилам бухгалтерского учета в балансе.

Однако часто банки, имеющие отрицательный капитал, могут продолжать действовать, т.е. рынок продолжает их воспринимать как нечто ценное. Это вызвано тем, что в банковской сфере величина отрицательного капитала может компенсироваться стоимостью нематериальных активов. В международной практике к таким активам относят: гарантии страхования депозитов; ценность банковской лицензии; ценность хороших взаимоотношений с клиентами; репутацию и другие нерегистрируемые активы.

Некоторой промежуточной разновидностью рыночной и балансовой стоимостей является **обоснованная рыночная стоимость**, при расчете которой учитывают экономические и рыночные условия, преобладающие на дату оценки.

Стоимость функционирующего предприятия — это стоимость актива (обязательства) или предприятия, отражающая способность актива (обязательства) приносить доход в течение определенного промежутка времени. Такой вид стоимости используется для вычисления стоимости банка с целью его приобретения или продажи. Определить стоимость функционирующего предприятия возможно лишь путем прогнозирования потоков денежных средств, скорректированных на риск и среднерыночную стоимость затрат на капитал, сложившийся на рынке.

Ликвидационная стоимость актива (обязательства) обычно представляет собой рыночную стоимость обязательства за вычетом всех затрат, связанных с реализацией, включая комиссии на реализацию, стоимость рекламы, затраты на хранение и т.п. Ликвидационная стоимость может

различаться в зависимости от того, является продажа срочной или она происходит в обычном порядке. В последнем случае ликвидационная стоимость будет близка к реальной рыночной стоимости за вычетом затрат.

2.4. Эволюция теории оценки стоимости бизнеса

История свидетельствует о том, что часть положений теории оценки стоимости бизнеса (банка) была предложена и разработана регулирующими органами и получила признание. Другая часть стала распространяться вследствие конкретных решений в судах на основе свидетельств экспертов. Третья часть зарождалась в недрах бухгалтерского учета, и, в конечном счете, все они были обобщены в результате усилий теоретиков в области оценки. Наибольшее число методов оценки развивалось и возникло в рыночной среде, в процессе практических переговоров между покупателями, продавцами и андеррайтерами.

Необходимость проведения оценки рыночной стоимости зафиксирована в законах Российской Федерации. Например, в соответствии с Законом «Об акционерных обществах» (2002 г.) предусматривается проведение оценки рыночной стоимости акционерного капитала независимыми оценщиками. Эта процедура предусмотрена при дополнительной эмиссии, выкупе акций. Согласно ст. 18 Федерального закона «О реструктуризации кредитных организаций» от 8 июля 1999 г. № 144-ФЗ (с послед. изменениями и дополнениями.) при выставлении активов коммерческих банков на продажу или при переводе (ст. 20 Закона) необходимо проводить оценку их стоимости. В ст. 19 Закона указано, что при продаже бизнеса кредитной организации допускается продажа структурных, в том числе обособленных, единиц, а также функциональных подразделений. Оценка бизнеса кредитной организации, выставленного агентством на продажу, осуществляется независимым оценщиком. Таким образом, законодательство России допускает проведение оценки, при этом в законах уточняется, что речь идет о рыночной оценке.

2.5. Оценка рыночной стоимости банка, рейтинг, оценка финансовой устойчивости, аудит

На практике оценка рыночной стоимости банка иногда подменяется рейтинговой оценкой, а также оценкой финансовой устойчивости кредитной организации кредиторами, органом надзора либо на основе аудиторской проверки. Но следует подчеркнуть, что во всех перечисленных случаях речь идет не об оценке рыночной стоимости, а о подробном анализе финансовой устойчивости кредитных организаций, который проводится на базе данных баланса и другой информации, не учитывающей факторы времени и риска.

Рыночная стоимость представляет собой внутренний потенциал оцениваемого банка, его подразделений или активов относительно возможности генерирования дохода или прибыли с учетом факторов времени и риска. В то же время нельзя забывать о нематериальных активах, таких, как репутация, наличие лицензий, устойчивых связей с клиентами и др. Подчеркнем, что все другие виды оценки, кроме рыночной, не учитывают стоимость этих неосязаемых (нематериальных) активов. В зависимости от цели проведения оценки могут использоваться различные виды стоимости, которые рассмотрены выше.

В некоторых случаях может проводиться оценка, например, финансовой устойчивости банка на основе балансовой стоимости активов и обязательств. При рейтинговой оценке кредитных организаций используются балансовые данные и внутренняя информация, с помощью которой определяются качество активов, ликвидность, прибыльность, достаточность капитала с учетом риска и качества активов, а также качество управления — менеджмент. При аудиторской проверке оцениваются соблюдение требований

банковского законодательства, адекватность отражения в учете операций, выявляется финансовое состояние банка на момент проведения анализа. Другими словами, это - анализ и оценка финансового состояния кредитной организации на определенную дату в прошлом, а не оценка стоимости банка как объекта купли-продажи.

При слияниях или присоединениях, реструктуризации, продаже активов кредитной организации, в том числе при ее ликвидации, должна выявляться именно рыночная стоимость бизнеса, его подразделений, отдельных элементов - активов или обязательств, поскольку в данном случае задача состоит в определении стоимости объекта предполагаемой сделки.

2.6. Варианты подхода к оценке рыночной стоимости

Расчет рыночной стоимости банка относится к наиболее сложным вопросам и требует исследования вопросов, раскрывающих ценность банка как фирмы, его структурных подразделений, отдельных категорий активов.

В российском законодательстве предусматривается необходимость определения рыночной стоимости акционерного капитала, бизнеса в целом, его элементов, ценности объекта сделки. Когда возникает потребность в оценке банка как единого целого, то его следует рассматривать как непрерывно функционирующую структуру. При возникновении необходимости продажи отдельных элементов бизнеса следует оценивать их рыночную стоимость.

Рыночная оценка стоимости банка как непрерывно функционирующей структуры проводится, когда возникает потребность в приобретении банка как единого объекта, т.е. инициируется сделка по слиянию (присоединению) одного кредитного учреждения с другим. В данном случае стоимость (ценность) банка следует рассматривать через оценку способности бизнеса генерировать доход или прибыль. Поскольку коммерческие банки представляют собой сложные структурные образования, поэтому стоимость банка следует определять исходя из совокупности стоимостей отдельных структурных подразделений. Это означает, что при таком подходе нужно оценивать вклад каждого структурного подразделения банка в конкретный финансовый результат отчетного периода, т.е. свободный денежный поток (после выплаты налогов) от проведения операций, дисконтированный по средневзвешенной стоимости собственного и заемного капиталов.

2.7. Оценка денежных потоков банка

Иногда возникает необходимость производить оценку стоимости не прибыли, а потока денежных средств. Дело в том, что прибыль, как и доход, с одной стороны, является, по сути, результатом реализованных возможностей той части активов кредитной организации, которая потенциально могла приносить доход. Но, с другой стороны, чистая прибыль не соответствует по сущности денежному потоку. Иными словами, нельзя ставить знак равенства между прибылью и денежным потоком.

Например, продажа пакетов ценных бумаг в период их максимальной стоимости на рынке позволила банку получить высокий уровень дохода, однако это одновременно означает, что в балансе остатки этих активов снизились, и, следовательно, возможность в будущем получать доход по реализованной категории активов отсутствует. Прибыль, заработанная банком в данной ситуации, отражает результат реализованных возможностей и является исторической прибылью. Это не соответствует цели проведения оценки — способности объекта приносить прибыль в будущем.

Поэтому принципиально ставится вопрос о разграничении прибыли и денежного потока, поскольку это неравнозначные величины. Баланс и отчет о прибылях и убытках не раскрывает денежных потоков, так

как не учитывают: поступление и расходование средств на основе новых заимствований и погашения требований. К ним, в частности, относятся статьи неденежных операций, к числу которых можно отнести амортизацию и расходы по созданию дополнительных резервов на возможные потери по ссудам, обесценение ценных бумаг и других активов. В случае, если источники проведения активных операций превысят объем их размещения, величина денежного потока будет отличаться от величины прибыли в сторону превышения. Здесь поток денежных средств от привлечения новых депозитов, возврата кредитов увеличит объем денежных средств, полученных в результате операционной деятельности (чистая прибыль). Наоборот, превышение объема размещенных средств над их источниками приведет к снижению потока денежных средств, что потребует корректировки прибыли в сторону снижения.

Выбор оценки варианта потоков денежных средств следует обосновывать и тем, что оценщик рассматривает возможность существующих балансовых активов приносить прибыль в будущем, а значит, должен наблюдать, прежде всего, за денежными потоками, поскольку в процессе совершения сделки купли-продажи основное внимание уделяется максимизации стоимости банка. Безусловно, в расчете появляются факторы неопределенности, так как проводится оценка будущих ожиданий. Основными факторами неопределенности являются время и риск. В процессе дисконтирования прогнозных данных о потоках денежных средств с учетом ожиданий изменения процентных ставок и их временной структуры на рынке по активным операциям и стоимости капитала (основного и заемного), обеспечивающего их фондирование, можно достичь поставленной цели – определения текущей стоимости будущих денежных потоков.

2.8. Оценки стоимости банка как единого объекта по стоимости капитала

Считается, что использование этого варианта более предпочтительно. В его основе — оценка стоимости капитала кредитной организации, которая может быть выражена в виде дивидендных выплат владельцам банка. В странах с развитой рыночной экономикой стоимость банка может быть определена на базе стоимости акций, котируемых на рынке. Рыночная стоимость акций зависит от прибыли, выплачиваемой на акцию, и мультипликатора капитала — коэффициента P/E. Однако использование информации о котировках не позволяет оценить стоимость объекта оценки в долгосрочной перспективе. Кроме того, сделки с акциями банков, как правило, не столь часты, а объемы покупок и продаж невелики.

В России же акции банков, как правило, пока свободно не обращаются на рынке, исключение составляют акции Сберегательного банка РФ. Это означает, что следует отдать предпочтение денежным потокам, направляемым к акционерам банка, оценка которых позволит определить стоимость капитала для его владельцев.

При оценке стоимости банка как **непрерывно функционирующей структуры (по стоимости капитала)** возникают определенные сложности, обусловленные выбором ставки дисконтирования. Это значит, что прогнозные денежные потоки к акционерам при определении рыночной стоимости капитала должны быть продисконтированы по стоимости капитала.

Наиболее популярной моделью для расчета ставки дисконта является модель оценки финансовых активов (модель Шарпа). Данная модель определяет стоимость акционерного капитала через комбинацию доходности по безрисковым вложениям и через премию за риск. Несомненным достоинством данной модели служит то, что в ней учитывается вся доступная информация, включая рыночную, а это отвечает особенностям закрытых организаций, подобных банку. Формула расчета ставки дисконта по модели Шарпа такова:

$$R_i = R_f + B(R_m - R_f), \text{ где}$$

R_t - ставка дисконта;

R_f - безрисковая процентная ставка;

B - поправочный коэффициент, определяющий рыночный риск;

R_m - среднерыночная ставка доходности;

$(R_m - R_f)$ - рыночная или рискованная премия.

Особенность расчета дисконта по модели Шарпа заключается в том, что в ее основе лежит безрисковая процентная ставка и рыночная премия за риск, которая выводится как разность между среднерыночным уровнем доходности на рынке обыкновенных акций и безрисковой процентной ставкой.

Данная модель в российской практике пока не применяется, так как в нашей стране еще не сложилась четкая безрисковая процентная ставка, которую в международной практике связывают, как правило, с доходностью 30-летних казначейских векселей Правительства.

2.9. Методологические основы оценки стоимости кредитных организаций при слияниях и поглощениях: метод дисконтирования

Методология оценки стоимости банка, с одной стороны, должна определяться целью, поставленной оценщиком, с другой ей должны соответствовать стандарт стоимости и методы. При купле-продаже кредитной организации как единого объекта стандартом должна стать рыночная стоимость, а методом оценки — метод доходного подхода, суть которого заключается в прогнозировании денежных потоков, так как для покупателя большое значение имеет оценка способности бизнеса приносить доход в будущем. При этом будущему собственнику важно понять, когда будут получены доходы и с какой степенью риска. Как было рассмотрено выше, в основе доходного подхода лежит метод дисконтирования будущих денежных потоков.

Дисконтирование позволяет покупателю оценить возможности повышения его благосостояния и окупаемости инвестированных при покупке денежных средств. Целью инвестиционных решений, а также решений по планированию долгосрочных вложений, если приобретение банка соответствует данной цели, является поиск на рынке активов, стоимость которых не может превышать понесенные затраты по их приобретению. Поэтому для исчисления отсроченного дохода и таких затрат используется приведенная стоимость. Другими словами, оценить правильность принятого решения можно с помощью расчета приведенной стоимости, позволяющей сопоставить стоимость отсроченного дохода (прогнозируемых потоков денежных средств) со стоимостью текущих инвестиций.

Покупатель, применяющий доходный подход к оценке, определяет стоимость активов при условии, что для этих инвестиций имеются альтернативные возможности на рынке. Приведенная стоимость рассчитывается путем деления суммы дохода на ставку дисконта, значение которой, как правило, меньше единицы. Если ставка дисконтирования больше единицы, то затраты на приобретение активов сегодня стоят меньше, чем в будущем. Ставка дисконта, как предельная норма доходности или издержки на капитал, представляет собой доход, от которого отказался инвестор, вкладывая деньги в какой-либо долгосрочный проект.

Из этого следует, что инвестор (покупатель) не заплатит за данный бизнес сумму больше, чем текущая стоимость будущих доходов от владения этим бизнесом. В свою очередь, собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых доходов. В результате использования приведенной стоимости стороны придут к соглашению о цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

2.10. Методологические основы оценки стоимости кредитных организаций при слияниях и поглощениях: метод чистых активов

Метод чистых активов назван так потому, что стоимость объекта оценки рассматривается с учетом понесенных затрат. Поскольку балансовая стоимость активов и обязательств под влиянием инфляции, изменений конъюнктуры рынка, стандартов учета не соответствует рыночной стоимости, поэтому оценщик применяет соответствующие корректировки к статьям баланса с учетом рыночной стоимости требований и обязательств. В результате сопоставления рыночной стоимости активов и обязательств кредитной организации выявляется оценочная стоимость капитала. Практическое использование затратного подхода (с методом чистых активов) при определении стоимости банка весьма эффективна.

В России активно ведется работа по совершенствованию теории оценки бизнеса. Например, в августе 1996 г. в соответствии со ст. 35 Закона «Об акционерных обществах» (1995 г.) Приказом Минфина России Федеральной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку был издан документ «О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ». Однако порядок, изложенный в данном документе, не распространяется на банковскую деятельность. Применительно к банковской деятельности соответствующие нормативные документы разрабатывались Банком России, в последующем — АРКО. Вклад в решение данной проблемы внесли российские ученые. Анализ предлагаемых подходов при проведении оценки кредитных организаций свидетельствует о том, что предпочтение отдается оценке стоимости банка по капиталу на основе доходного и затратного (метод чистых активов) подходов. При этом органами надзора и АРКО отдается предпочтение методу чистых активов.

Преимущество данного метода заключается в том, что он, с одной стороны, является более простым и доступным и отвечает целям, которые ставят перед собой российские банки. С другой стороны, это соответствует задачам Банка России и агентства АКРО при проведении оценки финансового состояния объекта для принятия обоснованных решений по финансовому оздоровлению или реструктуризации кредитной организации. Тут важно объективно выявить реальную величину капитала, получить которую на основе балансовых данных невозможно. В то же время, например, при принятии решений АРКО о продаже банка или его составляющих должен использоваться доходный подход с его методом дисконтирования будущих денежных потоков.

2.11. Сравнение методов оценки стоимости активов, применяемых органами надзора и агентством по реструктуризации

При сходстве позиций органа надзора и агентства по методам проведения оценки есть определенные отличия. Так, при использовании метода чистых активов в процессе финансового оздоровления и инспектирования основной акцент переносится на оценку стоимости и качества активов. При этом отдается предпочтение рыночной стоимости активов и допускается возможность определения стоимости расчетным способом. Вместе с тем отдается предпочтение оценке качества активов, взвешенных с учетом риска, и рекомендуется в ходе инспекторской проверки учитывать дополнительные факторы риска в зависимости, например, от количества дней задержки выполнения требований кредитной организацией по корреспондентским отношениям. Инспектору предлагается в качестве инструментария специальная шкала скидок к балансовой стоимости активов в зависимости от установленных критериев.

Пример корректировки балансовой стоимости активов кредитной организации в ходе оценки мероприятий по финансовому оздоровлению (планов санации) приведен в таблице 3, данные которой свидетельствуют о том, что большая часть активов кредитной организации оценивается расчетным

способом на основе установленных экспертным путем размеров корректировок. Исключение составляют три статьи: ценные бумаги, стоимость которых определяется ценой покупки на вторичном рынке; имущество банка, которое оценивается либо независимыми специалистами-риэлтерами, либо на основе корректировки балансовой стоимости на размер начисленного износа; драгоценные металлы, переоцениваемые по специально установленному курсу ЦБ РФ. Ссудная, вексельная задолженность корректируется на размер резервов. Это производится по указанию ЦБ РФ «О введении в действие новой редакции Методических рекомендаций о порядке оценки мероприятий по финансовому оздоровлению (планов санации), утвержденных письмом Банка России от 8 октября 1997 г. № 513» от 13 ноября 1997 г. № 18-У.

Таблица 3

Порядок оценки стоимости активов кредитной организации

Статья активов	Корректировка
Денежные средства в кассах банка	Балансовая стоимость (не переоценивается)
Драгоценные металлы	Оцениваются согласно положению «О совершенствовании операций с драгоценными металлами» от 1 ноября 1996 г. №50 по специальному курсу Банка России. В случае переоценки или недооценки разница корреспондируется со счетами 61308, 61408
Корреспондентский счет в ЦБ РФ	Балансовая стоимость (не переоценивается)
Корреспондентские счета Ностро	В кредитных организациях с отозванной лицензией балансовый остаток равен 0. При задержках в платежах в течение первого месяца балансовый остаток приравнивается к 0; десяти дней - к 40%; трех дней - к 85%
Государственные ценные бумаги	Учитываются по рыночной стоимости в соответствии с Приказом Банка России от 6 мая 1993 г. № 02-78
Обязательные резервы	Балансовая стоимость (не переоценивается)
Ценные бумаги в портфеле банка	По цене покупки на вторичном рынке. Если не котируются - 40% балансовой стоимости*
Ссудная задолженность	Корректируется на размер резервов**
Ссуды населению	При отсутствии обеспечения

	резерв равен 100%
Учтенные векселя в портфеле банка	Если векселя переоформлены из ссудной задолженности, то по идентичному расчету оценки стоимости кредитного портфеля. Если вексель числится на балансе более 6 месяцев - резерв 100%
Прочие дебиторы	В зависимости от возможности взыскания задолженности
Имущество	Оценивается независимыми специалистами-риэлтерами.
Другие средства	Исходя из известной их рыночной стоимости. При отсутствии - 30% балансовой стоимости

* На сумму перекрестного участия уменьшаются остатки по ценным бумагам и величина уставного фонда. Если чистые активы дочерней организации имеют отрицательное значение, то оценочная стоимость равна 0.

* * По кредитам, предоставленным дочерним организациям и инсайдерам, при отсутствии последнего баланса, резерв принимается равным 100%, при наличии баланса проводится анализ чистых активов с учетом имеющихся возможностей востребования кредитов.

При инспектировании кредитных организаций отдается предпочтение оценке качества активов, взвешенных с учетом риска, что можно рассматривать как один из вариантов оценки активов, полученных расчетным способом.

Сравнение приведенных методов оценки активов кредитных организаций позволяет отметить, что приближенным к оценочным методам является метод оценки качества активов, поскольку в нем предлагаются корректировки отдельных статей активов коммерческих банков с учетом сложившейся их цены на вторичном рынке. Подчеркнем, что речь идет о цене, а не о стоимости, поскольку финансовые рынки в России функционируют относительно недавно. Более того, за непродолжительный период своего функционирования рынки были подвержены серьезным потрясениям, а объемы покупок и продаж на финансовых рынках невелики (исключение составляет валютный рынок), что позволяет предположить, что подлинная рыночная стоимость банковских активов пока не сложилась.

Кроме того, в методе оценки качества активов применяется ряд допущений, которые можно расценить как экспертное мнение специалистов Банка России. Например, при оценке балансовых остатков на корреспондентских счетах Нostro предлагается принимать последние к оценке с дисконтом от 40 до 85% в зависимости от задержек в платежах. Такие же экспертные оценки можно использовать по отношению к ценным бумагам, не котирующимся на вторичном рынке, ссудной задолженности и прочим активам. Другими словами, большая часть активов кредитной организации оценивается расчетным способом с учетом экспертного мнения специалистов органа надзора, что, безусловно, существенно снижает достоверность оценки, поскольку распространять такой стандартный подход по отношению ко всем кредитным организациям означало бы игнорирование особенностей клиентской базы конкретного объекта оценки. Более того, данный метод не учитывает стоимость обязательств кредитной организации, что приводит к одностороннему применению метода чистых активов.

При финансовом оздоровлении банка можно считать оправданным метод оценки рыночной стоимости активов кредитной организации, поскольку целью проведения такой оценки является не продажа кредитной организации, а оценка финансового положения. Вместе с тем в процессе инспектирования оценка активов коммерческих банков представляет собой не что иное, как оценку риска активных операций, а не стоимости. При этом риск предлагается также оценивать с учетом экспертного мнения специалистов.

2.12. Методика оценки рыночной стоимости активов и обязательств при реструктуризации

Эта методика, используемая АРКО, более современна и состоит в следующем. На ее основе корректируется каждая балансовая статья в зависимости от ее текущей рыночной стоимости или предстоящих платежей. Отличие этой методики заключается в том, что оцениваются активы и обязательства, включая забалансовые статьи, а также принимаются во внимание перекрестное участие вложений в уставный капитал, проведение корректировок по статьям активов и обязательств банка. Корректировка осуществляется по усмотрению эксперта, проводящего оценку. Несмотря на то, что большая часть активов и обязательств оценивается расчетным способом, и при этом учитывается мнение специалиста в области оценки, такой метод более приближен к международной практике.

2.13. Методология оценки стоимости капитала банка

Она основана на методе чистых активов и методах доходного подхода. При оценке стоимости банка как единого объекта методом чистых активов целесообразно выделить несколько этапов:

- расчет рыночной стоимости активов кредитной организации;
- определение стоимости нематериальных активов;
- вычисление рыночной стоимости обязательств;
- определение депозитной премии;
- расчет стоимости банка на основе сопоставления рыночной стоимости активов и обязательств с учетом депозитной премии.

При проведении оценки рыночной стоимости активов оценщик должен скорректировать их балансовую стоимость или переоценить ее с учетом текущей рыночной стоимости отдельных элементов активов. Это обстоятельство продиктовано тем, что данный актив (капитал банка) не обращается на рынке, поэтому следует вводить условные корректировки на основе экспертного мнения оценщика и сложившейся практики (таблица 4).

Таблица 4

Методы корректировки активов банка, применяемые в международной практике

Статья актива на балансе банка	Метод оценки

Касса и денежные эквиваленты	Балансовая стоимость корректируется на валютный курс
Остатки на счетах Ностро	Балансовая стоимость корректируется в зависимости от степени финансовой устойчивости кредитной организации и наличия лицензии
Кредиты	Основная сумма долга корректируется на резервы по кредитным потерям или по рынку
Долговые ценные бумаги и инвестиции	Оценка по рынку
Вложения в капитал компаний	Реальная рыночная стоимость
Дебиторская задолженность	Корректируется в зависимости от возможности взыскания задолженности и финансового состояния дебиторов
Материальные активы и основные средства	Реальная рыночная стоимость
Прочие активы	Реальная рыночная стоимость

Из таблицы 4 следует, что касса и денежные эквиваленты могут корректироваться на валютный курс. При такой корректировке целесообразен учет валют, находящихся в кассе банка. Остатки на счетах Ностро должны быть скорректированы на вероятность получения размещенных средств в банках-корреспондентах. Способность контрагента ответить по возникшим обязательствам зависит от финансового положения банка и имеющейся информации неэкономического характера. Например, если к банку применялись меры воздействия со стороны органа надзора (в том числе отзыв лицензии) или существует негативная информация на рынке о такой кредитной организации, то балансовые остатки должны корректироваться в сторону снижения. Размер корректировки будет определяться на основе мнения эксперта-оценщика.

2.14. Оценка рыночной стоимости кредитного портфеля

Особое внимание при оценке рыночной стоимости активов банка следует уделить оценке ссудного портфеля. Прежде всего, оценивается будущая доходность портфеля, характеризующаяся качеством его ссуд. Кредиты определяются с учетом способности дебитора вернуть основной долг и проценты, причитающиеся за пользование заемными средствами. При различных целях оценки стоимость кредитного портфеля будет существенно изменяться.

В частности, кредитный портфель, приобретаемый с целью перепродаж, будет стоить дешевле того же кредитного портфеля, предназначенного для функционирующего банка, поскольку его необходимо рассматривать как работающий актив действующего банка. В этом случае, кроме переоценки ссуд по рынку, надо иметь в виду возможные потери на ликвидацию ссуд.

Оценка кредитного портфеля должна проводиться путем анализа кредитных досье, отражающих финансовое положение заемщиков, а также рыночную стоимость и ликвидность предметов залога, обеспечивающих выданные ссуды. Это позволяет определить достаточность резервов и возможные потери по ссудам, так как при расчете стоимости кредитного портфеля балансовые остатки ссудной задолженности корректируются на величину созданных и недосозданных резервов. Если банк большой, такая работа может проводиться выборочно. Для того, чтобы результаты выборки привели к достоверным выводам и корректировкам, должны быть разработаны конкретные процедуры проведения анализа и оценки по избранному критерию. В качестве критерия выборки можно использовать размер ссудной задолженности. Это позволит распространить результаты оценки на весь кредитный портфель. Рассмотрим в качестве примера взаимосвязь избранного критерия и возможных процедур проведения анализа и оценки, приведенной в таблице 5.

Таблица 5

Использование процедур анализа ссудной задолженности при проведении оценки кредитного портфеля, тыс. руб.

Размер ссуды	Процедура выборочного анализа
более 200 000	Углубленная проверка кредитных досье (историй) и наведение справок у кредитных инспекторов в случае необходимости
100 000 - 200 000	Проверка кредитных досье и наведение справок приблизительно по 1/3 кредитов этой категории Проверка истории оставшейся части кредитов
менее 100 000	Проверка истории по отчетам

По крупным кредитам, как видно из таблицы 5, проводится углубленный анализ, в частности финансового положения заемщика и предметов залога. По средним кредитам выполняется выборочная углубленная проверка (на 1/3) и документальная проверка оставшейся части кредитных досье. Наконец, по мелким кредитам используются упрощенные процедуры на основе внутрибанковской отчетности. Приведенный порядок определения процедур должен видоизменяться с учетом особенностей конкретного банка. Например, если большая часть кредитного портфеля банка состоит из мелких кредитов и доля такой задолженности велика, то оценщику следует изменить критерий, применить, например, юридический статус заемщика либо отраслевую принадлежность. Выборка должна достигать не менее 70% объема ссудной задолженности.

Так, при оценке стоимости кредитного портфеля одного крупного московского банка, испытывающего серьезные финансовые затруднения, было проверено 65% кредитных дел, доля ссудной задолженности по проверенным кредитным досье составила 75%.

В пределах каждой группы заемщиков целесообразно классифицировать ссудную задолженность в зависимости от степени ее проблемности. Другими словами, ссудную задолженность можно разделить на работающую, неработающую (проблемную), а также выделить «вечнозеленые кредиты».

Под работающей частью ссудной задолженности понимают кредит, по которому наблюдается поток денежных средств по возврату основного долга и процентов. Эти кредиты можно также назвать также «действующими». Здесь во внимание должны быть приняты такие факторы, как соблюдение сроков возврата основного долга и процентов.

Действующие кредиты, как правило, находятся в обороте заемщиков с высоким кредитным рейтингом. Для определения рыночной стоимости ссудной задолженности оценщик должен дисконтировать потоки денежных средств на непогашенную часть задолженности по рыночной ставке кредитов с таким же сроком, суммой и степенью риска. В тех случаях, когда рассчитать стоимость рыночных активов нельзя, оценщик может прибегнуть к корректировке балансовой стоимости на размер резервов в расчете на возможные потери по данной категории ссудной задолженности.

Категория «вечнозеленых», или постоянно возобновляемых кредитов, не имеющие конкретного срока возврата, оценивается по возможности их возвращения в будущем. Кредиты, имеющие обеспечение, оцениваются на основе соотношения между суммой ссудной задолженности и размером обеспечения. При этом в расчет принимается непогашенная часть долга, соотносимая с рыночной стоимостью залога. Если коэффициент составляет 80% или более, то такому кредиту уделяют повышенное внимание, так как 20% ссуд могут быть поглощены ликвидационными затратами.

Проблемные, или неработающие, кредиты следует разделить на две категории: обеспеченные и необеспеченные. Поскольку обеспечение кредита требует постоянной переоценки, то в ходе проведения оценки каждой ссуды это качество подвергается специальной экспертизе.

Покупатель кредитов, как правило, оценивает кредиты по своей собственной шкале кредитного рейтинга. Обычно используют пятибалльную шкалу с учетом скидок и резервов. В таблице 6 приведен пример шкалы из американской практики оценки.

Таблица 6

Примерная шкала рейтинга качества кредитов

Рейтинг	Описание кредитов	Резерв, %
1	Кредиты работают в соответствии с условиями кредитного соглашения и не имеют никаких слабых сторон, которые могли бы представлять угрозу для своевременного погашения процентов или основной суммы долга; залогом кредита является актив, создающий поток денежных средств и достаточный для обслуживания долга	0
2	Кредиты работают в соответствии с условиями кредитного соглашения, но имеют явную проблему, что делает данный актив менее привлекательным, чем кредиты с рейтингом 1; более того, по этим кредитам не предоставлено достаточной и своевременной финансовой информации или других данных для оценки	5

3	Кредиты, обладающие явными недостатками, которые могут поставить под угрозу возврат части или всей суммы кредита; залог не создает потока денежных средств, достаточного для обслуживания кредита, или погашение кредита зависит от способности гаранта погасить кредит	15
4	Кредиты, которые обладают значительными недостатками, что создает предпосылки для возникновения убытков по части долга	50
5	Кредиты, обслуживание которых проблематично, что создает основу для возникновения убытков по всей сумме долга; залог либо не имеет стоимости, либо вообще отсутствует	100

Как, отмечалось ранее, выбор характеристик ссуд и размеров скидки со стоимости основного долга является индивидуальными разработками оценщиков.

Учитывая специфику развития российской банковской системы, которая подчинена жестким требованиям по налогообложению и в которой понятие отсроченного налогообложения полностью отсутствует, оценщикам приходится делать более существенные скидки со ссудной задолженности. Это объясняется тем, что банки не создают достаточных резервов на возможные потери по ссудам, поэтому зачастую наличие залога не обеспечивает приток денежных средств для погашения основного долга и процентов, либо залог является сомнительным. Отсюда следует, что использование приведенной шкалы рейтинга оценки должно сопровождаться точным определением достаточности уже сформированных резервов на возможные потери по ссудам и при необходимости с определением величины резервов, которые необходимо создать дополнительно.

2.15. Оценка стоимости портфеля ценных бумаг

Существенную долю в активе баланса коммерческого банка занимает портфель ценных бумаг. Изменчивость стоимости портфеля ценных бумаг зависит от ряда параметров, среди которых можно выделить: время до конца срока погашения; ставка купона; доходность к погашению.

Как известно, уровень процентных ставок, складывающихся на денежном рынке, обратно пропорционально влияет на доходность ценных бумаг. Это означает, что при оценке бумаг, находящихся в портфеле банка, нужно учитывать влияние приведенных параметров.

Цену финансового инструмента (ценных бумаг) целесообразно определять в два этапа. Сначала выявляют потоки денежных средств, генерируемые ценной бумагой, а затем дисконтируют потоки денежных средств на основе рыночной процентной ставки.

Подчеркнем некоторые различия в использовании метода дисконтирования, которые следует учитывать при оценке отдельных видов ценных бумаг. Например, ценные бумаги могут выпускаться с нулевым купоном либо со скидкой от их номинальной стоимости. По дисконтным ценным бумагам купон не выплачивается, а при наступлении срока они погашаются по номинальной стоимости. По другим ценным бумагам регулярно выплачивается купонный доход.

Существуют также отличия в выборе ставки дисконтирования. Например, поток денежных средств от краткосрочных бумаг (срок менее одного года) дисконтируют обычно на основе простого процента. По долгосрочным ценным бумагам используют сложные проценты.

Доходность долгосрочных ценных бумаг (векселей) изменяется существенно, чем доходность краткосрочных ценных бумаг. Это показано в таблице 7..

Таблица 7

Сравнительный анализ влияния изменений в доходах на рыночную стоимость казначейских векселей

Показатель	Казначейские векселя			
	Трехмесячные	шестимесячные	годовые	Многолетние
Уровень дохода 10%	975674,95	952505,22	909090,91	956447
Убыток при реализации в связан с изменением цены	(4469,88)	(9134,57)	(16835,02)	(89,781)
Уровень дохода 8%	980444,83	961639,79	925925,93	1046,228
Уровень дохода 6%	984261,57	970951,27	943396,23	1147520
Доход при реализации в связан с вариацией цены	4816,74	9311,48	17470,30	(101292)

Риск финансового актива заключается в том, что его рыночная стоимость может уменьшиться (увеличиться) в будущем, если уровень процентной ставки повысится или понизится. Такие финансовые инструменты, как векселя, банковские акцепты или облигации, подвергаются процентному риску в разной степени. Это означает, что владельцы этих видов ценных бумаг (банки, страховые компании, пенсионные фонды) чувствительны к вариации цены вследствие изменения дохода. Допустим, что в результате активного вмешательства центрального банка рыночные доходы всех инструментов вдруг повышаются до 10% или снижаются до 6%. Тогда на основании данных табл. 7 можно сделать два основных вывода:

- 1) между ценами и предвиденными изменениями в уровне процентных ставок существует обратная зависимость. При повышении (снижении) уровня процентных ставок на рынке у банка возникают доходы (убытки) при реализации данных финансовых инструментов;
- 2) колебание цен долгосрочных финансовых инструментов больше, чем цен на краткосрочные инструменты. Цены на долгосрочные казначейские векселя варьируются больше, чем цены на краткосрочные векселя. Более того, изменение цены по долгосрочным инструментам значительно при идентичном изменении в уровне доходов.

Влияние изменений в доходах на рыночную стоимость показывает, что процентный риск ставки возрастает с увеличением срока обращения облигации. Как известно, состояние российской экономики последних лет (например, инфляционные процессы) не позволило государству заимствовать денежные средства на длительный срок. Кроме того, присвоение России низкого кредитного рейтинга из-за кризиса 1998 г. даже в условиях последующей относительной финансовой стабилизации не позволяет кредитным организациям увеличивать сроки заимствования на внутреннем рынке. Для участников рынка будет возрастать влияние повышения процентного риска, поскольку немногие субъекты смогут привлекать денежные средства на большие (по российским меркам) сроки.

При оценке портфеля ценных бумаг оценщик должен учитывать ожидания по изменению процентных ставок, опираясь на кривую доходности. Если представить изменение доходов графически, то наблюдается: когда кривая доходов имеет уклон вверх, ожидаются повышение инфляции и повышение краткосрочных процентных ставок; когда кривая доходов имеет уклон вниз, существует ожидание снижения инфляции и снижения будущих краткосрочных процентных ставок. Горизонтальная кривая доходов отражает отсутствие изменений или же неопределенность ожиданий в уровне краткосрочных процентных ставок и инфляции; «горбатая» кривая доходов сигнализирует повышенную инфляцию, увеличение краткосрочных процентных ставок в ближайшем будущем, а также более низкую инфляцию и более низкие краткосрочные процентные ставки в среднем и долгосрочном периодах.

2.16. Оценка стоимости основных средств

Она должна проводиться с учетом потребительной стоимости основных средств для покупателя для дальнейшего их использования. В случае приобретения таких активов исходят из стоимости замещения, представляющую собой цену, которую необходимо было бы заплатить за аналогичный актив на рынке, находящийся в таком же физическом состоянии. Иными словами, если банк-покупатель предполагает продать эти активы после покупки другого банка, то предпочтение должно быть отдано оценке стоимости этих основных средств, но при этом следует учесть возможные затраты в связи с их продажей.

При этом в расчет принимается достаточность средств, предназначенных для проведения капитального ремонта, и других затрат с тем, чтобы данный актив мог выполнять свои функции. Основные средства, способные приносить доход банку-покупателю (имущество, сдаваемое в аренду), могут быть выгодно использованы, например, для размещения оборудования самого банка, а также для предоставления помещений другим организациям в аренду. Это увеличивает стоимость основных средств. Если дополнительный доход приобретаемых основных средств в будущем будет значителен, то для оценки может использоваться доходный подход, в частности метод дисконтирования денежных потоков.

2.17. Оценка стоимости обязательств кредитной организации

При ее осуществлении можно выделить расчетный способ и метод дисконтирования денежных потоков. В том случае, если при оценке стоимости значительной части активов рекомендовано воспользоваться расчетным способом (по отношению к кредитному портфелю), целесообразно обеспечить единообразие и оценивать обязательства банка также расчетным способом.

Обязательства, как и требования, должны подвергаться корректировке. Корректировку балансовой стоимости обязательств банка нужно проводить с учетом надбавки (премии), поскольку в результате слияния или поглощения присоединяющий банк получит дополнительную ресурсную базу без проведения затрат на маркетинг, обустройство филиалов, подбор дополнительного персонала и др. Как уже отмечалось, ресурсная база банка имеет внутреннюю дополнительную стоимость, которую надо учесть при выведении окончательного результата. Для проведения такой оценки, например, в международной практике обычно оперируют следующими премиями к балансовой стоимости обязательств (таблица 8). Наиболее высокий уровень премии выплачивается по сберегательным счетам (14%) и депозитам до востребования (счета с чековой книжкой) — 13%. Денежный рынок обеспечивается 10%, незначительная премия предусмотрена по депозитным сертификатам и межбанковским кредитам. Эти надбавки (премии) являются стандартными в международной практике при проведении оценки стоимости обязательств. Однако следует подчеркнуть, что окончательный размер премии оговаривается между продавцом и покупателем.

**Пример корректировки обязательств банка
с учетом добавленной стоимости**

Вид обязательства	Добавленная стоимость, %
Депозиты	
В том числе:	
счет с чековой книжкой	13
сберегательные счета	14
денежный рынок	10
депозитные сертификаты	3
межбанковские кредиты	1
долговые ценные бумаги	Корректировка

К важнейшим факторам, определившим наивысшие ставки премий относятся:

- система страхования депозитов (сберегательные счета), которая создает положительный спред между фактическими ставками по привлечению средств и ставками, сложившимися на рынке;
- устойчивость депозитов до востребования и незначительная чувствительность к изменению процентных ставок на рынке.

В российской практике критериями корректировки могут быть стабильность депозитов и чувствительность к изменению процентных ставок. Уровень (процент) премии для российских банков может быть рассчитан как отношение балансовой (учетной) стоимости обязательств и затрат на их привлечение действующим банком. При определении расчетной величины премии должны учитываться такие факторы, как стабильность депозитов и их чувствительность к изменению процентных ставок на рынке.

Данные для расчета переоценки стоимости депозитов с учетом премии применительно к гипотетическому (условному) банку приведены в таблице 9.

Таблица 9

**Данные для расчета переоценки
стоимости депозитов по гипотетическому банку**

Пассивы	Учетная (балансовая) стоимость по состоянию на 30 сентября 1998 г.	Корректировка	Скорректи- рованный баланс
Банковские депозиты	5830	(58)	5772
Срочные депозиты	12287	(1474)	10813

В соответствии с принятыми допущениями по размеру премии (см. табл. 8) межбанковские кредиты скорректированы на 1%, а срочные депозиты (допущения) — на 12%. Уровень корректировок зависит от стабильности депозитов, их чувствительности к изменению процентных ставок, а также наличия системы страхования депозитов. В нашем примере премия вычитается из учетной (балансовой) стоимости обязательств в связи с тем, что она представляет собой добавленную стоимость и будет увеличивать

чистую стоимость активов на выявленный размер премии. Согласно изложенному методу расчета надбавку (премию) имеют только депозиты.

Размер премии может быть определен по формуле:

Премия = Спред • Минимальные неснижаемые остатки депозитов.

Спред определяется как разница между фактическими затратами по привлечению средств и рыночной их стоимостью (аналогичной срочности по объему привлечения).

Рассчитанная на основе приведенной формулы премия может быть дополнительно скорректирована на чувствительность оцениваемого вида депозитов к изменению процентных ставок на рынке.

Понятие «чувствительность обязательства» означает продолжительность действия финансового инструмента дюрации (взвешенная средняя современная стоимость денежных потоков, отражающая ценовой риск и выраженная в единицах времени как продолжительность платежей): срок непогашенной части финансового инструмента, взвешенный на величину денежных потоков, приведенных к их современной стоимости.

Конкретное определение дюрации депозитов до востребования относится к числу наиболее сложных проблем. Некоторые банкиры смешивают два разных понятия: срок оседания депозита на счете и чувствительность стоимости обязательств к изменению процентных ставок. Трудность оценки дюрации состоит также в том, что менеджмент должен принять решение: подвергать банк процентному риску или нет.

Дюрация предполагает, что средняя продолжительность жизни актива (пассива) отличается от соответствующего срока погашения. Например, если банк выпустил депозитный сертификат на срок 6 мес., по которому ежемесячно выплачиваются проценты, то дюрация данного инструмента будет отличаться от срока его погашения. Дюрация данного депозитного сертификата будет соответствовать сроку его погашения только в том случае, когда вкладчику выплачивается вся сумма в конце шестимесячного срока. В силу того, что депозиты банка без срока востребования и с установленными сроками востребования могут быть изъяты клиентами в любой момент, определить дюрацию очень сложно. Однако можно утверждать, что банк подвержен процентному риску, недоучитывать который опасно.

На основе определения премии оценщик, по сути дела, проводит расчет добавленной стоимости ресурсной части баланса банка, которая представляет собой нематериальный актив.

Особо следует остановиться на оценке стоимости таких нематериальных активов, как лицензии. Лицензия на совершение коммерческим банком тех или иных операций на рынке имеет свою стоимость. Потребительная стоимость лицензии возникает в том случае, когда присоединяющий банк не обладает, например, лицензией на проведение операций с драгоценными металлами либо валютой. Если присоединяющая организация не обладает банковской лицензией, в частности, при вертикальной интеграции, можно проводить оценку стоимости банковской лицензии. При применении метода чистых активов стоимость лицензий заключается в затратах на их получение, а также затратах на обучение персонала и сдачу им квалификационных экзаменов. Другими словами, в этом случае целесообразно применять затратный подход в оценке.

При применении доходного подхода следует оценить чистый доход, который банк способен получить от использования той или иной лицензии. Традиционно в рамках доходного подхода можно применять два метода: дисконтирования денежных потоков и капитализации доходов. Поскольку доходы на рынке ценных бумаг, драгоценных металлов при операциях с иностранными валютами имеют существенное колебание, то преимущество должно быть отдано методу дисконтирования денежных

потоков. Однако нужно заметить, что в отличие от активов кредитной организации, числящихся на балансе, потоки денежных средств по брокерским, дилерским и другим операциям неопределенны.

Неопределенность величины и времени возникновения потоков зависит, с одной стороны, от наличия ресурсов для проведения этих операций; с другой — от непредсказуемости изменения котировок на рынках ценных бумаг, валютном и драгоценных металлов.

В связи с этим прогнозирование доходов и затрат, исходя из исторических данных о доходах и затратах в предыдущие периоды, возможно. Однако степень достоверности таких прогнозов будет очень низкой по следующим причинам. Во-первых, по новым инвестициям неизвестны стоимость ресурсов и перспективы их наличия. Во-вторых, неизвестна доходность потенциальных инвестиций. В-третьих, по уже существующей части, например, портфеля ценных бумаг, неизвестны будущая доходность и стратегические намерения в отношении конкретных пакетов ценных бумаг. Другими словами, неопределенность большой группы факторов позволяет утверждать, что применение доходного подхода при оценке стоимости лицензий нецелесообразно.

2.18. Краткие выводы об особенностях оценки банковского бизнеса

Рыночные условия хозяйствования предъявляют более высокие требования к организации и управлению банковским бизнесом. Наиболее перспективным показателем современной системы управления служат оценка стоимости компании и эффективное управление этой стоимостью. Потребность в оценке стоимости объектов сделки должна подкрепляться адекватными методами ее проведения, учитывая особенности этого вида бизнеса. Банковская деятельность имеет свою специфику, которую необходимо принимать во внимание при разработке концепции оценки и методологии ее проведения.

В условиях рыночной экономики банк можно рассматривать как товар особого рода с присущими ему свойствами полезности и стоимости. Потребительная стоимость кредитной организации определяется полезностью предоставляемых услуг. При этом потребительная стоимость банковского бизнеса обусловлена не только наличием лицензии на конкретные виды деятельности, но и добавленной потенциальной стоимостью ресурсной базы, наличием системы гарантирования (страхования) вкладов. Наряду с очевидными признаками потребительной стоимости банковских услуг кредитные организации обладают стоимостью.

Методология оценки стоимости кредитных организаций достаточно сложна и мало изучена в России и за рубежом. В зависимости от цели проведения оценки выбираются подходы и методы. Например, при слиянии или присоединении предпочтительно рассматривать банк как непрерывно функционирующую структуру и использовать доходный подход к оценке. Однако применение данного подхода с учетом особенностей банковского бизнеса имеет ряд ограничений, в частности, с одной стороны, недостаток объема информации; с другой — отсутствие налаженной системы бюджетирования в российских коммерческих банках. В современных условиях следует сделать выбор в пользу метода оценки по капиталу. Однако и этот метод требует учета особенностей оценки рыночной стоимости обязательств, которые создают потенциальную добавленную стоимость объекту оценки.

При внедрении рыночных методов оценки следует опираться на наиболее простой и доступный метод чистых активов. Однако это не означает, что теория и практика оценочной деятельности не должны опираться на более точный метод оценки — метод дисконтирования денежных потоков и доходный подход.

3. ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

3.1. Основные положения оценки акций

Оценка долевых ценных бумаг (акций), а также пакетов акций является составной частью оценки финансовых институтов. Принципиально важно отметить, что оценка акций не только определяет их стоимость, но и дает оценку легитимности, объема закрепляемых с их помощью прав собственности (правомочности владения и правомерности использования). Впервые необходимость оценки акций в России появилась в связи с началом приватизации (трансформации собственности), развитием рыночных отношений и рынка ценных бумаг. Но особенно эта потребность усилилась с середины 2000-х годов в связи с развитием акционерного капитала и укреплением финансовой стабильности России.

Оценка стоимости пакетов акций, как и оценка других видов активов, в основном базируется на требованиях международных стандартов оценки, которые, однако, не в полной мере учитывают российские реалии. Эти стандарты предусматривают использование достоверной и достаточной по объему информационной базы, четко действующей системы ограничений и регламентирующих условий, жесткие процедуры оценки.

В России профессиональная оценка стоимости акций находится в стадии формирования и развития, в связи с этим возникают проблемы выбора методов оценки, трактовки их содержания, определения целей и задач, видов оценки, обоснования отчетов о рыночной стоимости акций.

Рыночная стоимость акций в первую очередь зависит от соотношения спроса и предложения, которое определяется уровнем доходности, темпами прироста стоимости, конъюнктурой на данном сегменте рынка, общим состоянием фондового рынка. На рыночную стоимость оказывает влияние отраслевая принадлежность эмитента, его местонахождение, регион обращения ценных бумаг, уровень инвестиционного риска, мотивы поведения типичного покупателя и продавца.

3.2. Юридическое содержание акций

Юридическое содержание акций определено в первой части Гражданского кодекса РФ. Акция - ценная бумага, удостоверяющая имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при ее предъявлении (статья 142 ГК РФ). Акции как объект гражданского права имеют важное юридическое значение для создания реальных механизмов, обеспечивающих отчуждение или переход собственности от одного лица к другому. Акции, будучи документами, удостоверяющими имущественные права, не могут быть ограничены в обороте, если это не предусмотрено законом.

Акции, являясь объектом гражданского права, причисляются к вещам (в широком значении этого слова) как объекты сделок. Поэтому акция становится ценной бумагой не сама по себе, а потому, что отражает право на что-то, имеющее ценность. Юридическое значение акций заключается в удостоверении и фиксации определенных прав ее обладателя.

В силу вышесказанного акция не является материальным товаром, а ее ценность состоит в тех правах, которые она предоставляет своему владельцу. Изменения соотношений различных имущественных прав по поводу владения, распоряжения и управления ценными бумагами составляют основу фондового рынка.

Акция закрепляет за владельцем возможность реализации следующих прав:

- участие в управлении (право голоса) акционерным обществом;
- получение информации о деятельности общества;
- контроль за деятельностью общества;

- участие в распределении прибыли и получении дивидендов;
- право требования выкупа акций;
- право на покупку новых акций;
- получение соответствующей доли имущества при ликвидации акционерного общества.

Права, обеспеченные акциями, регламентируются федеральными законами «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», «Об ипотеке (залоге недвижимости)» и другими документами.

Необходимо особо подчеркнуть, что оценка акций непосредственно связана с оценкой права собственности. Именно объем прав определяет стоимость пакета акций, имеющегося у собственника.

3.3. Общие права владельцев обыкновенных акций и обеспечение этих прав

Право участия в акционерном капитале акционерного общества обеспечивается тем, что уставный капитал акционерного общества разделен на определенное число акций в соответствии с долей совладения предприятием, выраженной стоимостью акций.

Право на участие в управлении акционерным обществом реализуется при участии владельца акций в общем собрании акционеров. Влияние акционера прямо пропорционально размеру средств, вложенных им в уставный капитал, что обеспечивает каждому акционеру равные права (одна акция эквивалентна одному голосу). Каждый акционер может быть избран в органы управления обществом.

Право на получение дивидендов обеспечивается тем, что в уставе акционерного общества и в положении о выплате дивидендов определен порядок начисления и выплаты дивидендов акционерам.

Право на получение части имущества реализуется при ликвидации акционерного общества после удовлетворения требований кредиторов и при отсутствии иной задолженности общества.

Право на получение ценных бумаг или их сертификатов обеспечивается в документарной форме. При эмиссии акционеру выдаются на руки бланки акций, которые имеют несколько степеней защиты. При бездокументарной эмиссии акции существуют виртуально (условно) в электронном виде в памяти компьютера и в реестре. На руки акционеру выдается выписка со счетов или сертификат акций - документ, удостоверяющий право владения определенным числом акций (пакетом акций).

3.4. Объем прав собственников пакетов акций

Обладание 1% обыкновенных («голосующих») акций дает право на ознакомление со списком, участвующих в общем собрании акционеров, а также с данными о количестве и категории (типе) акций, которыми эти лица обладают. Владельцы 1% обыкновенных акций вправе обратиться в суд с иском к членам совета директоров, исполнительного органа, управляющей организации или управляющему о возмещении убытков, причиненных обществу их действиями (или бездействием).

Владельцы в совокупности 2% «голосующих» акций вправе вносить вопросы в повестку дня годового общего собрания акционеров и выдвигать кандидатов в совет директоров, исполнительный орган, ревизионную и счетную комиссии.

Владельцы 10% «голосующих» акций могут инициировать проведение внеочередного общего собрания акционеров с определением повестки дня.

При наличии 37,5% + 0,75 «голосующей» акции (75% кворума) производится: избрание органов управления обществом, принятие решений о размещении акций (эмиссионных ценных бумаг общества, конвертируемых в акции) посредством подписки; внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции; реорганизация и ликвидация общества; определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими

акциями; дробление и консолидация акций; одобрение крупных сделок и других сделок, в отношении которых имеется заинтересованность; приобретение обществом размещенных акций, принятие решений об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций; утверждаются внутренние документы, регулирующие деятельность органов общества.

Наличие 50% + 1 «голосующая» акция составляет полный кворум общего собрания акционеров. Но в принципе, с учетом того, что многие решения требуют простого большинства, то на практике **25% + 1** акция могут быть достаточны для того, чтобы были приняты решения о следующем:

- 1) внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции;
- 2) слияние, присоединение, разделение акционерного общества и выделение из него, если в договорах об этих формах реорганизации не предусмотрен иной порядок голосования; ликвидация общества;
- 3) прекращение полномочий любого члена совета директоров и досрочное прекращение полномочий исполнительных органов акционерного общества или его членов;
- 4) уменьшение уставного капитала общества путем уменьшения номинальной стоимости акций или путем приобретения части акций в целях сокращения их общего количества;
- 5) размещение обществом облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции;
- 6) определение размера вознаграждения (компенсационной выплаты) членам совета директоров;
- 7) выплата годовых дивидендов, срок, размер годового дивиденда и форма его выплаты по акциям каждой категории (типа);
- 8) консолидация и дробление размещенных и объявленных обыкновенных и привилегированных акций.

Владельцы 75% + 1 акция обладают всеми правами владельцев контрольного пакета с добавлением следующих прав: внесение изменений и дополнений в устав акционерного общества или утверждение новой редакции устава; принятие решения о реорганизации общества, определение предельного размера объявленных акций, принятие решения о совершении крупных сделок, связанных с приобретением и отчуждением обществом имущества; блокировать при делегировании пропорционального числа своих представителей в члены совета директоров решение об увеличении уставного капитала.

Пакет, в котором находится «**Золотая акция**», дает ее владельцу право наложить вето на любое решение общего собрания акционеров на срок до 6 месяцев. **100% голосов** (единогласное решение) необходимы при решении об учреждении общества, утверждении его устава и денежной оценки ценных бумаг, других вещей или имущественных прав, вносимых учредителем в оплату акций общества, а также при решении о преобразовании общества.

Объем прав акционеров значительно увеличивается при достижении объема пакетов акций пороговых величин в 2%, 10%, 25% + одна акция, 50% + одна акция, 75% + одна акция. Борьба за преобладание большего объема пакета акций предопределяет возникновение некоторых премий за получение дополнительных прав, приобретаемых акционерами после того, как величина пакетов, находящихся в собственности отдельных акционеров или групп акционеров, превысит определенные пороговые величины. На практике права владельцев пакетов ценных бумаг ограничиваются степенью их информированности, возможностями консолидации прав других владельцев, уровнем «распыленности» акций.

3.5. Экономическая сущность акций

Акции как экономическая категория характеризуются такими экономическими свойствами, как стоимость, ликвидность, доходность, наличие самостоятельного оборота, скорость обращения, инвестиционный потенциал. Это предопределяет место и роль акций в рыночной экономике в области распределительных, контрольных, стимулирующих, учетных функций.

Акции как предмет рыночных отношений способны к тому, что их можно передавать, покупать, продавать, обменивать, дарить, менять. Они могут использоваться и при оформлении других целевых рыночных отношений между участниками рынка.

Акции как товар обладают рядом особых свойств, так как они, с одной стороны, обращаются на рынке ценных бумаг, а с другой - одновременно отражает различные имущественные отношения. В процессе товарного обмена у акций проявляются два свойства: общественная полезность (потребительная стоимость) и свойство обмениваться на другие ценные бумаги, товары, деньги в определенных количественных пропорциях (меновая стоимость).

Как финансовый инструмент акции используются для осуществления следующих процедур: привлечение инвестиций; вложение финансовых ресурсов; покрытие бюджетного дефицита; платежи; залог; кредит и его обеспечение; активизация товарного оборота; формирование и изменение уставного капитала; трансформация собственности; реструктуризация; другие финансово-хозяйственные операции.

3.6. Основные факторы, влияющие на стоимость акций

На стоимость акций влияет целый ряд факторов. Главные из них: соотношение и изменения спроса и предложения; конкуренция; возможность замещения альтернативными финансовыми инструментами; котировки аналогичных и иных ценных бумаг; местонахождение и статус эмитента, его организационно-правовые характеристики; отраслевая принадлежность и территориальные особенности размещения эмитента (страна, республика, область, город, район); ликвидность пакета акций; его доходность или текущая стоимость будущего дохода; политическая, экономическая и социальная стабильность; степень финансового риска инвестиций в собственность данного вида.

К внешним относятся факторы, не зависящие непосредственно от фондового рынка (инфляция, безработица, политические и экономические кризисы). Внутренние факторы связаны с развитием фондового рынка, его конъюнктурой, степенью экономической независимости и состоятельности эмитента. Основными факторами воздействия на стоимость пакета акций являются конъюнктура фондового рынка (взаимодействие спроса и предложения) и конкуренция. Неудовлетворенный спрос ведет к повышению, а избыточное предложение - к снижению цен. Конкуренция либо способствует понижению цен при монопольном развитии рынка ценных бумаг или повышает уровень цен при наличии монополии (одного покупателя) на данном рынке. Российский фондовый рынок характеризуется одновременным наличием монополии эмитентов и монополии инвесторов.

Макроэкономические факторы, влияющие на стоимость пакета акций: общие тенденции развития экономики страны в целом и фондового рынка в частности (изменение фондовых индексов), политика государства и конкретные действия его институтов (например, участие государства как крупного инвестора в операциях на фондовом рынке, что наблюдается сегодня). К микроэкономическим факторам относятся: уровень и направления развития регионального фондового рынка или отдельного отраслевого сегмента рынка ценных бумаг; деятельность эмитента и его контрагентов.

К объективным факторам, в частности, можно отнести повышение или уменьшение инвестиционной привлекательности пакета акций. К субъективным относятся факторы, связанные с мотивацией поведения потенциальных инвесторов, предпочтения которых во многом определяют уровень стоимости акций. На фондовом рынке всегда присутствуют те или иные предпочтения, что отражается в возможности диверсификации активов и на этой основе уменьшении неблагоприятных последствий неожиданных событий.

3.7. Факторы риска, влияющие на стоимость пакета акций

Случайные факторы связаны с уровнем инвестиционного риска вложений в ценные бумаги, что, в свою очередь, связано с возможностью неполучения прибыли и потерей (полной или частичной) средств. Риск может быть связан с вложениями в рискованные ценные бумаги, с недостаточной полнотой и достоверностью информации, общим финансовым кризисом, обесцениванием вложения, с появлением более эффективных альтернативных финансовых инструментов.

Политический риск определяется расстановкой политических сил в обществе, степенью политической стабильности, возможностью (вероятностью) изменения политической системы в стране.

Экономический риск связан со степенью устойчивости социального и экономического положения, с вероятностью падения рынка ценных бумаг.

Законодательный риск связан с возможностью изменения существующих нормативно-правовых документов, а также появлением новых документов, существенно изменяющих ситуацию на фондовом рынке и смежных сегментах рынка.

Инфляционный риск связан с вероятностью обесценивания доходов, получаемых от ценных бумаг, снижения их реальной покупательной способности.

Процентный риск обусловлен возможным изменением процентных ставок доходности, учетной ставки ЦБ РФ.

Селективный риск связан с неверной оценкой инвестиционных качеств акций или их ошибочным выбором.

Отраслевой риск определяется зависимостью инвестиционных качеств акций от отраслевой принадлежности эмитента акций.

Региональный риск возникает из-за влияния на инвестиционные качества, на доходность акций региональных особенностей эмитента.

Операционный риск обусловлен недостаточным качеством работы менеджмента, технического персонала, возможными нарушениями технологии операций с акциями.

Технический риск может реализоваться из-за сбоев в работе систем по обработке информации, нарушений в процедуре расчетов, неполной поставки акций (пакетов акций).

4.7. Основные критерии оценки акций

Основными критериями оценки акций являются: **цели оценки, вид стоимости, статус эмитента, инвестиционные качества и управленческие возможности.**

Цели оценки связаны с мотивами владения и приобретения ценных бумаг. Преобладающими мотивами владения и приобретения долевых ценных бумаг (акций) являются:

- 1) контроль над собственностью, участие в капитале акционерного общества;
- 2) выгодное размещение средств путем вложения в высокодоходные и ликвидные, а также в недооцененные акции - сбережение и накопление

капитала;

3) приращение капитала за счет получения дохода как регулярного (дивиденд), так и спекулятивного от последующей продажи по более высокой цене;

4) избежание и уменьшение инвестиционного риска путем вложений в акции с малым риском, конвертирования и диверсификации акций.

Цели оценки определяют вид оцениваемой стоимости акций. Классификация основных видов стоимости акций приведена ниже.

3.8. Основные виды стоимости акций

Номинальная стоимость - отношение величины уставного капитала общества к числу выпущенных акций. Она применяется, во-первых, при создании акционерного общества (отражает величину уставного капитала общества как суммы стоимости всех акций по номинальной стоимости). Во-вторых, при определении **нарицательной стоимости**, обозначенной на бланке акции, представляющей долю акционерного капитала, приходящуюся на одну акцию. В-третьих, при расчете дивидендов и определении стоимости выплат акционерам при ликвидации общества.

Балансовая стоимость - отношение общей стоимости имущества общества (по балансу) к числу акций. Она исчисляется при страховании, залоге, погашении и аннулировании ценных бумаг, реорганизации, реструктуризации, ликвидации общества.

Рыночная стоимость, которая определяется на принципах оценочной деятельности и применяется для следующих целей: купли-продажи, конвертирования акций; анализа конъюнктуры биржевого рынка; определения цены торгов, конкурсов и других форм свободного рыночного обращения или средней цены предложения (спроса), формирования портфеля акций, прогнозирования доходности и определения эффективности инвестиций.

Ликвидационная стоимость — стоимость реализуемого имущества ликвидируемого общества, приходящаяся на одну акцию. Она используется при ликвидации общества, погашении, ликвидации, аннулировании акций, уменьшении уставного капитала.

3.9. Основные подходы и методы оценки акций

В процедурах оценки акций используются три классических подхода.

Затратный (имущественный) подход основан на позиции, что акция стоит столько, сколько стоит соответствующая доля затрат на создание данного действующего предприятия (бизнес эмитента). Основным является положение о том, что стоимость акций тесно связана с производственно-технологической, экономической, экологической, научно-технической или инновационной, коммерческой, социальной результативностью деятельности эмитента. По концепции замещения рыночная стоимость акций берется равной рыночной стоимости акций «замещаемого предприятия». Стоимость замещения определяется как затраты на создание аналогичного производства. Такая концепция весьма зависима от достоверности баланса и действительного финансово-хозяйственного состояния эмитента. Наиболее распространенным является метод оценки акций на основе определения стоимости чистых активов. Преимущества затратного подхода состоят в том, что он базируется на рыночной стоимости реальных активов, а его недостатки связаны с невозможностью учесть перспективы развития эмитента.

При **доходном подходе** оценка акций основывается на оценке их доходности. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает, прежде всего, будущий доход. Инвестора интересует не столько стоимость

основных фондов предприятия (стоимость имущественного комплекса в целом), сколько величина чистой прибыли, которую способно принести предприятие в будущем, а также тот доход, который может быть получен при продаже своей доли в бизнесе эмитента (в форме пакета акций) через определенный временной период.

Сравнительный подход к оценке акций основан на трех методах: методе рынка капитала (оценка стоимости акционерного общества, аналогичного по величине и структуре акционерного капитала), методе сделок (оценка аналогичных по характеристикам и стоимости пакетов акций), методе мультипликаторов (использование в оценке акций отраслевых финансовых и фондовых коэффициентов). Фондовые коэффициенты основаны на соотношениях цены и определенных параметров пакетов акций или дохода на одну акцию. В качестве базы сравнения берется цена одной акции, определенного пакета акций или 100% акций. Эти коэффициенты позволяют инвестору определить, какая доля совокупной прибыли, дивидендов и собственного капитала предприятия приходится на каждую акцию. Сравнение предполагает реализацию принципа альтернативных инвестиций. Заметим здесь, что стремление инвестора получить максимальный доход от инвестиций при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен.

В целом различные подходы к оценке акций базируются на анализе активов или на изучении динамики (кинетики) доходов.

3.10. Специфика оценки пакетов акций

Оценка стоимости пакетов акций в современных российских условиях является достаточно сложной задачей. Поскольку управленческие возможности акции зависят от ее принадлежности к тому или иному пакетам, а также от возможностей реализации прав собственника, то оценивают, соответственно, контрольные и неконтрольные пакеты акций. Контрольным (мажоритарным) является пакет акций, величина которого позволяет владельцу существенным образом влиять на управление акционерным обществом. Неконтрольный (миноритарный) пакет не обеспечивает должного контроля за деятельностью акционерного общества. Поэтому объем контроля определяет фактическая стоимость контроля, а доля владения - стоимость владения, степень ликвидности - возможность быстрой реализации данного пакета ценных бумаг. Чем меньше эти величины, тем выше скидки, а значит, меньше суммарная стоимость соответствующих пакетов.

Итак, к основным параметрам контроля за деятельностью акционерного общества относятся: форма контроля, его регламент, характер, цели, методы, субъекты, процедура. Важным понятием в оценке пакетов акций является, с одной стороны, термин «премия за контроль» и, с другой стороны, скидка, учитывающая недостаточный контроль.

Премия за контроль - повышение рыночной цены акций в результате положительного влияния отдельных выше приведенных факторов или возникновения дополнительных свойств оцениваемого пакета. **Скидка**, учитывающая недостаточный контроль, наоборот, означает относительное уменьшение стоимости пакета акций из-за отрицательного влияния отдельных факторов или отсутствия необходимых свойств и качеств. В оценочной практике средняя премия за контроль составляет 30-40%, а скидка со стоимости пакета акций за меньшую долю - 20-25%. Премии и скидки в практике оценки применяются к стоимости сопоставимого пакета по котируемым акциям, а по некотируемым акциям - к средней стоимости предыдущих сделок, если они были. При отсутствии последних - рыночной стоимостью пакета, определенной независимым оценщиком.

Инвесторы всегда стремятся к контролю над компанией. Главная ценность контроля заключена в том, что владельцы контрольных пакетов акций имеют право формировать стратегию компании. Поэтому ведущий инвестор готов купить акции с премией, то есть с превышением цены по сравнению со среднерыночной. Это связано не столько с психологическим стимулом быть главным, первым: частные выгоды контроля состоят в привилегиях, которыми обладают руководители компаний (в отличие от их коллег-акционеров, которые эти преимущества вынуждены оплачивать). Использование денег компании для оплаты личных привилегий есть, пожалуй, видимый, но не основной способ обращения ресурсов компании на пользу того, кто ее контролирует. Другим источником выгод для главного акционера является возможность назначать трансфертные (внутри акционерного общества) цены, по которым компания рассчитывается с потребителями и поставщиками. Тем не менее, следует учитывать, что в целом полная и непосредственная оценка величины частных выгод крайне сложна и затруднена. Кроме ценности контроля, получаемой главным акционером в виде частных выгод, нужно иметь в виду, что они ниоткуда не берутся, кроме как от участия и степени защищенности прав более мелких акционеров.

Неудивительно, что нередко наблюдается такая картина: существенные частные выгоды у главных акционеров разрушают многие простые процедуры получения стандартных финансовых результатов. Так, цену компании нельзя определить, просто умножив рыночную цену акций на количество акций. Если один акционер контролирует большинство голосов, то следует учитывать, что рыночная цена является отражением ценности меньшинства акций, а, следовательно, стоимость компании окажется преуменьшенной. Напротив, когда два крупных акционера соревнуются за обладание контрольным пакетом, рыночная цена акций будет находиться под влиянием ценности контролирующих акций и стоимость компании в целом окажется преувеличенной.

Поэтому для цели возможной продажи предприятия (бизнеса) важно оценить действительную рыночную стоимость пакета акций на основе классических подходов к оценке на основании реализации 100%-ного пакета акций с государственной регистрацией перехода прав собственности. Определение стоимости 100%-ного пакета акций осуществляется на основе оценки стоимости бизнеса. При этом следует иметь в виду, что сумма стоимостей всех отдельных пакетов акций (долей бизнеса) может равняться, а может и отличаться от стоимости бизнеса в целом. В большинстве случаев сумма стоимостей отдельных пакетов (долей) меньше стоимости всего предприятия, если бы оно было приобретено одним покупателем, ибо владение предприятием, оцениваемым как единое целое, дает больше выгоды, чем сумма всех интересов на миноритарной (долевой) основе.

3.11. Стоимость пакета акций в зависимости от его ликвидности

Ликвидность пакета акций зависит от объема контроля, его инвестиционных качеств и управленческих возможностей ценных бумаг, вероятности получения дохода (возможности роста стоимости пакета акций и получения дивидендов). Совокупность инвестиционных качеств и управленческих возможностей акций определяет их инвестиционную привлекательность, а значит, прямо влияет на их ликвидность. На это же влияют статус эмитента, его деловая репутация, экономическая состоятельность и доходность финансово-хозяйственной деятельности. По котировемым акциям основой определения скидки (или премии) за ликвидность могут служить рыночная стоимость, а так же скорость и уровень издержек реализации сопоставимых пакетов. В случае, когда акции не котируются на рынке, определение ликвидности, скидок и премий за ликвидность следует доверять оценщикам, при этом считается, что контрольные пакеты акций обладают большей ликвидностью. При равных условиях пакет

акций закрытого акционерного общества, как правило, имеет рыночную стоимость более низкую, чем сопоставимый пакет акций открытого акционерного общества.

3.12. Порядок оценки рыночной стоимости пакетов акций

Первым этапом оценки пакетов акций является определение рыночной стоимости предприятия (акционерного общества), из чего, в свою очередь, с учетом скидок на недостаточную ликвидность и неполный контроль, определяется реальная стоимость пакетов акций.

Рыночная (реперная) стоимость одной акции определяется делением рыночной стоимости предприятия (бизнеса) на общее число обыкновенных акций. Рыночная же стоимость отдельных пакетов акций более сложна, так как зависит от их объема, который, в свою очередь, определяет величину премий за контроль и скидок за недостаточную ликвидность пакетов акций.

Объем прав акционеров в зависимости от объема имеющегося в их собственности пакета обыкновенных акций рассмотрен выше. Здесь мы напомним, что он имеет значительные различия в правах акционеров - владельцев различных миноритарных и мажоритарных пакетов акций. В соответствии с тем, что объем прав акционеров соответственно увеличивается при достижении пакетов в 2%, 10%, 25%+1, 50%+1, 75%+1 акция, то при их оценке обоснованным является предоставление премий за получение дополнительных прав, приобретаемых акционерами после того, как величина пакетов, находящихся в собственности отдельных акционеров или групп акционеров, превысит данные пороговые величины.

Учет влияния размера пакета акций на его стоимость проводится на основе постановления Правительства РФ от 31 мая 2002 г. № 369 «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества», в котором приведена таблица весовых коэффициентов контроля. В соответствии с этим постановлением стоимость пакета акций определяется умножением коэффициента контроля (**КК**) на величину стоимости предприятия, умноженную на долю акций в пакете. **Премия за контроль** определяется по коэффициентам, приведенным в таблице 10.

Таблица 10

Весовые коэффициенты контроля (коэффициенты, учитывающие зависимость стоимости пакета от его величины и соответствующей степени контроля)

Количество акций (процентов уставного капитала) в оцениваемом пакете	Коэффициент контроля, КК
от 75% до 100%	1
от 50% + 1 акция до 75% - 1 акция	0,9
от 25% + 1 акция до 50%	0,8
от 10% до 25%	0,7
от 1 акции до 10% - 1 акция	0,6

Ликвидность - способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателей. Исходя из этого, **скидка за недостаточную ликвидность** определяется как величина или доля, на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной ликвидности. Высокая ликвидность увеличивает стоимость ценной бумаги, низкая - снижает. Базовая величина, из которой вычитается скидка за недостаточную ликвидность, исходит из стоимости высоколиквидного сопоставимого пакета.

Выделяют две группы факторов, увеличивающих и уменьшающих размер скидки. Первая группа включает следующие факторы:

- низкие дивиденды или невозможность их выплаты;
- неблагоприятные перспективы продажи компании или ее акций;
- ограничения на операции с акциями (например, законодательные ограничения свободной продажи акций закрытых компаний).

Ко второй группе факторов относятся:

- возможность свободной продажи акций или самой компании;
- высокие выплаты дивидендов.

Размер пакета акций относится к такому фактору, который может, как увеличить, так и снизить скидку за недостаточную ликвидность. В то же время, следует иметь в виду, что степень контроля взаимосвязана (не прямым образом) со степенью ликвидности: контрольный пакет акций требует меньшей скидки за недостаточную ликвидность, чем миноритарный пакет.

3.13. Пример расчета величин рыночной стоимости контрольного и миноритарных пакетов акций

Исходные данные для расчета: рыночная стоимость предприятия ЗАО «Апогей» на 1 июля 2005 года (стоимость бизнеса) составляет величину $C_B = 23,1$ млн. руб., общее число обыкновенных акций $N_A = 5000$; усредненная (реперная) стоимость одной акции $C_A = C_B / N_A = 4620$ руб. Оценке подлежат семь пакетов акций величиной 52%, 26%, 11%, 4%, 3% и два пакета объемом 2%. Для определения величин стоимости пакетов акций различного объема разобьем весь 100%-ный пакет на части (отдельные пакеты) и найдем стоимость каждого пакета и отдельной акции в нем с учетом коэффициента контроля (табл. 11).

При расчете стоимости пакетов акций с учетом их ликвидности рассчитывают соответствующую скидку со стоимости каждого пакета.

На основе изучения проблемы оценки акций закрытых акционерных обществ можно сделать следующий вывод: скидки на недостаточную ликвидность для акций закрытой компании сравнительно с их аналогами, торгуемыми на открытом фондовом рынке (акциями открытых акционерных обществ), в зависимости от объема пакета составляют величину, лежащую в интервале 35%—60%. Принимая во внимание эти данные, а также то, что контрольный пакет акций является более привлекательным товаром на данном сегменте рынка, чем миноритарные пакеты, считается, что скидка за недостаточную ликвидность для контрольного пакета (пакет величиной 52%) данного закрытого акционерного общества составит минимальную из вышеупомянутых значений величину - 35%, а для самого мелкого пакета (миноритарный пакет объемом 2%) максимальную величину - 60%.

Стоимость пакетов акций с учетом коэффициента контроля

Количество Акции в пакете (абсолютная величина пакета)	Доля в уставном капитале (относительная величина пакета)	Реперная Стоимость пакета (тыс. руб.)	Кк	Стоимость пакета с учетом коэффициента контроля (тыс. руб.)	Стоимость акции в пакете (руб.)
2600	52,0%	12012	0,9	10811	4158
1300	26,0%	6006	0,8	4805	3696
550	11,0%	2541	0,7	1779	3235
200	4,0%	924	0,6	554	277
150	3,0%	693	0,6	416	277
100	2,0%	462	0,6	277	277
100	2,0%	462	0,6	277	277
5000	100,0%	23100		18919	4620

Введем для расчетов понятие коэффициента ликвидности, равного $K_l = (1 - \text{скидка})$ и относительной величины пакета (в %) - коэффициент объема n . Тогда для контрольного пакета величина коэффициента ликвидности равна $K_{l \max} = (1 - \text{скидка}_{\text{мл}}) = 1 - 0,35 = 0,65$, а для самого малого миноритарного пакета $K_{l \min} = (1 - \text{скидка}_{\text{мак}}) = 1 - 0,60 = 0,40$. Итак, наименьшему из пакетов - пакету объемом $n = 2\%$ соответствует $K_{l \min} = 0,40$, а наибольшему пакету - объемом $n = 52\%$ соответствует $K_{l \max} = 0,65$. Тогда, располагая значения коэффициента ликвидности K_l в диапазоне от $K_{l \min} = 0,40$ (при $n = 2\%$) до $K_{l \max} = 0,65$ (при $n = 52\%$) равномерно, получим для коэффициента ликвидности как функции $K_l(n)$ следующую линейную функцию:

$$K_l(n) = 0,005 \times n + 0,4$$

В табл. 12 представлены результаты расчетов рыночной стоимости пакетов акций акционеров (в тыс. руб.) оцениваемого ЗАО с учетом коэффициента контроля и скидки за недостаточную ликвидность. Это и есть окончательные результаты по оценке величин рыночной стоимости контрольного и миноритарных пакетов акций оцениваемого предприятия ЗАО «Апогей».

с учетом коэффициента контроля и скидки за недостаточную ликвидность (тыс. руб.)

Количество акций в пакете (абсолютная величина пакета)	Доля в уставном капитале (относительная величина пакета)	Стоимость Пакета С учетом Коэффициента контроля (тыс. руб.)	Кк	Стоимость пакета с учетом Контроля и Скидки за Недостаточную ликвидность (тыс. руб.)	Стоимость акции в пакете (руб.)
2600	52,0%	10811	0,65	10811	0,270
1300	26,0%	4805	0,52	4805	0,192
550	11,0%	1779	0,45	1779	0,146
200	4,0%	554	0,41	554	0,114
150	3,0%	416	0,41	416	0,114
100	2,0%	277	0,40	277	0,111
100	2,0%	277	0,40	277	0,111
5000	100,0%	18919		18919	

Предпоследний столбец в вышеприведенной табл. 12 выделим в отдельную таблицу 13, в которой свяжем размер пакета акций и соответствующую ему рыночную стоимость (для большей наглядности полученного результата).

Таблица 13

**Связь размера пакета акций
и соответствующей ему рыночной стоимости**

	Мажоритарный пакет акций	Миноритарные пакеты акций					
		26,0%	11,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
Размер пакета	52,0%						
Рыночная Стоимость пакета (тыс. руб.)	7027	2499	801	227	171	111	111

Оценки величин рыночной стоимости контрольного пакета и шести миноритарных пакетов акций закрытого акционерного общества, проведенная с учетом скидок за недостаточный контроль и за низкую ликвидность, показала, что суммарная стоимость отдельных пакетов акций существенно меньше рыночной стоимости бизнеса ЗАО. Таким образом можно утверждать, что этот эффект тем более выражен, чем больше степень распыленности полного пакета по отдельным пакетам акций.

4. РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ НА ОСНОВЕ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ

4.1. Цели реструктуризации

Рыночные преобразования открывают новую перспективу для российского бизнеса, но в то же время становится ясно, что многие предприятия имеют мало шансов выжить под давлением конкуренции и в новых условиях хозяйствования без существенной реорганизации. Экономика унаследовала структуру, в которой ресурсы (капитал, рабочая сила, земля и предпринимательские способности) недоиспользуются на крупных промышленных и сельскохозяйственных предприятиях.

Главная цель реструктуризации — поиск источников развития предприятия (бизнеса) с помощью внутренних и внешних факторов. Внутренние факторы основаны на выработке операционной, инвестиционной финансовой стратегий создания стоимости за счет собственных и заемных источников финансирования; внешние — на реорганизации видов деятельности и структуры предприятия. Стратегическая цель реструктуризации — повышение стоимости акционерного капитала за счет эффективного использования ресурсов.

Внешнее развитие предприятия основано на купле (продаже) активов, подразделений, 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 обстоятельств, существует стоимостной разрыв.

Стоимостной разрыв — разница между текущей стоимостью предприятия при существующих условиях и текущей стоимостью предприятия после реструктуризации:

$$NPV_C = [D(PN)n + ((EE)n - (EE)n + (T)n]r$$

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 прибыли 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 структурирования 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 ожидаемой в будущем прибылью.

Корпоративное реструктурирование подразумевает изменения в структуре капитала или собственности, связанные с операционным (деловым) циклом компании и основанные на использовании факторов внешнего роста капитала.

4.2. Формы реорганизации предприятий

В России реорганизация акционерного общества может быть осуществлена в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования в соответствии с Законом «Об акционерных обществах».

Слияние – возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением деятельности последних. При этом заключается договор о слиянии и вопрос о реорганизации общества выносится на решение общего собрания.

Присоединение – прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому обществу. Все права и обязанности присоединяемого общества переходят к присоединяющему.

Выделение – создание одного или нескольких обществ с передачей части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения последнего.

Преобразование – на примере, если общество с ограниченной ответственностью преобразуется в производственный кооператив, то к вновь возникшему юридическому лицу переходят все права и обязанности нового общества в соответствии с передаточным актом. 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.

Несостоятельность (банкротство) предприятия возникает в случае признания факта несостоятельности арбитражным судом или после официального объявления о ней предприятием-должником при его добровольной ликвидации. В этом случае 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.

В случае реструктуризации, предотвращающей угрозу захвата, или сохраняющей собственность и контроль, привлекательным 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 требоваться более высокая доля голосов.

4.3. Оценка стоимости предприятия при реструктуризации

При такой оценке при определении наиболее рациональной совместимости предусматривают следующие процедуры:

- анализ сильных и слабых сторон участников сделки;
- прогнозирование вероятности банкротства;
- анализ операционного (производственного) и финансового рисков;
- оценку потенциала изменения чистых денежных потоков.

В принципе затраты на реорганизацию следует рассматривать как вариант капиталовложений, а именно – ожидание в будущем прибыли (потока доходов) от стартовых затрат. Это исходит от желания акционеров обеспечить благосостояние в долгосрочном периоде.

При оценке предполагаемого проекта реорганизации необходимо составить прогноз будущих денежных потоков, ожидаемых после завершения сделки. При этом делается расчет **синергических эффектов**, чтобы предусмотреть предельное влияние реорганизации. Термин «синергия» означает реакцию на комбинированное воздействие двух или нескольких организмов, проявляющееся в том, что совместное действие превышает эффект каждого компонента в отдельности. Это может быть выражено формулой: $2+2 = 5$. Однако при продаже части активов может возникнуть эффект обратного синергизма: $4 - 2 = 3$. Суть этого заключается в том, что предлагаемые для реализации активы могут представлять интерес для другой компании, готовой заплатить за них более высокую цену.

Синергия может проявляться в двух направлениях: прямая и косвенная выгода.

Прямая выгода – это увеличение чистых активов 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. 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 правления. 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 организации новых структур; 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 положительно 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.

Одно из практических наблюдений - оценка эффективности реорганизации может оказаться проще и эффективнее оценки нового инвестиционного проекта, так как объединяются уже действующие предприятия.

Прогнозы объема продаж, издержек, как правило, бывают основаны на результатах прошлых лет, следовательно, они более точные.

Косвенная выгода заключается в увеличении 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 (соотношение между ценно и прибылью). Поскольку целью финансового управления акционерного общества является повышение благосостояния акционеров, следовательно, увеличение прибыли на акцию, рассмотрим данный аспект подробнее.

Пример. Компания X рассматривает возможность слияния с компанией У. Характеристики компаний представлены в табл. 14 (данные приведены в условных единицах).

Таблица

14

Показатели финансовой деятельности компаний X и У. ■

Показатель	Компания X	Компания У
Чистая прибыль	5000	2500
Количество обыкновенных акций	2500	1500
Прибыль на акцию	2,0	1,67
P/E	10	7
Цена одной акции	20	11,7

Общества, участвующие в слиянии, определяют порядок конвертации акций каждого общества в акции или иные ценные бумаги нового общества на основе менового соотношения по формуле:

**меновое соотношение = рыночная цена поглощаемой компании x число предложенных акций :
рыночная цена акции поглощаемой компании.**

По условию примера рыночная цена акции компании X равна 20, компании Y — 11,7, меновое соотношение будет равно 0,585 (11,7 : 20).

Компания X должна обменять 0,585 своей акции у компании Y за 1 акцию компании Y. Однако такие условия обмена могут не заинтересовать акционеров компании Y. Допустим, акционеры компании Y согласны на условия обмена исходя из рыночной цены акций компании Y, равной 12. В этом случае за каждую акцию компании Y необходимо передать 0,6 компании X, для чего требуется выпустить дополнительно 900 обыкновенных акций компании X.

Финансовые показатели компании X+Y после слияния будут дующие:

Чистая прибыль (данные финансовых отчетов суммируются).....7500
Количество акций.....3400
Прибыль на акцию.....2,2

Исходя из того, что прибыль сливающихся компаний осталась без изменения, общая прибыль на акцию в результате объединения повысилась. Однако акционеры компании Y получили 0,6 акции компании X, следовательно, они могут рассчитывать и на соответствующую долю прибыли $(0,6 \cdot 2,2) = 1,32$, что уступает исходному значению прибыли до слияния (1,67). Мультипликатор P/E по условиям сделки был равен 7,18 $(12 : 1,67)$, что превышает исходное значение 7. Соотношение 7,18 : 7, несмотря на снижение прибыли на акцию, может в долгосрочной перспективе свидетельствовать о возможном увеличении дохода на акцию после слияния.

Снижение (размывание) прибыли на акцию для акционеров компании X произойдет в том случае, если соотношение P/E по акциям компании Y превысит исходное соотношение P/E по акциям компании X. Возможные последствия реструктуризации на прибыльность акционерного капитала рассчитываются по следующим параметрам:

- изменение прибыли на акцию исходя из менового соотношения;
- изменение мультипликатора P/E как индикатора возможных краткосрочных перспектив;
- размеры сливающихся компаний: как правило, более крупная компания имеет значение мультипликатора P/E выше, следовательно, до определенного предела (рыночная цена обмена) результатом слияния будет повышение общей прибыли на акцию.

Чем больше значение мультипликатора P/E поглощаемой компании по сравнению с аналогичным показателем поглощаемой компании и различие в объемах получаемой прибыли, тем значительнее увеличение мультипликатора P/E поглощаемой компании в результате слияния.

Если ориентироваться на краткосрочную перспективу, то многие сделки по слиянию приводят к «разводнению» прибыли на акцию и будут признаны неэффективными. Однако «разводнение» может быть компенсировано, если различие в темпах роста прибыли двух компаний значительное, а цена, выплачиваемая с учетом большего значения мультипликатора P/E, рассматривается как инвестиции, рассчитанные на несколько лет.

Процесс реструктуризации предприятия объективно необходим в условиях динамично развивающейся экономики. Экономический смысл реструктурирования можно определить как обеспечение эффективного

использования производственных ресурсов, приводящее к увеличению стоимости бизнеса. В качестве критерия эффективности проводимых преобразований выступает изменение стоимости бизнеса. Базовой моделью расчета стоимости предприятия в целях реструктуризации выступает метод дисконтирования денежных потоков.

Факторы увеличения стоимости бизнеса можно разделить на внутренние и внешние. Внутренние стратегии создания стоимости основаны на анализе источников формирования денежного потока предприятия в результате операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

Внешние стратегии создания стоимости формируют три направления реструктурирования: стратегическую реорганизацию; реорганизацию предприятий в случае несостоятельности (банкротства); реорганизацию с целью предотвращения угрозы захвата.

Оценка стоимости предприятия в целях реструктурирования подразумевает оценку «как есть» исходя из данных о текущем состоянии предприятия и оценку предполагаемого проекта реструктуризации на основе прогнозируемых денежных потоков с учетом синергического эффекта.

Словарь терминов

АДМИНИСТРАТИВНЫЙ УПРАВЛЯЮЩИЙ—арбитражный управляющий, утвержденный арбитражным судом для проведения финансового оздоровления в соответствии с законодательством.

АКТИВ — а) совокупность вещей, принадлежащих лицу на праве собственности или в силу иного вещного права; б) совокупность прав на чужие действия.

АМОРТИЗАЦИОННЫЕ ОТЧИСЛЕНИЯ — отчисление части стоимости основных фондов (основного капитала) для возмещения их износа.

АНАЛОГ—объект, сходный или подобный оцениваемой недвижимости.

АННУИТЕТ—серия равновеликих платежей, получаемых или выплачиваемых через равные периоды времени в течение определенного срока. Различают обычный аннуитет, при котором выплаты производятся в конце каждого периода времени, и авансовый аннуитет, платежи по которому, осуществляются в начале каждого периода времени.

АРБИТРАЖНЫЙ УПРАВЛЯЮЩИЙ — (временный управляющий, административный управляющий, внешний управляющий или конкурсный управляющий) —лицо, принимающее на себя функции управления предприятием-должником для вывода его из кризисной ситуации. По законодательству РФ он назначается арбитражным судом для проведения процедур банкротства, является членом одной из саморегулируемых организаций.

АРЕНДА—юридически оформленное право владения и (или) пользования, при котором собственник за арендную плату передает свой объект недвижимости на срок аренды другому лицу (арендатору) для использования по целевому назначению.

АРЕНДНАЯ ПЛАТА — плата за пользование чужим имуществом. Величина и периодичность выплаты арендной платы устанавливаются в договоре, заключаемом между арендодателем и арендатором.

БАЛАНС — общий свод результатов бухгалтерского учета предприятия, характеризующий финансовое положение предприятия на определенную дату. Баланс содержит статьи, отражающие имущество предприятия (активы), и статьи, противопоставляющие им собственный и заемный капитал (пассивы). В бухгалтерском балансе должно быть обязательное равенство актива и пассива.

БАЛАНСОВАЯ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ — стоимость, рассчитанная по данным бухгалтерского учета о наличии и движении различных видов имущества предприятия. Она

представляет собой разницу между балансовой стоимостью всех активов и общей суммой обязательств.

БЕЗРИСКОВАЯ СТАВКА—процентная ставка по инвестициям с наименьшим риском, обычно это ставка доходности по долгосрочным государственным обязательствам.

БИЗНЕС—любой (разрешенный законом) вид деятельности, приносящий доход или другие выгоды.

БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ АННУИТЕТА (НАКОПЛЕНИЕ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ ЗА ПЕРИОД) — одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета будущей стоимости периодических равновеликих взносов при известных величинах: текущей стоимости взноса, процентной ставке и числе периодов.

ВАЛОВОЙ РЕНТНЫЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР — среднестатистическое отношение рыночной цены продажи объекта к потенциальному или действительному валовому доходу определенного вида доходной недвижимости.

ВЗНОС НА АМОРТИЗАЦИЮ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ (ПЕРИОДИЧЕСКИЙ ВЗНОС В ПОГАШЕНИЕ КРЕДИТА) — одна из шести функций сложного процента, используемая для расчета величины будущих периодических равновеликих платежей в погашение определенной текущей стоимости (кредита) при известном проценте, начисляемом на уменьшающийся остаток кредита.

ВНЕШНЕЕ УПРАВЛЕНИЕ (СУДЕБНАЯ САНАЦИЯ) — процедура при банкротстве, применяемая к должнику в целях восстановления его платежеспособности, с передачей полномочий по управлению должником внешнему управляющему.

ВНЕШНИЙ УПРАВЛЯЮЩИЙ—лицо, назначаемое арбитражным судом для проведения внешнего управления и осуществления установленных законом полномочий.

ВНЕШНЯЯ ИНФОРМАЦИЯ В ОЦЕНКЕ — информация, характеризующая условия функционирования оцениваемого предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом.

ВНУТРЕННЯЯ ИНФОРМАЦИЯ В ОЦЕНКЕ — информация, характеризующая эффективность деятельности оцениваемого предприятия.

ВНУТРЕННЯЯ СТАВКА ДОХОДА — процентная ставка на вложенный капитал, при которой сумма текущих стоимостей доходов от инвестиций равна текущей стоимости инвестиционных затрат.

ВРЕМЕННАЯ ОЦЕНКА ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ — приведение к сопоставимому виду денежных сумм, возникающих в разные периоды времени.

ВРЕМЕННЫЙ УПРАВЛЯЮЩИЙ — арбитражный управляющий, утвержденный арбитражным судом для проведения наблюдений в соответствии с законом.

GAP — разница (разрыв) между чувствительными к процентной ставке активами и чувствительными к процентной ставке пассивами.

ГУДВИЛЛ (деловая репутация фирмы) — часть нематериальных активов предприятия, обусловленная доброй репутацией, деловыми связями, известностью фирменного наименования, фирменной марки. Гудвилл возникает, когда предприятие получает стабильные высокие прибыли, превышающие средний уровень в данной отрасли.

ДАТА ОЦЕНКИ — дата, по состоянию на которую производится оценка стоимости объекта.

ДВИЖИМОЕ ИМУЩЕСТВО — это имущество, перемещаемое без ущерба ему самому или объектам недвижимости, с которыми оно связано.

ДЕЙСТВИТЕЛЬНЫЙ ВАЛОВОЙ ДОХОД — потенциальный валовой доход с учетом потерь от недозагрузки, приносящей доход недвижимости, неплатежей арендаторов, а также дополнительных видов доходов.

ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК — совокупность распределенных во времени поступлений и выплат денежных средств предприятия. Денежный поток формируется за счет чистой прибыли, амортизационных отчислений и других периодических поступлений или выплат.

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ — процесс распределения инвестиций между различными объектами вложения, которые непосредственно не связаны между собой.

ДИВИДЕНДЫ — часть прибыли акционерного общества, выплачиваемая собственникам акций.

ДИСКОНТИРОВАНИЕ (ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ) — одна из шести функций сложного процента, позволяющая привести ожидаемые будущие денежные потоки (поступления или платежи) к их текущей стоимости, т.е. в сопоставимый вид на сегодняшний день при заданном периоде и заданной процентной ставке.

ДИСКОНТИРОВАННЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ — текущая стоимость будущих денежных поступлений или платежей.

ДОХОД НА СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ — ставка дохода на первоначальный собственный капитал, определяемая поступлениями денежных средств и выручкой от перепродажи.

ДОХОДНЫЙ ПОДХОД — один из трех традиционных подходов к оценке бизнеса, включающий метод дисконтирования денежных потоков, основанный на определении текущей стоимости ожидаемых будущих доходов от предприятия, и метод прямой капитализации годового дохода.

ЕДИНИЦА СРАВНЕНИЯ — единица измерения, общая для оцениваемых и сопоставимых объектов недвижимости.

ЕДИНИЧНАЯ ОЦЕНКА — определение рыночной или другой стоимости отдельного объекта недвижимости. Основанием для проведения оценки является договор, заключаемый между оценщиком и заказчиком.

ЗАЛОГОВАЯ СТОИМОСТЬ — вид специальной стоимости, рассчитываемый банком на основе рыночной стоимости для определения величины кредита, предоставляемого под залог

имущества предприятия. Залоговая стоимость меньше рыночной стоимости на величину рискованной составляющей, учитывающей вынужденный характер продажи объекта залога в случае неплатежеспособности заемщика.

ЗАТРАТНЫЙ (ИМУЩЕСТВЕННЫЙ) ПОДХОД — один из трех традиционных подходов к оценке имущества, включающий методы чистых активов и ликвидационной стоимости.

ЗАТРАТЫ — выраженные в денежной форме расходы предприятия или индивидуального предпринимателя на производство и (или) реализацию продукции, работ и услуг.

ЗАТРАТЫ КОСВЕННЫЕ В СТРОИТЕЛЬСТВЕ — расходы, сопутствующие, но не относящиеся непосредственно к строительству (стоимость инвестиций в землю, гонорары проектно-сметным организациям, маркетинговые, страховые, рекламные и др.).

ЗАТРАТЫ ПРЯМЫЕ В СТРОИТЕЛЬСТВЕ — расходы, непосредственно связанные со строительством (стоимость строительных материалов и оборудования, заработная плата рабочих, стоимость сопутствующих строительству сооружений и инженерных сетей, стоимость коммунальных услуг, стоимость доставки и хранения материалов и др.).

ЗЕМЕЛЬНЫЙ КАДАСТР (ГОСУДАРСТВЕННЫЙ) — систематизированный свод документированных сведений о природном, хозяйственном и правовом положении земель Российской Федерации, местоположении и размерах земельных участков.

ЗЕМЕЛЬНЫЙ КОДЕКС—свод государственных законов, юридических и гражданских установлений, касающихся имущественных, правовых и процессуальных отношений по поводу земли и земельной собственности.

ЗЕМЕЛЬНЫЙ УЧАСТОК — часть поверхности земли, имеющая фиксированную границу, площадь, местоположение, правовой режим и другие характеристики, отражаемые в государственном земельном кадастре.

ИЗНОС (в оценке) — любая потеря полезности, которая приводит к тому, что рыночная стоимость актива становится меньше стоимости замещения (воспроизводства). Износ учитывается посредством периодического списания стоимости актива. Различают два метода начисления износа: прямолинейный—равными долями в течение всего срока службы актива и ускоренный — более быстрое списание стоимости (по сравнению с прямолинейным методом).

ИМУЩЕСТВО — материальные объекты и нематериальные активы, обладающие полезностью и стоимостью.

ИНВЕСТИРОВАННЫЙ КАПИТАЛ — сумма обязательств и собственного капитала предприятия, оцениваемая в долгосрочной перспективе.

ИНВЕСТИЦИИ — вложения финансовых и материально-технических средств как в пределах Российской Федерации, так и за рубежом с целью получения экономического (доход, прибыль), социального, экологического или политического эффекта.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ — стоимость объекта для конкретного инвестора, определяемая исходя из его доходности при заданных инвестиционных целях.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ — изучение различных инвестиционных проектов на основе финансовых расчетов эффективности вложений капитала, определяющее их соответствие специфическим потребностям и предпочтениям конкретного инвестора.

ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНАЯ СОБСТВЕННОСТЬ — право гражданина или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации юридического лица, продукции или услуг (фирменное наименование, товарный знак и т.п.).

ЗАТРАТЫ КОСВЕННЫЕ В СТРОИТЕЛЬСТВЕ — расходы, сопутствующие, но не относящиеся непосредственно к строительству (стоимость инвестиций в землю, гонорары проектно-сметным организациям, маркетинговые, страховые, рекламные и др.).

ЗАТРАТЫ ПРЯМЫЕ В СТРОИТЕЛЬСТВЕ — расходы, непосредственно связанные со строительством (стоимость строительных материалов и оборудования, заработная плата рабочих, стоимость сопутствующих строительству сооружений и инженерных сетей, стоимость коммунальных услуг, стоимость доставки и хранения материалов и др.).

ЗЕМЕЛЬНЫЙ КАДАСТР (ГОСУДАРСТВЕННЫЙ) — систематизированный свод документированных сведений о природном, хозяйственном и правовом положении земель Российской Федерации, местоположении и размерах земельных участков.

ЗЕМЕЛЬНЫЙ КОДЕКС—свод государственных законов, юридических и гражданских установлений, касающихся имущественных, правовых и процессуальных отношений по поводу земли и земельной собственности.

ЗЕМЕЛЬНЫЙ УЧАСТОК — часть поверхности земли, имеющая фиксированную границу, площадь, местоположение, правовой режим и другие характеристики, отражаемые в государственном земельном кадастре.

И

ИЗНОС (в оценке) — любая потеря полезности, которая приводит к тому, что рыночная стоимость актива становится меньше стоимости замещения (воспроизводства). Износ учитывается посредством периодического списания стоимости актива. Различают два метода начисления износа: прямолинейный — равными долями в течение всего срока службы актива и ускоренный — более быстрое списание стоимости (по сравнению с прямолинейным методом).

ИМУЩЕСТВО — материальные объекты и нематериальные активы, обладающие полезностью и стоимостью.

ИНВЕСТИРОВАННЫЙ КАПИТАЛ — сумма обязательств и собственного капитала предприятия, оцениваемая в долгосрочной перспективе.

ИНВЕСТИЦИИ — вложения финансовых и материально-технических средств как в пределах Российской Федерации, так и за рубежом с целью получения экономического (доход, прибыль), социального, экологического или политического эффекта.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ — стоимость объекта для конкретного инвестора, определяемая исходя из его доходности при заданных инвестиционных целях.

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ — изучение различных инвестиционных проектов на основе финансовых расчетов эффективности вложений капитала, определяющее их соответствие специфическим потребностям и предпочтениям конкретного инвестора.

ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНАЯ СОБСТВЕННОСТЬ — право гражданина или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации юридического лица, продукции или услуг (фирменное наименование, товарный знак и т.п.).

ИНФЛЯЦИОННЫЙ РИСК—риск непрогнозируемого роста цен, в результате которого получаемые денежные доходы предприятия обесцениваются при учете реальной покупательной способности быстрее, чем растут.

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.

ИПОТЕКА — залог земельного участка или других объектов недвижимого имущества с целью получения кредита для финансирования сделок с этими объектами.

ИПОТЕЧНАЯ (КРЕДИТНАЯ) ПОСТОЯННАЯ — отношение ежегодных расходов по обслуживанию ипотечного кредита к первоначальной сумме кредита.

ИПОТЕЧНЫЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ — оценка недвижимости, основанная на раздельном учете стоимости и доходности собственного и заемного капиталов.

КАДАСТРОВАЯ ОЦЕНКА — совокупность административных и технических действий по установлению кадастровой стоимости объектов недвижимости для целей налогообложения в границах административно-территориального образования по оценочным зонам, выполненных на определенную дату.

КАПИТАЛ — совокупность денежных средств (денежного капитала), предназначенных для инвестирования, и средств производства (вещественного капитала), используемых в процессе создания товаров и предоставления услуг.

КАПИТАЛИЗАЦИЯ — процесс пересчета годового дохода, полученного от объекта, позволяющий определить стоимость последнего.

КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ — совокупность затрат на создание новых основных фондов, расширение, реконструкцию, техническое перевооружение действующих основных фондов как производственного, так и непроизводственного назначения.

КОМИССИОННЫЙ ДОХОД — доход банка от деятельности по открытию и обслуживанию счетов, кредитов и предоставлению услуг.

КОНКУРСНАЯ МАССА — объем финансовых и материальных активов, выявленных конкурсным управляющим в виде имущества и на счетах фирмы-банкрота и используемых в приоритетной последовательности для возврата кредиторам.

КОНКУРСНОЕ ПРОИЗВОДСТВО — процедура при банкротстве, применяемая к должнику, признанному банкротом, в целях соразмерного удовлетворения требований кредиторов.

КОНКУРСНЫЙ УПРАВЛЯЮЩИЙ—арбитражный управляющий, утвержденный арбитражным судом для проведения конкурсного производства и осуществления иных установленных законодательством полномочий.

КОНТРОЛЬ ЧЕРЕЗ ВЛАДЕНИЕ АКЦИЯМИ — степень контроля, получаемая владельцем пакета акций, от которой зависит возможность осуществлять управление предприятием и определять направления его социально-экономического развития.

КОНТРОЛЬНЫЙ ПАКЕТ АКЦИЙ — часть акций предприятия, сосредоточенная в руках одного акционера. Он должен включать 50% акций плюс одна акция, дающих право голоса.

КОРРЕКТИРОВКИ (ПОПРАВКИ) — прибавляемые или вычитаемые суммы или процентные отклонения, учитывающие различия между оцениваемым и сопоставимым объектами.

КОЭФФИЦИЕНТ БЕТА (*b*) — величина систематического риска при расчете ставки дисконтирования, основанном на колебаниях курса акций оцениваемой компании относительно колебаний цен на фондовом рынке в целом.

КРЕДИТНЫЙ РИСК — вероятность того, что заемщик не выполнит своих обязательств перед кредитором в соответствии с первоначальными условиями кредитного соглашения.

КРЕДИТ С ПЛАВАЮЩЕЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКОЙ — уровень процента по ссуде, изменяющийся в течение срока пользования ею в зависимости от избранной банком базы (в западной практике относительно ставки Libor, в российской практике относительно ставки рефинансирования ЦБ РФ или ставок межбанковского рынка — Mibor, Mibid, Instar).

ЛИКВИДАЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ—денежная сумма в виде разницы между доходами от ликвидации предприятия, полученными в результате отдельной распродажи его активов, и расходами на ликвидацию

ЛИКВИДНАЯ ПОЗИЦИЯ — разница между источниками средств и их использованием.

ЛИКВИДНОСТЬ — 1) способность предприятия своевременно выполнять свои платежные обязательства; 2) способность актива быстро переводиться в деньги.

ЛИКВИДНОСТЬ БАНКА — способность приобретать средства по рыночной цене в необходимый момент.

МЕНЬШАЯ ДОЛЯ — часть акций предприятия, составляющая менее 50%, владение которой дает право контроля за деятельностью предприятия.

МЕТОД ДИСКОНТИРОВАНИЯ 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 доход 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 КУМУЛЯТИВНОГО ПОСТРОЕНИЯ — расчет ставки капитализации или дисконтирования, при котором к безрисковой процентной ставке прибавляются поправки (премии), учитывающие риск инвестирования в оцениваемое предприятие.

МЕТОД ОТРАСЛЕВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ — использование коэффициентов отношения цены к определенным экономическим показателям, рассчитанных на основе обобщенных статистических данных о продажах предприятий малого бизнеса, учитывающих их отраслевую специфику.

МЕТОД СРАВНЕНИЯ ПРОДАЖ — оценка рыночной стоимости путем сравнения недавних продаж сопоставимых объектов с оцениваемым объектом после внесения корректировок, учитывающихся различия между объектами.

МЕТОД КОМПАНИИ-АНАЛОГА (РЫНКА КАПИТАЛА) — оценка стоимости неконтрольного пакета акций на основе информации о ценах акций сходных компаний, свободно обращающихся на рынке.

МЕТОД СДЕЛОК — оценка стоимости акционерных обществ на основе информации о ценах, по которым происходили покупка контрольного пакета акций или компании в целом, а также слияние и поглощение компаний.

МОДЕЛЬ ГОРДОНА — формула оценки стоимости объекта бизнеса в после-прогнозный период, построенная на капитализации годового дохода послепрогнозного периода при помощи коэффициента, рассчитанного как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста доходов.

МОДЕЛЬ ОЦЕНКИ КАПИТАЛЬНЫХ АКТИВОВ — расчет ставки дисконтирования на основе показателей фондового рынка: безрисковой ставки дохода, коэффициента бета, среднерыночной доходности ценных бумаг с добавлением премий для малых предприятий и риск инвестирования в данное предприятие, страновой риск.

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

МУЛЬТИПЛИКАТОР (ОЦЕНОЧНЫЙ) — коэффициент, отражающий соотношение между ценой компании и ее финансовыми показателями. В оценочной деятельности используются два типа мультипликаторов: интервальные («Цена/Прибыль», «Цена/Денежный поток», «Цена/Дивиденды», «Цена/Выручка от реализации»); моментные («Цена/Чистые активы» и др).

МУЛЬТИПЛИКАТОР «Цена/Выручка от Реализации» — коэффициент, характеризующий соотношение между ценой предприятия и стоимостью годового объема выручки от реализуемой продукции и услуг. Используется для оценки предприятий сферы услуг, а также предприятий, производящих узкую номенклатуру продукции.

МУЛЬТИПЛИКАТОР «Цена/Дивиденды» — коэффициент, характеризующий соотношение между ценой акции и дивидендными выплатами — реальными или потенциальными. Под потенциальными дивидендами понимают типичные дивидендные выплаты по группе сходных предприятий, рассчитанные в процентах от чистой прибыли.

МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ «Цена/Прибыль» И «Цена/ Денежный поток» — коэффициенты, характеризующие соотношение между ценой и доходами предприятия, рассчитываемыми до или после учета таких статей, как амортизация, дивиденды, проценты за кредит, налоги. Крупные компании лучше оценивать на основе чистой прибыли. Мелкие фирмы — на основе прибыли до уплаты налогов, так как в этом случае устраняется влияние различий в налогообложении. Мультипликатор «Цена/ Денежный поток» точнее учитывает политику капитальных вложений и амортизационных отчислений.

МУЛЬТИПЛИКАТОР «Цена/Чистые Активы» — коэффициент, характеризующий соотношение между ценой предприятия и его чистыми активами.

НАЛОГООБЛАГАЕМАЯ СТОИМОСТЬ — стоимость имущества, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов.

НЕДВИЖИМАЯ СОБСТВЕННОСТЬ — совокупность материальных объектов недвижимости, а также правомочий и преимуществ, вытекающих из права собственности на эту недвижимость.

НЕДВИЖИМОСТЬ — земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей. К недвижимости относятся объекты, расположенные на и под поверхностью земли, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно: здания, сооружения, многолетние насаждения и т.п. Предприятие в целом как имущественный комплекс признается недвижимостью.

НЕМАТЕРИАЛЬНЫЕ АКТИВЫ — объекты, используемые для получения дохода в течение длительного периода (не менее года), либо не имеющие материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не играет существенной роли в процессе их

эксплуатации. В составе нематериальных активов различают интеллектуальную собственность, имущественные права, отложенные или отсроченные расходы, гудвилл.

НЕПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ (во внесудебных процедурах) — неустойчивое финансовое положение государственного предприятия или организации с долей участия государства в капитале не менее 25%, выявляемое уполномоченным органом в соответствии с утвержденной Правительством Российской Федерации системой критериев.

НЕПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ БАНКА — неспособность выполнять обязательства перед кредиторами и вкладчиками вследствие того, что рыночная стоимость активов меньше рыночной стоимости обязательств.

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

НЕУСТРАНИМЫЙ ИЗНОС (в оценке) — износ актива, затраты на устранение которого превышают соответствующее увеличение его стоимости.

НОРМА ВОЗМЕЩЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ — процентная ставка, по которой капитал, инвестированный в актив, подверженный износу, возмещается из дохода, получаемого от использования этого актива.

НОРМАЛИЗАЦИЯ — определение доходов и расходов, характерных для нормально функционирующего бизнеса. Она исключает единовременные доходы и расходы, корректирует методы учета операций с отражением отраслевой специфики, определяет рыночную стоимость активов.

НОУ-ХАУ — полностью или частично конфиденциальные экономические, технические, управленческие или финансовые знания и опыт, обеспечивающие доход или определенные преимущества их владельцу.

ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ — часть вещественного капитала с коротким сроком оборачиваемости (наличность в кассе, товарно-материальные запасы и т.д.); разница между текущими активами и текущими обязательствами предприятия.

ОБЪЕКТ ОЦЕНКИ — движимое и недвижимое имущество, нематериальные и финансовые активы предприятия или бизнес в целом.

ОПЕРАЦИОННЫЕ РАСХОДЫ — текущие расходы по эксплуатации объекта недвижимости, необходимые для воспроизводства дохода (не включая обслуживание долга и подоходный налог).

ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ — часть вещественного капитала, используемая в производственном процессе в течение длительного времени (земельные участки, здания, сооружения, машины, оборудование и т.п.).

ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ — документ установленной формы, представляемый экспертом-оценщиком заказчику, в котором обосновывается проведенная оценка стоимости заказанного объекта.

ОФЕРТА — адресованное одному или нескольким конкретным лицам предложение, которое достаточно определено и выражает намерение лица, сделавшего предложение, считать себя заключившим договор с адресатом, которым будет принято предложение. Оферта должна содержать существенные условия договора.

ОЦЕНКА — систематизированный сбор и анализ экспертами рыночных и нормативных данных, необходимых для определения стоимости различных видов имущества (бизнеса) на основе действующего законодательства, государственных стандартов и требований этики оценщика.

ОЦЕНЩИК — специалист, обладающий высокой квалификацией, профессиональной подготовкой и опытом для оценки различных видов имущества (бизнеса).

ПАССИВ — 1) совокупность вещей, принадлежащих другим лицам, но временно находящихся во владении данного лица; 2) часть бухгалтерского баланса, отражающая источники средств предприятия (уставный капитал, различные фонды, кредиты и займы, кредиторская задолженность).

ПЕРИОД (СРОК) ОКУПАЕМОСТИ — время, необходимое для получения от инвестиционного проекта денежных доходов, равных первоначальной инвестированной сумме.

ПЕРИОДИЧЕСКИЙ ВЗНОС В ФОНД НАКОПЛЕНИЯ (ФАКТОР ФОНДА ВОЗМЕЩЕНИЯ) — одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета величины периодических равновеликих взносов, необходимых для накопления известной будущей денежной суммы при определенной процентной ставке и определенном периоде.

ПЛАН ФИНАНСОВОГО ОЗДОРОВЛЕНИЯ — прогнозный документ, реализация которого имеет целью восстановление платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия-должника.

ПОЛЕЗНОСТЬ — субъективная ценность, которую потребитель придает определенному объекту. В оценке она определяется возможностями и способами использования объекта, обуславливающими величину и сроки получаемого дохода или других выгод.

ПОЛИТИЧЕСКИЙ РИСК — изменение стоимости или угроза национализации или конфискации активов, вызванные политическими событиями.

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ ВАЛОВОЙ ДОХОД — денежные поступления, которые были бы получены при сдаче в аренду всех единиц объекта недвижимости и получении всей арендной платы.

ПРЕДМЕТ ОЦЕНКИ — вид стоимости объекта, а также имущественные и прочие права, связанные с его оценкой.

ПРЕДПРИЯТИЕ — имущественный объект и определенная структура организованной хозяйственной деятельности по производству и (или) реализации продукции, работ и услуг. Предприятие является имущественным комплексом, имеет права юридического лица, самостоятельный баланс, расчетный и иные счета в банках.

ПРЕМИЯ ЗА КОНТРОЛЬ — денежное выражение преимущества, обусловленного владением контрольным пакетом акций.

ПРИБЫЛЬНОСТЬ (БАНКА) — важный показатель деятельности банка, отражающий прибыль, которую заработал банк, используя находящиеся в его распоряжении ресурсы.

ПРИНЦИП ВКЛАДА — заключается в том, что для оценки стоимости предприятия необходимо определить вклад каждого фактора производства и его важнейших элементов в формирование полезности и стоимости этого предприятия.

ПРИНЦИП ЗАМЕЩЕНИЯ — означает, что при наличии определенного количества однородных (по полезности или доходности) объектов бизнеса самым высоким спросом будут пользоваться объекты с наименьшей ценой.

ПРИНЦИП ИЗМЕНЕНИЯ ВНЕШНЕЙ СРЕДЫ — предполагает учет при оценке объектов бизнеса возможных изменений экономических, социальных и юридических условий, при которых они используются, а также внешнего окружения и перспектив развития района.

ПРИНЦИП КОНКУРЕНЦИИ — означает, что цены на объекты бизнеса устанавливаются посредством постоянного соперничества субъектов рынка, которые стремятся к получению максимальной прибыли.

ПРИНЦИП НАИБОЛЕЕ ЭФФЕКТИВНОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ — означает, что из возможных вариантов использования объекта выбирается тот, при котором наиболее полно реализуются функциональные возможности земельного участка с улучшениями.

ПРИНЦИП ОЖИДАНИЯ — согласно этому принципу рыночная стоимость определяется, как текущая стоимость будущих доходов и других выгод, вытекающих из прав владения данным предприятием.

ПРИНЦИП ПРЕДЕЛЬНОЙ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ — согласно этому принципу расширение основных факторов производства эффективно до тех пор, пока чистая отдача увеличивается быстрее роста затрат.

ПРИНЦИП РАЗДЕЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ И ИМУЩЕСТВЕННЫХ ПРАВ — означает, что физические элементы предприятия и имущественные права на них можно разделять и соединять таким образом, чтобы достигнуть максимальной стоимости объекта.

ПРИНЦИП СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ — согласно этому принципу рыночная стоимость предприятия устанавливается в результате взаимодействия спроса и предложения на рынке.

ПРОГНОЗНЫЙ ПЕРИОД—период прогнозирования доходов от деятельности предприятия (обычно до пяти лет), за которым следует послепрогнозный период.

ПРОСТОЙ ПРОЦЕНТ—процент, начисляемый только на основную (первоначальную) денежную сумму, но не на начисленные проценты.

ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК — возможность потери банком части своей прибыли вследствие негативного, непредвиденного изменения процентных ставок на денежном рынке.

РАСХОДЫ НА ЗАМЕЩЕНИЕ — расходы на замену быстроизнашивающихся компонентов объектов недвижимости, которые бывают либо раз в несколько лет, либо величина которых сильно изменяется из года в год.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ БАНКА — отношение прибыли после налогообложения к среднему размеру активов. Показатель отражает эффективность работы управляющих банка.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА — соотношение чистой прибыли после налогообложения к совокупному акционерному капиталу.

РИСК — вероятность возможных потерь в виде появления непредвиденных расходов или неполучения доходов, предусмотренных прогнозом.

РОЯЛТИ — периодическая выплата лицензионного вознаграждения: 1) в виде отчислений от стоимости произведенной по лицензии продукции; 2) в форме процента от объема продажи, начисленного от суммы прибыли.

РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ — наиболее вероятная цена, по которой объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

РЫНОЧНАЯ ЦЕНА — денежная сумма, фактически выплаченная в сделке.

САНИРОВАНИЕ—проведение мероприятий для предотвращения банкротства, (например, реорганизация предприятия, испытывающего экономические трудности, как правило, путем изменения его финансового статуса).

СЕБЕСТОИМОСТЬ — прямые и косвенные затраты на производство товаров, выполнение работ или услуг.

СКИДКА НА НЕКОНТРОЛЬНЫЙ ХАРАКТЕР ПАКЕТА АКЦИЙ — денежная сумма, на которую уменьшается пропорциональная оцениваемому пакету доля стоимости акций в общей стоимости предприятия.

СКИДКА НА НИЗКУЮ ЛИКВИДНОСТЬ — абсолютная величина или доля (%), на которую уменьшается рыночная стоимость объекта, чтобы отразить его недостаточную ликвидность.

СКРЫТЫЙ КАПИТАЛ БАНКА—разница между балансовой и рыночной оценкой собственного капитала банка.

СЛОЖНЫЙ ПРОЦЕНТ (БУДУЩАЯ СТОИМОСТЬ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ) — одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета будущей стоимости известной текущей денежной суммы по технике сложного процента.

Сложный процент начисляется как на первоначальную сумму, так и на ранее рассчитанные невыплаченные проценты, присоединяемые к первоначальной сумме.

СОБСТВЕННОСТЬ — отношения между различными субъектами (физическими и (или) юридическими лицами по поводу принадлежности средств и результатов производства. Через нее проявляются правомочия владения, распоряжения и пользования.

СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ — уставный, учредительский или акционерный капитал предприятия (компании), включающий внесенный (оплаченный) капитал и нераспределенную прибыль.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД — один из трех традиционных подходов к оценке предприятия, основанный на сравнении цен продаж сходных предприятий или цен на акции сопоставимых компаний. При оценке используются финансовый анализ и мультипликаторы. Подход включает три метода: метод компании-аналога (рынок капитала), метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

СТАВКА ДИСКОНТИРОВАНИЯ — процентная ставка, используемая для приведения ожидаемых будущих денежных сумм (доходов или расходов) к текущей стоимости на дату оценки.

СТАВКА ДОХОДА НА ИНВЕСТИЦИИ — процентное соотношение между полученным чистым доходом и инвестированными средствами за определенный период времени.

СТАВКА КАПИТАЛИЗАЦИИ — процентная ставка, используемая для пересчета годового дохода, получаемого от объекта бизнеса, в его рыночную стоимость.

СТАВКА ПРОЦЕНТА — ставка дохода на основной вклад, используемая для приведения первоначальной денежной суммы к будущей стоимости.

СТОИМОСТЬ — денежное выражение затрат факторов производства, овеществленных в конкретном объекте. Оценка стоимости предприятия — это определение конкретного стандарта стоимости (рыночной, инвестиционной, залоговой и др.) на дату оценки в соответствии с целью оценки.

СТОИМОСТЬ ВОСПРОИЗВОДСТВА — затраты на строительство точной копии оцениваемого объекта из тех же материалов, по тому же проекту, технологиям и стандартам, рассчитанные в ценах на дату оценки.

СТОИМОСТЬ ДЕЙСТВУЮЩЕГО ПРЕДПРИЯТИЯ — стоимость всего имущественного комплекса функционирующего предприятия (включая нематериальные активы) как единого целого.

СТОИМОСТЬ ЗАМЕЩЕНИЯ — затраты на строительство объекта, аналогичного по полезности оцениваемому объекту бизнеса, но построенного с применением современных материалов, оборудования, проектов, технологий и стандартов.

СТОИМОСТЬ УТИЛИЗАЦИОННАЯ — стоимость объекта, равная рыночной стоимости материалов, которые он включает, с учетом затрат на его утилизацию.

СТРАХОВАЯ СТОИМОСТЬ — вид специальной стоимости, представляющей денежную сумму, на которую могут быть застрахованы разрушаемые элементы имущества предприятия. Рассчитывается в соответствии с методиками, используемыми в сфере государственного и частного страхования.

СУБАРЕНДА — сдача имущества его арендатором в аренду третьей стороне на срок, не превышающий срока первоначальной аренды.

ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ АННУИТЕТА — одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета текущей стоимости определенного количества будущих равновеликих поступлений или платежей денежных средств, дисконтированных по заданной процентной ставке.

ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА) — стоимость денежного потока от производственной деятельности и выручка от перепродажи объекта, дисконтированные по заданной ставке.

ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ — денежные средства, товарно-материальные запасы и дебиторская задолженность, которые могут быть превращены в деньги в течение года.

ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА — краткосрочные обязательства, подлежащие погашению в течение года.

ТЕХНИКА ОСТАТКА ДЛЯ ЗДАНИЙ И СООРУЖЕНИЙ — способ оценки стоимости зданий и сооружений, определяющий доход от их эксплуатации, как остаток чистого операционного дохода после вычета дохода, приходящегося на земельный участок.

ТЕХНИКА ОСТАТКА ДЛЯ ЗЕМЕЛЬНОГО УЧАСТКА—способ оценки стоимости земельного участка, определяющий доход, получаемый от использования земли, как остаток после вычета из чистого операционного дохода части, приходящейся на здания и сооружения.

ТОЧКА САМООКУПАЕМОСТИ ИЛИ БЕЗУБЫТОЧНОСТИ — объем производства, при котором совокупный доход от предприятия равен совокупным расходам.

ТРАНСФОРМАЦИЯ — пересмотр или изменение формы бухгалтерской отчетности, если она ведется в соответствии с местными стандартами бухгалтерского учета, отличающимися от международных стандартов.

УСТАРЕВАНИЕ — потеря стоимости в результате уменьшения полезности объекта под воздействием физических, технологических, эстетических факторов, а также изменений окружающей среды.

УСТРАНИМЫЙ ИЗНОС (в оценке) — износ, затраты на ликвидацию которого оправданы ростом доходности или увеличением стоимости всего объекта.

ФИЗИЧЕСКИЙ ИЗНОС — снижение полезности и стоимости имущества в результате потери его элементами своих первоначальных свойств под влиянием природного воздействия, неправильной эксплуатации, ошибок при проектировании и нарушений правил строительства.

ФИНАНСОВЫЙ ЛЕВЕРЕДЖ (ФИНАНСОВЫЙ РЫЧАГ) — определяется степенью использования заемных средств для покупки недвижимости или других активов. Расчеты показывают, что увеличение доли заемных средств в финансировании пассивов повышает влияние прироста объема деятельности на рентабельность.

ФИРМА — определенное имя или наименование, которое относится к одному или нескольким предприятиям или индивидуальному предпринимателю. Право на фирменное наименование защищается законом.

ФРАНЧАЙЗИНГ — экономическое покровительство, предоставляемое клиентам, открывающим новое дело.

ФРАНШИЗА — право использования известной фирмой марки или фирменной продукции, предоставляемое за плату, а также определенная помощь в управлении и сбыте продукции. Франшиза приобрела большое распространение в сфере ресторанов быстрого обслуживания, авторемонтных мастерских, бензоколонок и др.

ФРАНШИЗНАЯ СТОИМОСТЬ — положительный спрэд, возникающий на пассивной части баланса банка из-за несоответствия между ставками привлечения денежных средств и их стоимостью на рынке.

ФУНДАМЕНТАЛЬНАЯ СТОИМОСТЬ — аналитическая оценка стоимости объекта, основанная на предполагаемых внутренних характеристиках инвестиций, не затронутая особенностями, относящимися к любому конкретному инвестору.

ФУНКЦИОНАЛЬНЫЙ ИЗНОС — снижение стоимости объекта недвижимости, обусловленное несоответствием конструктивных или планировочных решений, оборудования, качества выполненных работ требованиям современных рыночных стандартов.

ЦЕНА — денежная форма проявления стоимости предприятия в конкретных условиях спроса и предложения на него.

ЦЕНА СМЕТНАЯ В СТРОИТЕЛЬСТВЕ — цена, рассчитанная на основе нормативов затрат на строительство объекта, выраженная в определенной единице измерения.

ЧИСТАЯ ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ — стоимость потока доходов от операционной деятельности и от продажи объектов при заданной ставке дисконтирования за минусом первоначальных инвестиционных затрат.

ЧИСТЫЕ АКТИВЫ (НЕТТО-АКТИВЫ) — разница между суммарными активами и суммарными обязательствами.

ЧИСТЫЙ ДОХОД (в бухгалтерском учете и налогообложении) — разница между доходами и расходами (включая налоги).

ЧИСТЫЙ ОПЕРАЦИОННЫЙ ДОХОД — действительный валовой доход от приносящего доход объекта за вычетом операционных расходов и расходов на замещение.

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ (ВНЕШНИЙ) ИЗНОС — уменьшение стоимости объекта недвижимости в результате воздействия макроэкономических, отраслевых, региональных факторов, оказывающих негативное внешнее влияние (законодательных, рыночных, экономических), а также неблагоприятного изменения внешнего окружения объекта.

ЭТИКА ОЦЕНЩИКА — совокупность этических норм и правил профессиональных действий в области оценки.

ИСПОЛЬЗУЕМАЯ И РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

- Антикризисное управление / Под ред. Г. К. Таля, М.А.Федотовой. — М.: Инфра-М, 2003.
- Астахов В.П. Нематериальные активы. — М., 1996.
- Белых Л.П., Федотова М.А. Реструктуризация предприятия: Учеб. пособие. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
- Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов: Пер. с англ. — М.: ЮНИТИ, Банки и биржи, 1997.
- Боди З., Мертонн Р. Финансы: Пер. с англ.: Учеб. пособие. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2000.
- Бульчева Г. В., Демшин В. В. Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий: Учеб. пособие. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999.
- Валдайцев СВ. Оценка бизнеса и управления стоимостью предприятия: Учеб. пособие для вузов. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
- Верхозина А.В. Правовое регулирование оценочной деятельности. — М.: РОО, 2003.
- Верхозина А.В., Федотова М.А. Сравнительный анализ международного и российского законодательства в области оценочной деятельности. — М.: Интерреклама, 2003.
- Виленский П.Л., Лившиц В.Н., Смоляк С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика: Учебно-практическое пособие. — М.: Дело, 2001.
- Десмос Г.М., Келли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса. — М.: РОО, 1996.
- Европейские стандарты оценки 2000: Пер. с англ. Г.И. Микерина, Н.В. Павлова, И.Л. Артеменкова. — М.: РОО, 2003.
- Ефимова М.Р., Петрова Е.В., Румянцев В.Н. Общая теория статистики. — М.: Инфра-М, 1996.
- Есипов В., Маховикова Г., Терехова В. Оценка бизнеса. — СПб.: Питер, 2001.
- Зимин А.И. Оценка имущества (Текст) : вопросы и ответы. — М.: ИД «Юристпроденция», 2006. — 240 с. — (Серия «Подготовка к экзамену»).
- Киселев М.В. Нематериальные активы. Бухучет, налогообложение. — М., 1999.
- Ковалев А. П. Как оценить имущество предприятия. — М.: Финстатинформ, 1996.
- Ковалев А.П. Оценка стоимости активной части основных фондов. — М.: Финстатинформ, 1997.
- Козырев А.Н., Макаров В.Л. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности. — М.: РИЦ ГШ ВС РФ, 2003.
- Коупленд Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление.— М.: Олимп-бизнес, 1999.
- Микерин Г.Н., Недужий М.И., Павлов Н.В., Яшина Н.Н. Международные стандарты оценки. Кн. 2. — М.: ОАО «Типография «НОВОСТИ»^ 2000.
- Международные стандарты оценки / Микерин Г.И., Павлов Н.В. — М.: Интерреклама, 2003.
- Олехнович Г.И., Боровская Е.А., Чистый Н.В. Нематериальные активы и механизм их использования в экономическом обороте предприятий. — М., 1997.

Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник / Под ред. В.И. Кошкина.— М., 2002.

Орлова Н.С., Бромберг Г.Вф, Соловьева Г.М. Порядок учета и рекомендации по стоимостной оценке интеллектуальной собственности. — М.: ИНИЦ Роспатента, 1999.

Оценка предприятия: теория и практика: Учеб. пособие/Под ред. В.В. Григорьева, М.А. Федотовой. — М.: Инфра-М, 1996.

Оценка стоимости предприятия (бизнеса). / Грязнова А.Г., Федотова М.А., Эс-киндаров

Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, О-93 М.А. Федотовой. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2006. - 736 с: ил.

М.А., Тазихина Т.В., Иванова Е.И., Щербакова О.Н. — М.: Интерреклама, 2003.

Петров В. И. Оценка стоимости земли: Учеб. пособие. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999.

Платонов Д.И. Право интеллектуальной собственности. — М., 1999.

Положение о лицензировании оценочной деятельности. Постановление Правительства РФ «О лицензировании оценочной деятельности» от 7 июня 2002 г. № 395.

Пратт Ш. Принципы оценки бизнеса. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000.

Риголь-Сарагоси Ф.Б. Основы оценочной деятельности: Учеб. пособие. — М.: «Издательство ПРИОР», 2001.

Роуз П. С. Банковский менеджмент: Пер. с англ. — М.: Дело Лтд, 1995.

Синки Джозеф Ф., мл. Управление финансами в коммерческих банках: Пер. с англ. 4-го перер. изд. / Под ред. Р.Я. Левиты, Б.С. Пинскера. — М.: Catallaxy, 1994.

Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности. Постановление Правительства РФ «Об утверждении стандартов оценки» от 6 июля 2001 г. №519.

Становление оценочной деятельности в России. Архивные документы и акты. — М.: Институт оценки природных ресурсов, 2001.

Тазихина Т.В. Оценка кредитно-финансовых институтов. — М.: ФА, 1999.

Таль Г.К., Григорьев В.В., Бадаев Н.Д., Гусев В.И., Юн Г.Б. Оценка предприятий: доходный подход. — М., 2000.

Товарный знак: регистрация, аннулирование, уступка, патентные пошлины. — М., 1997.

Уэст Т., Джонс Д. Пособие по оценке бизнеса: Пер. с англ. — М.: Квинто-Консалтинг, 2003.

Федотова М., Малышев О., Раева И. Оценка рискованных долговых обязательств на российских предприятиях. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001.

Федотова М.А., Уткин Э.А. Оценка недвижимости и бизнеса: Учебник. — М.: Ассоциация авторов и издателей «Тандем». Изд. ЭКМОС, 2000.

Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К, Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса: Пер. с англ. — М.: Квинто-Консалтинг, 2000.

Фридман Д., Оурдэй Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. — М.: Дело Лтд, 1995.

Якубова Д.Н. Оценка стоимости нематериальных активов интеллектуальной собственности:

Учебно-методическое пособие. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001.



ИЗДАНИЯ МАГАДАНСКОГО ИНСТИТУТА ЭКОНОМИКИ
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОЙ АКАДЕМИИ УПРАВЛЕНИЯ И ЭКОНОМИКИ

ВЫШЛИ ИЗ ПЕЧАТИ

ББК 20я73Я77
УДК 35:502.3
ISBN 5-89678-108-3

О.В.Дудник

Теория организации

Учебно-методический комплекс

130 с.

Учебно-методический комплекс «Теория организации» разработан в соответствии с требованиями Государственного образовательного стандарта второго поколения по специальностям «Государственное и муниципальное управление» и «Менеджмент организации». Комплекс знакомит студентов с проблемами становления, функционирования и развития организаций, позволяет освоить законы, регламентирующие деятельность социальных организаций, принципы действия организаций статического и динамического типа, принципы рационализации, а также методы и приемы проектирования организационных структур.

Предназначен для студентов дневного и заочного обучения, изучающих курс «Теория организации», а также будет полезен всем, интересующимся организационной проблематикой и управлением организациями.



ИЗДАНИЯ МАГАДАНСКОГО ИНСТИТУТА ЭКОНОМИКИ
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОЙ АКАДЕМИИ УПРАВЛЕНИЯ И ЭКОНОМИКИ

ВЫШЛИ ИЗ ПЕЧАТИ

ББК65.9(255)я43
УДК 33(517.56+571.65)
ISBN 5-89678-104-0

Социально-экономическое развитие Северо-Востока
России: вызовы XXI века: Материалы Второй
межрегион. науч.-практ. конф., посвящ. 65-летию г.
Магадана.

Редкол.: О.В.Дудник и др.

170 с.

В сборник Второй межрегиональной научно-практической конференции, посвященной 65-летию г. Магадана, включены доклады и статьи ученых и специалистов по актуальным проблемам развития Северо-Востока России на рубеже XX—XXI вв. и России в целом. Особое внимание уделено приоритетным направлениям развития Северо-Восточного региона: функционированию экономики в условиях особой экономической зоны, развитию горнодобывающей промышленности, энергетики, стройиндустрии, банковского сектора. В докладах рассматриваются проблемы образования, социальной сферы и положение коренных народов Северо-Востока.

Для специалистов различных областей экономики и управления, образования и социальной сферы.



ИЗДАНИЯ МАГАДАНСКОГО ИНСТИТУТА ЭКОНОМИКИ
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОЙ АКАДЕМИИ УПРАВЛЕНИЯ И ЭКОНОМИКИ

ВЫШЛИ ИЗ ПЕЧАТИ

ББК 65.261я73 К 78
УДК 336.71(072)
ISBN 5-89678-102-4

Краткосрочная и долгосрочная финансовая политика

Учебное пособие

Составитель: Н.В. Сыромолотова

267 с.

Рассмотрены вопросы управления финансами на уровне предприятия; основы организации финансов и проведения финансовой политики в современных условиях; содержание, информационное и финансовое обеспечение финансового менеджмента; практика краткосрочного, оперативного и долгосрочного управления финансами. Текст иллюстрирован примерами и расчетами; каждая глава заканчивается вопросами для самопроверки.

Для студентов, аспирантов и преподавателей финансовых и финансово-экономических вузов и факультетов, специалистов, повышающих свою квалификацию и проходящих переподготовку по экономическим специальностям, руководителей и финансовых менеджеров организаций.



ИЗДАНИЯ МАГАДАНСКОГО ИНСТИТУТА ЭКОНОМИКИ
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОЙ АКАДЕМИИ УПРАВЛЕНИЯ И ЭКОНОМИКИ

ВЫШЛИ ИЗ ПЕЧАТИ

ББК 65.01я73 3-15
УДК 330.01(075)
ISBN 5-89678-095-8

В.И.Задорин

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ

Курс лекций

238 с.

Предлагаемый курс лекций разработан в соответствии с государственным образовательным стандартом по специальности «Финансы и кредит». Главная цель автора – ввести читателей в область необходимых теоретических экономических знаний для тех, кто собирается заниматься предпринимательством. Особое внимание уделено разделам эволюции экономической мысли, экономическим реформам в России. Изложенный доступным языком курс лекций по экономической теории будет полезен и студентам, и бизнесменам, и преподавателям.



ИЗДАНИЯ МАГАДАНСКОГО ИНСТИТУТА ЭКОНОМИКИ
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОЙ АКАДЕМИИ УПРАВЛЕНИЯ И ЭКОНОМИКИ

ВЫШЛИ ИЗ ПЕЧАТИ

ББК 67.402я Ч-68
УДК 336.22(072)
ISBN 5-89678-106-7

Т.И.Чистякова

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Учебно-методический комплекс

80 с.

Учебно-методический комплекс по дисциплине «Финансовый менеджмент» предназначен для студентов, обучающихся по специальностям «Финансы и кредит», «Бухгалтерский учет, анализ и аудит». Издание содержит тематические планы, планы самостоятельной работы студентов, тесты для проверки знаний, тематику контрольных работ, экзаменационные вопросы, словарь основных терминов, лекционный курс, список рекомендуемой литературы.



ИЗДАНИЯ МАГАДАНСКОГО ИНСТИТУТА ЭКОНОМИКИ
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОЙ АКАДЕМИИ УПРАВЛЕНИЯ И ЭКОНОМИКИ

ВЫШЛИ ИЗ ПЕЧАТИ

ББК 66.3 (4) к73
УДК 329.18(4)+340.155.2
ISBN 5-89678-117-2

С.В.Котов, В.Х.Сахибгоряев

ЕВРОПЕЙСКИЙ ФАШИЗМ: СОЦИОКУЛЬТУРНЫЕ ПСЕВДОЦЕННОСТИ ПОЛИТИЧЕСКОГО ДВИЖЕНИЯ монография

130 с.

Фашизм как форма политической диктатуры, как политическое движение и духовное увлечение определенной части человечества не принадлежит только к прошлому. Тем важнее философский анализ этого явления. В своей работе авторы раскрывают основные аспекты бытия фашизма в культурно-историческом пространстве 20 столетия, дают приемлемую классификацию фашистских движений, раскрывают сущность его культурного самообраза. Книга рассчитана на специалистов в области философии, истории, социологии, а также на широкий круг читателей, интересующихся темой фашизма.

Магаданский институт экономики Санкт-Петербургской академии управления и экономики – крупнейший аккредитованный экономико-управленческий вуз региона. За период с 1998 года в нем созданы лучшие условия для продвинутого обучения наиболее востребованным на рынке труда специальностям и отличной организации досуга:

- Три новейших компьютерных класса с доступом в Интернет по выделенной линии;
- Прекрасная собственная библиотека с читальным залом;
- Собственная издательская программа обеспечения учебного процесса новейшими учебно-методическими и учебными пособиями;
- 65 % преподавателей – кандидаты и доктора наук;
- Прекрасные учебные аудитории с евроремонтом;
- Полноценная кафедральная структура факультета;
- Очное и заочное обучение;
- Центр довузовской подготовки абитуриентов;
- Два учебных корпуса;
- Факультет переподготовки и повышения квалификации;
- Собственная студенческая команда КВН;
- Спортивные секции;
- Возможности для продолжения обучения в аспирантуре и докторантуре головного вуза;
- Престижный государственный диплом Санкт-Петербургской академии управления и экономики;
- Свыше 2000 студентов и более 1000 выпускников.

Если Вам нужен диплом – можно учиться где угодно. Если нужна современная профессия – учиться нужно у нас. Мы даем реальные знания!

685000 г. Магадан, ул. Пролетарская д. 11, ул. Кольцевая д. 9
Тел: 205-86; 205-96; 2-31-21
URL: www.ime.kolyma.ru