

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ  
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«ОРЕНБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ АГРАРНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»**

**МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ДЛЯ ОБУЧАЮЩИХСЯ  
ПО ОСВОЕНИЮ ДИСЦИПЛИНЫ**

**Б1.В.05 Оценка и управление стоимостью предприятия (организации)**

Направление подготовки 38.03.01 \_\_\_\_\_ Экономика \_\_\_\_\_

Профиль подготовки Экономика предприятий (организаций) \_\_\_\_\_

Форма обучения: заочная \_\_\_\_\_

## Оглавление

1. Конспект лекций.....	3
ЛЕКЦИЯ1: МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА .....	3
ЛЕКЦИЯ 2: РЕГУЛИРОВАНИЕ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ..	<b>Ошибка! Закладка не определена.</b>
ЛЕКЦИЯ 3: КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА .....	<b>Ошибка! Закладка не определена.</b>
ЛЕКЦИЯ 4: ВРЕМЕННАЯ ОЦЕНКА ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ...	<b>Ошибка! Закладка не определена.</b>
ЛЕКЦИЯ 5: ПОДГОТОВКА ИНФОРМАЦИИ, НЕОБХОДИМОЙ ДЛЯ ОЦЕНКИ .....	<b>Ошибка! Закладка не определена.</b>
2.МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ПО ПРОВЕДЕНИЮ ПРАКТИЧЕСКИХ ЗАНЯТИЙ	30
Практическое занятие 1 (ПЗ-1): Регулирование оценочной деятельности.....	30
Практическое занятие 2 (ПЗ-2): Концептуальные основы финансового менеджмента в оценке бизнеса .....	32
Практическое занятие 3 (ПЗ-3): Временная оценка денежных потоков .....	36
Практическое занятие 4 (ПЗ-4) Подготовка информации, необходимой для оценки .....	40

## **1. Конспект лекций**

### **1.1 ЛЕКЦИЯ: МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (2 часа)**

#### **1.1.1 Вопросы лекции**

1. Понятие и сущность оценочной деятельности.
2. Особенности бизнеса как товара.
3. Взаимосвязь между целью оценки и видами стоимости, используемыми для оценки.
4. Основные факторы, определяющие оценочную стоимость.
5. Группы принципов оценки бизнеса.
6. Этапы процесса оценки бизнеса.

#### **1.1.2 Краткое содержание вопросов**

##### **1. Понятие и сущность оценочной деятельности.**

«Под оценочной деятельностью понимается деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной собственности». (Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (с изменениями на 27 февраля 2003 года), ст. 3)

Следовательно, величина, определяемая оценщиком, — это и не рыночная цена, и не стоимость как свойство товара. Она занимает промежуточное положение между ними, органично соединяя специфические характеристики оцениваемого объекта и существующие на момент оценки общерыночные параметры, выражая первое через второе. Поэтому любая стоимостная оценка «привязана» к конкретной дате.

Для целей настоящего комплекса целесообразно дать более развернутые определения оценочной деятельности, позволяющие понять ее сущность и специфику.

Оценка стоимости бизнеса, как и любого другого объекта собственности, представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс определения величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка.

Несколько громоздкое, на первый взгляд, определение сущности оценки стоимости раскрывает тем не менее основные (сущностные) черты данного процесса. Давайте разберем каждую из них.

Итак, во-первых, оценка стоимости бизнеса (предприятия) — это процесс, то есть для получения результата эксперт-оценщик должен проделать ряд операций, очередность и содержание которых зависят от цели оценки, характеристик объекта и выбранных методов.

Вместе с тем, можно выделить общие для всех случаев этапы оценки, например, определение цели оценки, выбор вида стоимости, подлежащего расчету; сбор и обработка необходимой информации; обоснование методов оценки стоимости; расчет величины стоимости объекта, внесение поправок; выведение итоговой величины, проверка и согласование полученных результатов.

Ни один из этапов нельзя пропустить или «переставить» на другое место. Такие вольности приведут к искажению конечного результата. Отсюда вытекает сущностная характеристика оценки, а именно то, что этот процесс упорядоченный, то есть все действия совершаются в определенной последовательности.

В-третьих, оценка стоимости — процесс целенаправленный. Эксперт-оценщик в своей деятельности всегда руководствуется конкретной целью.

Естественно, что он должен рассчитать величину стоимости объекта. Но вот какую стоимость определить, зависит как раз от цели оценки, а также от характеристик

оцениваемого объекта. Например, если расчет стоимости бизнеса производится с целью заключения сделки купли-продажи, то рассчитывается рыночная стоимость, если же целью оценки является определение стоимости бизнеса в случае его ликвидации, то рассчитывается ликвидационная стоимость.

Четвертая черта процесса оценки стоимости заключается в том, что оценщик всегда определяет величину стоимости как количество денежных единиц, следовательно, все стоимостные характеристики должны быть выражены количественно, независимо от того, насколько просто они поддаются точному измерению и денежному выражению.

Пятая сущностная черта стоимостной оценки заключается в ее рыночном характере. Это означает, что оценщик не ограничивается учетом лишь одних затрат на создание или приобретение оцениваемого объекта, его технические характеристики, местоположение, генерируемый им доход, состав и структуру активов и обязательств и т. п. оцениваемого объекта.

Он обязательно учитывает совокупность рыночных факторов: рыночную конъюнктуру, уровень и модель конкуренции, рыночное реноме оцениваемого бизнеса, его макро- и микроэкономическую среду обитания, риски, сопряженные с получением дохода от объекта оценки, среднерыночный уровень доходности, цены на аналогичные объекты, текущую ситуацию в отрасли и в экономике в целом.

Шестая черта. Рыночная стоимость определяется обязательно в денежном выражении, например, в рублях или долларах. При этом необходимые для расчета стоимости вычисления целесообразно проводить сразу в выбранной валюте, так как это позволит провести более точные расчеты и избежать или существенно уменьшить погрешность, возникающую при переводе итогового результата из одной валюты в другую.

Определяя величину стоимости, оценщик старается учесть всю полноту влияния основных факторов, к числу которых относятся доход генерируемый оцениваемым объектом, риски сопровождающие получение этого дохода, среднерыночный уровень доходности на аналогичные объекты, характерные черты оцениваемого объекта, включая состав и структуру активов и обязательств (или составных элементов), конъюнктура рынка, текущая ситуация в отрасли и в экономике в целом.

Выяснив, что назначение оценки заключается в определении рыночной или иной стоимости объекта оценки с целью эффективного управления и распоряжения им, давайте определим, кто же участвует в этом процессе, и в отношении каких именно объектов он возможен.

К субъектам оценочной деятельности можно отнести:

- органы исполнительной власти Российской Федерации, субъектов Российской Федерации, муниципальных образований;
- оценщиков, являющихся индивидуальными предпринимателями или юридическими лицами;
- профессиональные объединения оценщиков;
- заказчиков оценщиков — юридических и физических лиц, по инициативе которых на основании заключенного между ними и оценщиком в письменной форме договора проводится оценка того или иного объекта;
- потребителей оценочных услуг — юридических или физических лиц, а так же органов исполнительной власти, использующих информацию, содержащуюся в отчете об оценке.

Объект оценки. В соответствии со статьей 5 Закона к объектам оценки относятся:

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в т. ч. предприятия);
- право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;

- права требования, обязательства (долги);
- работа, услуги, информация;
- иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.

## **2. Особенности бизнеса как объекта оценки**

Особое место среди объектов оценки занимает бизнес (предприятие, организация, компания). При оценке бизнеса объектом выступает деятельность направленная на получение прибыли и осуществляемая на основе функционирования имущественного комплекса предприятия.

Поэтому при оценке бизнеса оценщик оценивает предприятие в целом, определяя стоимость как его собственного капитала, так и отдельные части имущественного комплекса (активы и обязательства).

Предприятие как объект оценки должно иметь чётко определенные границы, будучи сложной системой, оцениваемый бизнес включает разнообразные составные части. В структуру предприятия могут входить цеха, участки, обслуживающие хозяйства, специальные подразделения, конторские строения, средства связи и коммуникации, которые могут располагаться на разных площадях и даже в разных регионах.

Большое значение имеет организационно-правовая форма существования предприятия. Объектом оценки могут быть объединения, холдинги, финансово-промышленные группы. В этом случае в рамках одного бизнеса объединяются несколько дочерних компаний, отделений, филиалов.

Для правильной оценки необходимо проследить формирование денежных потоков и направление их движения, а также права и роль каждого подразделения.

Необходимо также выяснить, входят ли в состав объекта оценки подразделения социально-культурной сферы, имеются ли объекты общенационального значения.

При оценке бизнеса надо учитывать то, что предприятие будучи юридическим лицом одновременно является и хозяйствующим субъектом (ст. 48 ГК), поэтому его стоимость должна учитывать наличие определенных юридических прав.

Бизнес (предприятие) обладает всеми признаками товара и может быть объектом купли-продажи. Но это — товары особого рода их особенности обуславливают принципы, подходы и методы их оценки.

Особенности бизнеса как товара:

Во-первых, это товар инвестиционный, т. е. товар, вложения в который осуществляются с целью отдачи в будущем. Затраты и получение доходов разьединены во времени. Причем размер ожидаемой прибыли неизвестен, имеет вероятностный характер, поэтому инвестору приходится учитывать риск возможной неудачи. Если будущие доходы с учетом времени их получения оказываются меньше издержек на приобретение инвестиционного товара, он теряет свою инвестиционную привлекательность. Таким образом, текущая стоимость будущих доходов, которые может получить собственник от данного бизнеса, представляет собой его рыночную стоимость.

Во-вторых, бизнес является системой, но продаваться может как вся система в целом, так и отдельные ее подсистемы и даже элементы. Фактически товаром становится не сам бизнес, а отдельные его составляющие, и оценщик определяет рыночную стоимость отдельных активов.

В-третьих, потребность в бизнесе как товаре зависит от процессов, которые происходят как внутри самого бизнеса, так и во внешней среде. Причем, с одной стороны, нестабильность в экономике приводит бизнес к неустойчивости, с другой стороны, его неустойчивость ведет к дальнейшему нарастанию нестабильности и в экономике в целом. Из этого вытекает еще одна особенность бизнеса как товара — потребность в

регулировании как самого бизнеса, так и процесса его оценки, а также необходимость учитывать при оценке качество управления бизнесом.

В-четвертых, учитывая особое значение устойчивости бизнеса для стабильности в обществе, необходимо участие государства не только в регулировании механизма оценки бизнеса, его купли-продажи, но и формирования рыночных цен на бизнес, особенно, если речь идет о предприятии с долей государства в капитале.

### **3. Взаимосвязь между целью оценки и видами стоимости**

Оценку бизнеса проводят в целях:

- повышения эффективности текущего управления предприятием, фирмой;
- купли-продажи акций, облигаций предприятий на фондовом рынке;
- принятия обоснованного инвестиционного решения;
- купли-продажи предприятия его владельцем целиком или по частям.
- установления доли совладельцев в случае подписания или расторжения договора, или в случае смерти одного из партнеров;
- реструктуризации предприятия. Ликвидация предприятия, слияние, поглощение либо выделение самостоятельных предприятий из состава холдинга предполагает проведение его рыночной оценки, так как необходимо определить цену покупки или выкупа акций, цену конверсии или величину премии, выплачиваемой акционерам поглощаемой фирмы.
- разработки плана развития предприятия. В процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы фирмы, степень ее устойчивости и ценность имиджа;
- определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании. В данном случае оценка требуется в силу того, что величина стоимости активов по бухгалтерской отчетности может резко отличаться от их рыночной стоимости;
- страхования, в процессе которого возникает необходимость определения стоимости активов в преддверии потерь;
- налогообложения. При определении налогооблагаемой базы необходимо провести объективную оценку дохода предприятия, его имущества;
- принятия обоснованных управленческих решений. Инфляция искажает финансовую отчетность предприятия, поэтому периодическая переоценка имущества независимыми оценщиками позволяет повысить реалистичность финансовой отчетности, являющейся базой для принятия финансовых решений;
- осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса. В этом случае для его обоснования необходимо знать исходную стоимость предприятия в целом, его собственного капитала, активов, бизнеса.

В зависимости от цели проводимой оценки и от количества и подбора учитываемых факторов оценщик рассчитывает либо рыночную стоимость, либо вид стоимости, отличный от рыночной. В стандартах оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности Российской Федерации, определено 10 видов стоимости, в том числе:

- рыночная стоимость;
- стоимость объекта оценки с ограниченным рынком;
- стоимость замещения объекта оценки;
- стоимость воспроизведения объекта оценки;
- стоимость объекта оценки при существующем использовании;
- инвестиционная стоимость;
- стоимость объекта для целей налогообложения;
- ликвидационная стоимость;
- утилизационная стоимость;

- специальная стоимость;

Кроме того в международной практике оценки применяются и другие виды стоимости.

Выбор того или иного вида стоимости определяется целью оценки. Данная зависимость представлена в таблице (см.ниже).

Таблица. Взаимосвязь между целью оценки и видами стоимости, используемыми для оценки.

Цель оценки	Виды стоимости
Помочь потенциальному покупателю (продавцу) определить предполагаемую цену.	Рыночная стоимость.
Определение целесообразности инвестиций.	Инвестиционная стоимость.
Обеспечение заявки на получение ссуды.	Залоговая стоимость.
Определение налогооблагаемой базы.	Рыночная стоимость или иная стоимость, признаваемая налоговым законодательством.
Определение суммы покрытия по страховому договору или обеспечение требований в связи с потерей или повреждением застрахованных активов.	Страховая стоимость.
Возможная ликвидация (частичная или полная) действующего предприятия.	Ликвидационная стоимость.

#### **4. Факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса**

При определении стоимости оценщик принимает во внимание различные микро- и макроэкономические факторы, к числу которых относятся следующие.

Спрос. Спрос определяется предпочтениями потребителей, которые зависят от того, какие доходы приносит данный бизнес собственнику, в какое время, с какими рисками это сопряжено, каковы возможности контроля и перепродажи данного бизнеса.

Доход. Доход, который может получить собственник объекта, зависит от характера операционной деятельности и возможности получить прибыль от продажи объекта после использования. Прибыль от операционной деятельности в свою очередь определяется соотношением потоков доходов и расходов.

Время. Большое значение для формирования стоимости предприятия имеет время получения доходов. Одно дело, если собственник приобретает активы и быстро начинает получать прибыль от их использования, и другое дело, если инвестирование и возврат капитала отделены значительным промежутком времени.

Риск. На величине стоимости неизбежно сказывается и риск как вероятность получения ожидаемых в будущем доходов.

Контроль. Одним из важнейших факторов, влияющих на стоимость, является степень контроля, которую получает новый собственник.

Если предприятие покупается в индивидуальную частную собственность или если приобретается контрольный пакет акций, то новый собственник получает такие существенные права, как право назначить управляющих, определить величину оплаты их труда, влиять на стратегию и тактику работы предприятия, продавать или покупать его активы; реструктурировать и даже ликвидировать данное предприятие; принимать решение о поглощении других предприятий; определять величину дивидендов и т. д. В силу того, что покупаются большие права, стоимость и цена, как правило, будут выше, чем в случае покупки неконтрольного пакета акций.

Ликвидность. Одним из важнейших факторов, влияющих при оценке на стоимость предприятия и его имущества, является степень ликвидности этой собственности.

Рынок готов выплатить премию за активы, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери части стоимости.

Отсюда стоимость закрытых акционерных обществ должна быть ниже стоимости аналогичных открытых обществ.

Ограничения. Стоимость предприятия реагирует на любые ограничения, которые имеет бизнес. Например, если государство, ограничивает цены на продукцию предприятия, то стоимость такого бизнеса будет ниже, чем в случае отсутствия ограничений.

Соотношение спроса и предложения. Спрос на предприятие, наряду с полезностью, зависит также от платежеспособности потенциальных инвесторов, ценности денег, возможности привлечь дополнительный капитал на финансовом рынке. Отношение инвестора к уровню доходности и степени риска зависит даже от возраста. Более молодые люди склонны идти на большой риск ради более высокой доходности в будущем.

Важным фактором, влияющим на спрос и стоимость бизнеса, является наличие альтернативных возможностей для инвестиций.

Итак, основными факторами, определяющими оценочную стоимость, являются:

- спрос;
- прибыль оцениваемого бизнеса, настоящая и будущая;
- затраты на создание аналогичных предприятий;
- соотношение спроса и предложения на аналогичные объекты;
- риск получения доходов;
- степень контроля над бизнесом и степенью ликвидности активов.

## **5. Группы принципов оценки бизнеса**

Можно выделить три группы принципов оценки:

- основанные на представлениях собственника;
- связанные с эксплуатацией собственности;
- обусловленные действием рыночной среды.

Рассмотрим первую группу принципов.

Ключевым критерием стоимости любого объекта собственности является его полезность. Бизнес обладает стоимостью только в том случае, когда может быть полезен реальному потенциальному собственнику.

Полезность для каждого потребителя индивидуальна, но качественно и количественно определена во времени, в пространстве и стоимости. Однако как общую полезность объекта для собственника в рыночной экономике можно выделить его способность приносить доход.

Полезность бизнеса — это его способность приносить доход в данном месте и в течение данного периода времени. Чем больше полезность, тем выше величина оценочной стоимости.

Выделим еще один методологический принцип оценки стоимости предприятия — это принцип замещения. Он определяется следующим образом: максимальная стоимость предприятия определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью.

Принцип ожидания можно определить следующим образом. Ожидание — это определение текущей стоимости дохода или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения данным предприятием.

Вторая группа принципов оценки обусловлена эксплуатацией собственности и связана с представлением производителей.



Принцип вклада, который сводится к следующему: включение любого дополнительного актива в систему предприятия экономически целесообразно, если получаемый прирост стоимости предприятия больше затрат на приобретение этого актива.

Остаточная продуктивность может быть результатом того, что земля позволяет пользователю извлекать максимальные доходы или до предела уменьшать затраты. Например, предприятие будет оценено выше, если земельный участок будет обеспечивать более высокий доход, или если его положение позволяет минимизировать затраты. Остаточная продуктивность земельного участка определяется как чистый доход, отнесенный к земельному участку, после того как оплачены расходы на менеджмент, рабочую силу и эксплуатацию капитала. Это принцип остаточной продуктивности.

Изменение того или иного фактора производства может увеличивать или уменьшать стоимость объекта. Из этого важного положения экономической теории вытекает еще один принцип оценки бизнеса, содержание которого можно свести к следующему: по мере добавления ресурсов к основным факторам производства, чистая отдача имеет тенденцию увеличиваться быстрее темпа роста затрат, однако после достижения определенной точки общая отдача, хотя и растет, однако уже замедляющимися темпами.

Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не станет меньше, чем затраты на добавленные ресурсы. Этот принцип базируется на теории предельного дохода и называется принципом предельной производительности.

При оценке стоимости предприятия необходимо учитывать принцип сбалансированности (пропорциональности), согласно которому максимальный доход от предприятия можно получить при соблюдении оптимальных величин факторов производства.

Третья группа принципов напрямую обусловлена действием рыночной среды. Ведущим фактором, влияющим на ценообразование в рыночной экономике, является соотношение спроса и предложения. Если спрос и предложение находятся в равновесии, то цены остаются стабильными и могут совпадать со стоимостью, особенно в условиях совершенного рынка.

Принцип соответствия, согласно которому предприятия, которые не соответствуют требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, уровню доходности и т. д., скорее всего, будут оценены ниже среднего.

С принципом соответствия связаны принципы регрессии и прогрессии. Регрессия имеет место, когда предприятие характеризуется излишними применительно к данным рыночным условиям улучшениями. Рыночная цена такого предприятия вероятно не будет отражать его реальную стоимость и будет ниже реальных затрат на его формирование. Прогрессия имеет место, когда в результате функционирования соседних объектов, например, объектов, обеспечивающих улучшенную инфраструктуру, рыночная цена данного предприятия, скорее всего, окажется выше его стоимости.

Содержание принципа конкуренции сводится к следующему: если ожидается обострение конкурентной борьбы, то при прогнозировании будущих прибылей данный фактор можно учесть либо за счет прямого уменьшения потока доходов, либо путем увеличения фактора риска, что опять же снизит текущую стоимость будущих доходов.

Принцип экономического разделения гласит, что имущественные права следует разделить и соединить таким образом, чтобы увеличить общую стоимость объекта.

Результатом такого анализа является определение наилучшего и наиболее эффективного использования собственности, иначе говоря, определение направления использования собственности предприятия, которое юридически, технически осуществимо и которое обеспечивает собственнику максимальную стоимость оцениваемого имущества. В этом заключается принцип наилучшего и наиболее эффективного использования.

## **6. Этапы процесса оценки**

Процесс оценки бизнеса предусматривает определение задачи, сбор и анализ информации в целях получения обоснованной оценки стоимости. Процесс оценки может быть разделен на семь этапов:

1. Определение задачи.
2. Составление плана оценки.
3. Сбор и проверка информации.
4. Выбор уместных подходов к оценке.
5. Согласование результатов и подготовки итогового заключения.
6. Отчет о результатах оценки стоимости.
7. Представление и защита отчета.

Основанием для оценки бизнеса является договор между оценщиком и заказчиком. Оценка предприятия, в том числе повторная, может быть проведена оценщиком на основании определения суда.

### **1.2 Лекция 2: Регулирование оценочной деятельности**

#### **1.2.1 Вопросы лекции**

1. Регулирование оценочной деятельности.
2. Права и обязанности оценщика. Страхование гражданской ответственности по договору об оценке.
3. Нарушения при осуществлении оценочной деятельности.
4. Саморегулирование оценочной деятельности.

#### **1.2.2 Краткое содержание вопросов**

##### **1. Регулирование оценочной деятельности**

В соответствии со статьей 3 Федерального закона от 29.07.98 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (далее Закон) оценочная деятельность — это деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости.

Оценочная деятельность в условиях рыночной экономики является важнейшим элементом инфраструктуры имущественных отношений. Независимая оценка обеспечивает информационную основу для принятия хозяйственных управленческих решений, способствует равенству прав участников гражданских отношений. Таким образом, развитие оценочной деятельности в Российской Федерации является составной частью процесса реформирования экономики, формирования правового государства.

Определенная законодательством система государственного регулирования оценочной деятельности включает:

- контроль за осуществлением оценочной деятельности;
- лицензирование оценочной деятельности и контроль за соблюдением ими лицензионных требований и условий;
- разработка стандартов оценки;
- формирование методологической базы оценочной деятельности;
- разработка требований, предъявляемых к образовательным учреждениям, осуществляющим профессиональную подготовку оценщиков в соответствии с законодательством Российской Федерации;
- взаимодействие органов государственной власти по вопросам оценочной деятельности.

##### **2. Права и обязанности оценщика. Страхование гражданской ответственности по договору об оценке**

Права и обязанности порождаются договором при условии соблюдения его формы. Относительно договора об оценке, в ст. 10 Федерального закона от 29.07.98 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» установлено, что договор должен быть заключен в письменной форме и не требует нотариального удостоверения.

Принцип свободы договора означает, что субъекты предпринимательской деятельности свободны в заключении договора и какое-либо понуждение к его заключению не допускается.

В соответствии со ст. 11 Закона надлежащим исполнением договора об оценке объекта оценки является своевременное составление и передача оценщиком заказчику составленного в письменной форме с соблюдением требований законодательства об оценочной деятельности отчета об оценке объекта оценки.

Отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. В отчете в обязательном порядке указываются дата проведения оценки объекта оценки, используемые стандарты оценки, цели и задачи проведения оценки объекта оценки, а также приводятся иные сведения, которые необходимы для полного и недвусмысленного толкования результатов проведения оценки объекта оценки, отраженных в отчете.

В законе установлены права и обязанности оценщика, которым соответственно корреспондируют обязанности и права заказчика.

В соответствии с положениями Закона, оценщик имеет право:

- применять самостоятельно методы проведения оценки объекта оценки в соответствии со стандартами оценки;
- требовать от заказчика при проведении обязательной оценки объекта оценки обеспечения доступа оценщика в полном объеме к документации, необходимой, по мнению оценщика, для осуществления этой оценки;
- получать разъяснения и дополнительные сведения, необходимые для осуществления данной оценки;
- запрашивать в письменной форме у третьих лиц информацию, необходимую для проведения оценки объекта оценки, за исключением информации, являющейся государственной или коммерческой тайной; в случае, если не предоставление указанной информации существенным образом влияет на достоверность оценки объекта оценки, оценщик указывает на это в отчете;
- привлекать по мере необходимости на договорной основе к участию в проведении оценки объекта оценки иных оценщиков либо других специалистов;
- отказаться от проведения оценки объекта оценки в случаях, если заказчик нарушил условия договора, не обеспечил предоставления необходимой информации об объекте оценки либо не обеспечил соответствующие договору условия работы;
- требовать возмещения расходов, связанных с проведением оценки объекта оценки и денежного вознаграждения за проведение оценки по определению суда, арбитражного суда или третейского суда.

В соответствии с положениями Закона, оценщик обязан:

- соблюдать при осуществлении оценочной деятельности требования законодательства об оценочной деятельности (Закона, Стандартов оценки, обязательных для применения субъектами оценочной деятельности, Положения о лицензировании оценочной деятельности);
- сообщать заказчику о невозможности своего участия в проведении оценки объекта вследствие возникновения обстоятельств, препятствующих проведению объективной оценки данного объекта;
- обеспечивать сохранность документов, получаемых от заказчика и третьих лиц в ходе проведения оценки, и вернуть заказчику полученные от него документы одновременно с передачей ему отчета об оценке;

- предоставлять заказчику информацию о требованиях законодательства, об уставе, кодексе этики саморегулируемой организации (некоммерческой организации оценщиков), на членство в которых ссылается оценщик в своем отчете;
- предоставлять документ об образовании, подтверждающий получение необходимых знаний;
- не разглашать конфиденциальную информацию, полученную от заказчика в ходе проведения оценки, за исключением случаев, предусмотренных законодательными актами Российской Федерации;
- хранить составленные отчеты об оценке объекта оценки в течение трех лет;
- в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, предоставлять копии хранящихся отчетов или информацию из них правоохранительным, судебным или уполномоченным государственным органам либо органам местного самоуправления по их законному требованию.

Одним из весьма важных требований Закона является требование полной независимости оценщика от заказчика и от каких-либо обстоятельств, связанных с объектом оценки.

Оценка конкретного объекта не может проводиться оценщиком, если он является учредителем, собственником, акционером или должностным лицом юридического лица либо заказчиком или физическим лицом, имеющим имущественный интерес в объекте оценки, или состоит с указанными лицами в близком родстве или свойстве.

Проведение оценки объекта не допускается, если в отношении объекта оценки оценщик имеет вещные или обязательственные права вне договора, либо если оценщик является учредителем, собственником, акционером, кредитором, страховщиком юридического лица либо юридического лица является учредителем, акционером, кредитором, страховщиком оценщика.

Страхование гражданской ответственности оценщика — «механизм защиты потребителей оценочных услуг от ошибок, допущенных оценщиком в процессе профессиональной деятельности». (Финансово-кредитный энциклопедический словарь, Москва, 2002 г., с.701)

Оценщик не вправе заниматься оценочной деятельностью без заключения договора страхования. Наличие страхового полиса является обязательным условием для заключения договора об оценке объекта оценки. При обнаружении нарушения данного условия контролирующим органом принимаются меры по приостановлению лицензии нарушителя.

Страхование гражданской ответственности оценщиков является условием, обеспечивающим защиту прав потребителей услуг оценщиков, в т.ч. и государства (муниципального образования) как хозяйствующего субъекта и собственника, и осуществляется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Страхование гражданской ответственности оценщиков постановлением Правительства от 07.06.2002 № 395 «О лицензировании оценочной деятельности» отнесено к числу лицензионных требований и условий.

Суть страхования гражданской ответственности по договору выражается в следующем. Сначала лицо вступает в договорные отношения, при этом презюмируется надлежащее исполнение сторонами договорных обязательств. Затем то же лицо, стремясь уменьшить свои возможные расходы в случае возникновения необходимости возмещения убытков, заключает в качестве страхователя еще один договор (договор страхования), по которому страхует риск ответственности за нарушение первого договора. Риск ответственности за нарушение договора — это прежде всего риск возмещения убытков. Необходимость возмещения убытков возникает при неисполнении или ненадлежащем исполнении договора.

Страхователями по договору страхования гражданской ответственности оценщиков могут выступать юридические лица и индивидуальные предприниматели, являющиеся

лицензированными оценщиками. Они могут заключать договоры страхования гражданской ответственности оценщиков на срок, не превышающий срока действия лицензии на осуществление оценочной деятельности.

Особенность страхования гражданской ответственности оценщиков заключается в том, что в соответствии со ст. 931 ГК РФ договор страхования риска ответственности за причинение вреда считается заключенным в пользу лиц, которым может быть причинен вред (выгодоприобретателей) в результате профессиональной деятельности оценщиков. Таким образом, при наступлении страхового случая — причинения вреда третьему лицу по причине ошибки или упущения при проведении работ по оценке — страховая компания выплачивает страховое возмещение третьему лицу (как правило, заказчику работ по оценке), а не самому оценщику.

Объектом страхования при страховании гражданской (профессиональной) ответственности оценщиков являются их имущественные интересы, связанные с обязанностью последних в порядке, установленном законодательством, возместить материальный ущерб третьим лицам, чаще всего являющимся заказчиками по договору об оценке, причиненный в результате совершения оценщиком ошибок или упущений при выполнении работ по оценке.

Как правило, в договоре страхования указываются объекты оценки, риск наступления страхового случая по которым страховая компания принимает на страхование.

Договор страхования гражданской ответственности оценщика должен быть заключен в письменной форме. Несоблюдение письменной формы влечет недействительность договора.

После заключения договора страхования оценщик уплачивает страховой компании страховую премию, которая является платой за принятие страховой компанией на себя обязательств при наступлении страхового случая произвести страховую выплату в соответствии с договором страхования.

Размер страховой премии устанавливается в соответствии с тарифом страховой компании, который представляет собой ставку страховой премии с единицы страховой суммы, указанной в договоре страхования. Размер страховой премии зависит от срока страхования, степени сложности объектов оценки, профессиональной подготовки и стажа работы оценщика, а также от других факторов, влияющих на степень риска наступления страхового случая. Срок и порядок уплаты страховой премии указываются в договоре страхования. Страховые премии уплачиваются или единовременно разовым платежом за весь срок страхования, или поэтапно — с рассрочкой платежа.

Если договором страхования предусмотрено внесение страховой премии в рассрочку, то договором может быть предусмотрена санкция за неуплату в установленные сроки очередного страхового взноса. Если страховой случай наступил до уплаты очередного страхового взноса, внесение которого просрочено, страховщик в случае предоставления отсрочки в уплате вправе при определении размера подлежащего выплате страхового возмещения зачесть сумму просроченного страхового взноса.

### **3.Нарушения при осуществлении оценочной деятельности.**

Нарушениями могут считаться:

- а) непредставление в срок документов, затребованных территориальным органом Минимущества России;
- б) установление факта представления в территориальный орган Минимущества России недостоверной информации;
- в) несообщение в установленный срок в территориальный орган Минимущества России об изменениях и дополнениях, внесенных в документы, явившиеся основанием для выдачи лицензии (с представлением подтверждающих документов);

г) отсутствие у лицензиата договора (страхового полиса) страхования гражданской ответственности оценщика;

д) обнаружение факта отсутствия в штате работника, имеющего документ об образовании, подтверждающий получение профессиональных знаний по указанным в лицензии работам (услугам) в области оценочной деятельности.

е) иные нарушения действующего законодательства об оценочной деятельности, в том числе Стандартов оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности, утвержденных постановлением Правительства от 06.07.2001 № 519 «Об утверждении стандартов оценки»

В случае если обнаружены нарушения, может быть вынесено одно из следующих решений:

а) обязывающее лицензиата устранить выявленные нарушения с указанием срока их устранения. Срок устранения не может превышать 6 месяцев;

б) предупреждение лицензиату о приостановлении действия лицензии, при этом обязывающее лицензиата исправить нарушения, которые могут повлечь приостановление действия лицензии;

в) решение об утрате юридической силы лицензии (в случае обнаружения в ходе проверки данных о ликвидации юридического лица или прекращения его деятельности в результате реорганизации, за исключением его преобразования, либо прекращения действия свидетельства о государственной регистрации гражданина в качестве индивидуального предпринимателя);

г) решение о приостановлении лицензии (лицензирующие органы вправе приостанавливать действие лицензии в случае выявления лицензирующими органами неоднократных нарушений (два и более раза) или однократного грубого нарушения лицензиатом лицензионных требований и условий);

д) решение об обращении в суд с иском о признании лицензии аннулированной.

#### **4. Саморегулирование оценочной деятельности.**

В последнее время стала возрастать роль саморегулируемых организаций, которые являются важнейшим элементом регулирования отношений на рынке во всех современных государствах с развитой экономикой.

В Федеральном законе от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ идет речь о саморегулируемых организациях оценщиков, но не дается легального определения саморегулируемой организации.

Федеральный закон от 8 августа 2001 года № 134-ФЗ «О защите прав юридических лиц и индивидуальных предпринимателей при проведении государственного контроля (надзора)» дает определение саморегулируемой организации.

В соответствии с которым, саморегулируемая организация — некоммерческая организация, созданная путем объединения юридических лиц и (или) индивидуальных предпринимателей и имеющая своей основной целью обеспечение добросовестного осуществления профессиональной деятельности членами саморегулируемой организации. Однако положения данного Федерального закона не применяются к отношениям, связанным с проведением лицензионного контроля.

В настоящее время государственный контроль за деятельностью оценщиков в основном базируется на системе лицензирования деятельности оценщиков.

К недостаткам данной системы можно отнести тот факт, что лицензирование не обеспечивает сплошного контроля за деятельностью всех оценщиков и ориентирована на выборочные проверки деятельности оценщиков. В этой связи представляется правильным, что саморегулируемые организации оценщиков являются необходимым элементом упорядочения отношений на рынке оценочных услуг.

При этом следует отметить, что контроль за деятельностью оценщиков в России, осуществляемый саморегулируемыми организациями, не должен заменять государственного контроля за осуществлением оценочной деятельности, проводимого Минимуществом России. Саморегулируемая организация осуществляет контроль за оценщиками-участниками данной организации исключительно с точки зрения соблюдения ими внутренних стандартов (которые должны быть не ниже государственных) и правил данной организации.

В соответствии с Федеральным законом от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» саморегулируемые организации оценщиков могут выполнять следующие функции:

- защищать интересы оценщиков;
- содействовать повышению уровня профессиональной подготовки оценщиков;
- содействовать разработке образовательных программ по профессиональному обучению оценщиков;
- разрабатывать собственные стандарты оценки;
- разрабатывать и поддерживать собственные системы контроля качества осуществления оценочной деятельности.

С начала перехода к рыночным отношениям в России было создано профессиональное общественное объединение — Российское Общество оценщиков (РОО). РОО была создана методическая база для проведения оценочных работ, а также система профессиональной подготовки оценщиков в сотрудничестве с учебными заведениями.

Начиная с сентября 1999 г. в соответствии с поручением Правительства РФ от 20.09.99 г. № 932 Министерством государственного имущества России совместно с другими заинтересованными ведомствами и в тесном сотрудничестве с профессиональными организациями оценщиков ведется разработка проектов стандартов оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности.

Исходя из общих целей стандартизации, основными задачами Системы стандартизации услуг в области оценки являются:

- обеспечение взаимопонимания и взаимодействия между всеми сторонами
- участниками процесса оценки имущества;
- формирование нормативной базы для обеспечения проведения сертификации услуг по оценке;
- установление единых требований к методам оценки, содержанию и форме отчетов по оценке;
- создание и ведение системы классификации и кодирования технико-экономической информации, используемой при оценке;
- гармонизация терминологии, классификации услуг, методов оценки с международными стандартами;
- содействие соблюдению законодательства Российской Федерации средствами и методами стандартизации;
- создание условий для формирования эффективной системы информации (баз данных) для оперативного представления членам РОО периодической информации.

Система нормативных документов саморегулируемых организаций (СРО) создается в соответствии с экономическими условиями развивающихся рыночных отношений и структуры управления в Российской Федерации на базе действующего законодательства, норм, правил и государственных стандартов инвестиционной сферы экономики.

Главная направленность разрабатываемых нормативных документов — защита прав и охраняемых Законом интересов потребителей, общества и государства при

развитии самостоятельности и инициативы организаций, предприятий и специалистов-оценщиков.

Целью деятельности экспертных советов СРО является осуществление контроля качества оказания оценочных услуг членам СРО. К компетенции экспертного совета СРО относится:

- проведение экспертизы отчетов на полноту, объективность выводов, правильность применения тех или иных методов оценки, на соответствие стандартам оценки, на соблюдение требований законодательства РФ и в области оценочной деятельности как периодических выборочных проверок либо на договорной основе по просьбе субъектов оценочной деятельности, третьих лиц либо органов власти;
  - разрешение спорных ситуаций;
  - осуществление контроля за прохождением членами СРО процедуры добровольной сертификации;
  - обязанность предоставлять Правлению СРО материалы, свидетельствующие о нарушениях членами СРО Устава СРО, что может являться основанием для исключения из СРО.
  - предоставление разъяснений и консультаций исполнителю отчета с целью исправления выявленных ошибок и отклонений силами и средствами исполнителя;
  - разработка единых требований к экспертизе (рецензированию) отчетов, квалификации и условиям работы экспертов;
  - предоставление консультаций по оценочной деятельности.
- Экспертизы отчетов проводятся по следующим направлениям:
- на соискание квалификационных званий;
  - экспертиза отчетов, поступивших на рецензию;
  - экспертиза в рамках сертификации и аккредитации оценщиков и оценочных фирм;
  - экспертиза программных продуктов.

Таким образом можно сделать вывод, что в настоящее время роль саморегулируемых организаций становится ключевой на рынке оценочных услуг.

### **1.3 Концептуальные основы финансового менеджмента**

#### **1.3.1 Вопросы лекции**

1. Базовые концепции финансового менеджмента.
2. Концепция денежного потока.
3. Концепция финансового и операционного риска.
4. Концепция стоимости капитала.
5. Концепция альтернативных затрат.

#### **1.3.2 Краткое содержание вопросов**

##### **1. Базовые концепции финансового менеджмента.**

Финансовый менеджмент основывается на следующих фундаментальных концепциях:

1. Концепция денежного потока .

В основе обоснования финансовых решений лежит оценка денежных потоков, которые с ними связаны. Денежные потоки характеризуются по объему; по продолжительности; по времени. Для их сравнения требуется дисконтирование.

2. Концепция временной ценности денежных ресурсов .

Одни и те же суммы денежных средств, полученные в разное время не равномерны (не равноценны), это связано с инфляцией, риском.

3. Концепция компромисса между риском и доходностью (эффективностью) .



Получение связано с риском и между ними существует прямо пропорциональная зависимость (чем больше доходность, тем больше риск). Необходимо выбирать компромисс.

#### 4. Концепция стоимости капитала .

Активы предприятия должны быть профинансированы за счет накопительных источников. Обслуживание различных источников финансирования обходится предварительно неодинаково, стоимость капитала - это стоимость привлечения источников финансирования: для кредита - проценты, для эмиссии акций - дивиденды.

#### 5. Концепция эффективности рынка капитала .

Предприятие выступает на рынке капитала в качестве инвестора, кредитора, заемщика. Степень эффективности рынка капитала зависит от его информационной насыщенности и доступности информации. Информация влияет на ценовой курс акций.

6. Концепция асимметрии показателей , связана с предыдущей концепцией. Отдельные лица (менеджеры, некоторые собственники) могут владеть информацией, недоступной для других (конфиденциальная информация). Информация может быть использована по разному, в зависимости от того, какой эффект (положительный или отрицательный) дает ее обнаружение.

#### 7. Концепция агентских отношений .

Связана с тем, что в большинстве случаев одни лица владеют предприятием, а другие им управляют. Собственники не обязаны управлять, для этого они нанимают профессиональных менеджеров, которые должны представлять и защищать их интересы. При этом собственники несут агентские издержки (зарплата менеджерам).

#### 8. Концепция альтернативных затрат .

Управление финансами связано с выбором альтернативных решений. Этот выбор основывается на сравнении альтернативных затрат (оценке упущенной выгоды). Альтернативные затраты - это доход, который можно было бы получить, выбрав иной вариант вложения средств.

#### 9. Концепция времен неограниченной деятельности предприятия.

Предприятие создано на неограниченный срок.

### **2. Концепция денежного потока.**

Основное содержание концепции денежных потоков - разработка политики предприятия в области привлечения финансовых ресурсов, организации их движения, поддержания их в определенном качественном состоянии. Финансовый менеджер должен знать, какое количество денежных средств необходимо для погашения обязательств, когда будет получен избыток денежной наличности, в какой промежуток времени фирма будет испытывать дефицит наличных. Согласно данной концепции, получение стабильного денежного потока важнее прибыли. Концепция денежного потока предполагает:

- а. идентификацию денежного потока, его продолжительность и вид;
- б. оценку факторов, определяющих величину его элементов;
- в. выбор коэффициента дисконтирования, позволяющего сопоставить элементы потока, генерируемые в различные периоды времени
- г. оценку риска, связанного с данным потоком и способ его учета.

Концепция денежных потоков предприятий возникла в США в середине 50-х годов XX в., и разработка основных ее положений принадлежит зарубежным экономистам. Проблемы анализа денежных потоков рассматривают Л.А. Бернстайн, Ю. Бригхем, Дж.К. Ван Хор, Л. Гапенски, Т.Р. Карлин, Б. Райан, Ж. Ришар. В последнее десятилетие данные проблемы находят отражение и в работах отечественных экономистов. Им уделяют внимание В.Г.

Артеменко, И.А. Бланк, Е.В. Быкова, И.Т. Балабанов, В.В. Бочаров, Н.Н. Самонова, Г.А. Салтыкова, А.Д. Шеремет и другие. Наиболее развернуто концепция анализа денежных потоков представлена экономистами Л.В. Донцовой и Н.А. Никифоровой, Л.Т. Гиляровской и Н.С. Пласковой. В работах этих авторов формируются основные проблемы анализа денежных потоков и освещаются пути их решения.

Смысл концепции временной ценности состоит в том, что денежная единица, имеющаяся сегодня, и денежная единица, ожидаемая к получению через какое-то время, не равноценны. Эта неравноценность определяется действием трех основных причин: инфляцией, риском неполучения ожидаемой суммы и оборачиваемостью.

Концепция компромисса между риском и доходностью состоит в том, что получение любого дохода в бизнесе чаще всего сопряжено с риском, причем, чем выше требуемая или ожидаемая доходность, тем выше степень риска, связанного с возможным неполучением этой доходности.

Деятельность компании возможна лишь при наличии источников ее финансирования. Смысл концепции стоимости капитала состоит в том, что обслуживание того или иного источника обходится компании не одинаково. Стоимость капитала показывает минимальный уровень дохода, необходимого для покрытия затрат по поддержанию данного источника и позволяющего не оказаться в убытке.

Принятие решений и выбор поведения на рынке капитала тесно связаны с концепцией эффективности рынка. В приложении к рынку капитала термин "эффективность" понимается не в экономическом, а в информационном плане, т.е. степень эффективности рынка характеризуется уровнем его информационной насыщенности и доступности информации участникам рынка. В условиях эффективного рынка любая новая информация по мере ее поступления немедленно отражается на ценах на акции и другие ценные бумаги.

Смысл концепции асимметричной информации состоит в том, что отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем участникам рынка в равной мере. Носителями конфиденциальной информации чаще всего выступают менеджеры и отдельные владельцы компаний.

Концепция агентских отношений становится актуальной по мере усложнения форм организации бизнеса. Большинству фирм присущ разрыв между функцией владения и функцией управления и контроля, смысл которого состоит в том, что владельцы компании вовсе не обязаны вникать в тонкости текущего управления ею. Чтобы ограничить возможность нежелательных действий менеджеров исходя из собственных интересов, владельцы компании вынуждены нести так называемые агентские издержки.

### **3. Концепция финансового и операционного риска.**

Концепция предопределяется тем обстоятельством, что любой организации всегда свойственны два основных типа риска - операционный и финансовый. Категория операционный риск включает в себя предпринимательский риск и производственный риск. В основе обоих представлений риска – и предпринимательского, и производственного – лежит отраслевая специфика хозяйственной деятельности (в первом случае эта специфика рассматривается с позиции инвестора как поставщика финансовых ресурсов организации, а во втором – с позиции руководителя фирмы, топ-менеджера). Второй тип риска - финансовый – связан со структурой капитала и должен приниматься во внимание при принятии решений в отношении источников финансирования организации (пассивная сторона баланса). Платить по обязательствам необходимо всегда и регулярно, причем независимо от того, насколько успешно работает организация, достаточно ли она получает средств от текущей деятельности для выплаты регулярного вознаграждения поставщикам финансовых ресурсов. В отличие от собственников фирмы, которые в случае необходимости могут подождать с дивидендами, лендеры (основные поставщики заемного капитала) ждать не будут, а потому если обязательства перед ними

не исполняются, лендеры могут инициировать процедуру банкротства с неизбежными потерями для собственников и топ-менеджеров.

#### **4. Концепция стоимости капитала.**

Концепция стоимости капитала является одной из базовых в теории капитала. Она не сводится только к исчислению относительной величины денежных выплат, которые надо перечислить владельцам, предоставившим финансовые ресурсы, но также характеризует тот уровень рентабельности (доходности) инвестированного капитала, который должно обеспечивать предприятие, чтобы не уменьшить свою рыночную стоимость.

Следует отличать понятие «стоимость капитала фирмы\*» от понятий типа «оценка капитала», «стоимость фирмы». В первом случае речь идет о некоторой специфической характеристике источника средств.

Приведенные рассуждения, естественно, не являются абсолютными, а потому оба понятия — «стоимость капитала» и «цена капитала» — имеют право на существование. В принципе, можно попытаться провести различие между этими терминами в случае одновременного их использования. Например, один из возможных вариантов рассуждений может быть таким.

Понятие «стоимость капитала» следует применять тогда, когда речь идет о будущем, о планируемом; в этом случае возникает элемент неопределенности, неоднозначности, множественности оценки возможных регулярных относительных затрат на поддержание мобилизуемого источника. В том случае, когда источник уже привлечен и величина регулярных относительных затрат определена, вполне допустим термин «цена капитала» как характеристика того, во что реально обошелся и обходится данный источник. Однако, повторим, приведенное рассуждение весьма относительно и субъективно.

Количественно выражается в сложившихся в компании относительных годовых расходах по обслуживанию задолженности перед собственниками и инвесторами, т. е. это относительный показатель, измеряемый в процентах. Естественно, что подобная характеристика может даваться в отношении как отдельного источника, так и их совокупности; здесь появляется понятие средней стоимости капитала. Во втором случае речь идет об абсолютных, стоимостных показателях, например величине собственного капитала в той или иной оценке (балансовой, рыночной), величине привлеченных средств, совокупной стоимостной оценке фирмы.

#### **5. Концепция альтернативных затрат.**

Альтернативные затраты — это упущенный возможный доход от альтернативного использования ресурсов.

Анализируя бухгалтерскую отчетность фирмы, невозможно сделать какие-либо выводы об альтернативных затратах. Альтернативные затраты — это те затраты, которые несет фирма, отказываясь от множества других вариантов использования ресурсов в пользу единственного выбранного ею.

Если ресурсы могут быть более эффективно использованы в другом проекте, они должны быть перемещены. Если такого перераспределения ресурсов не происходит, то фирма теряет возможный доход. Издержки, которые понесет фирма при перераспределении ресурсов между проектами, также должны учитываться. Если они превышают разницу между доходностями альтернативных проектов, то перегруппировка ресурсов между ними не целесообразна.

Для финансового менеджмента наибольший интерес представляют данные о будущих денежных потоках предприятия, возникающих в результате принятия того или иного управленческого решения. В процессе управления управляющая подсистема должна оказывать воздействие на объект управления. Фактические денежные потоки, отраженные в учете предприятия, результируют ранее принятые управленческие решения. Информация об этих потоках является элементом обратной связи между субъектом и

объектом управления. Она имеет значительную ценность для обоснования управленческих решений, но результатом этих решений станет изменение будущих, а не сегодняшних денежных потоков. Для оценки финансово-экономической эффективности принимаемых решений необходимо производить сопоставления будущих денежных притоков с будущими оттоками, обусловленными принятием и реализацией данных решений.

#### **1.4 Лекция 4: Временная оценка денежных потоков**

##### **1.4.1 Вопросы лекции**

1. Расчет будущей стоимости (рост основной суммы по сложному проценту).
2. Дисконтирование (текущая стоимость единицы).
3. Текущая стоимость аннуитета (текущая стоимость единичного аннуитета). Обычный аннуитет.
4. Периодический взнос на погашение кредита (взнос за амортизацию денежной единицы).
5. Будущая стоимость аннуитета (накопление единицы за период)

##### **1.4.2 Краткое содержание вопросов**

###### **1. Расчет будущей стоимости (рост основной суммы по сложному проценту)**

Принятие решения о вложении капитала определяется в конечном счете величиной дохода, который инвестор предполагает получить в будущем.

Например, приобретая сейчас облигацию, мы рассчитываем в течении всего срока займа регулярно получать доход в виде начисленных процентов, а по окончании получить основную сумму долга. Вложение капитала выгодно только в том случае, если предполагаемые поступления превысят текущие расходы. В нашем примере инвестиционный доход равен сумме полученных процентов, т. к. затраты на покупку облигаций будут совпадать с выплатами по процентам. Однако, положительные денежные потоки (выплата процентов и основной суммы долга) и отрицательные денежные потоки (инвестирование капитала) не будут совпадать по времени возникновения и, следовательно, будут не сопоставимы.

Теория изменения стоимости денег исходит из предположения, что деньги, являясь специфическим товаром, со временем меняют свою стоимость и, как правило, обесцениваются. Изменение стоимости денег происходит под влиянием ряда факторов, важнейшими из которых можно назвать инфляцию и способность денег приносить доход при условии их разумного инвестирования в альтернативные проекты.

Таким образом, в данном случае мы должны сравнивать затраты на приобретение облигации с суммой предстоящих доходов, приведенных к стоимости на момент инвестирования.

Приведение денежных сумм, возникающих в разное время, к сопоставимому виду называется временной оценкой денежных потоков.

Временная оценка денежных потоков основана на использовании шести функций сложного процента, или шести функций денежной единицы.

Расчет будущей стоимости основан на логике сложного процента (см.рис.), который представляет геометрическую зависимость между первоначальным вкладом, процентной ставкой и периодом накопления:

$FV = S(1+i)^n$ , где:

FV — величина накопления,

S — первоначальный вклад,

i — процентная ставка,

n — число периодов начисления процентов.

## **2. Дисконтирование (текущая стоимость единицы).**

Функция дисконтирования дает возможность определить настоящую стоимость суммы, если известна ее величина в будущем при данных периода накопления и процентная ставка. Настоящая стоимость, а также текущая или приведенная стоимости являются синонимичными понятиями.

Задача - алгоритм

Какую сумму необходимо поместить на депозит под 10% годовых, чтобы через 5 лет накопить 1500 тыс. руб.

Решение:

Таблицы типа Б.

1) Находим таблицу, соответствующую процентной ставке — 10%.

2) В колонке № 4 найдем фактор, исходя из периода дисконтирования в 5 лет — 0,6209

3) Рассчитаем сумму вклада

$$1500 [PV] 5 10\% = 1500 * 0,6209 = 931,4 \text{ тыс. руб.}$$

Таблицы типа А - 1.

1) На пересечении колонки, соответствующей процентной ставке — 10% и период дисконтирования, находим фактор — 0,6209

2) Рассчитаем сумму вклада

$$1500 [PV] 5 10\% = 1500 * 0,6209 = 931,4 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом инвестирование 931,4 тыс. руб. на 5 лет при ставке дохода 12 % обеспечит накопление в сумме 1500 тыс. руб.

Функция дисконтирования является обратной по отношению к функции сложного процента.

## **3. Текущая стоимость аннуитета (текущая стоимость единичного аннуитета). Обычный аннуитет.**

Символ функции – PVA

Таблицы типа А – А-2.

Таблицы типа Б – колонка № 5.

Аннуитет – это денежный поток, в котором все суммы возникают не только через одинаковые промежутки времени, но и равновеликие. Таким образом, аннуитет – это денежный поток, представленный одинаковыми суммами. Аннуитет может быть исходящим денежным потоком по отношению к инвестору (например, осуществление периодических равных платежей) либо входящим денежным потоком (например, поступление арендной платы, которая обычно устанавливается одинаковой фиксированной суммой).

Метод депозитной книжки

На практике возможна ситуация, когда первый платеж произойдет одновременно с начальным поступлением. В последующем аннуитеты будут возникать через равные интервалы. Такой аннуитет называется авансовым, или причитающимся аннуитетом. Для того чтобы определить текущую стоимость авансового аннуитета, необходимо проследить движение денежного потока. Поскольку первый аннуитет по времени совпадает с депонированием основного вклада, его не следует дисконтировать. Все последующие аннуитеты дисконтируются в обычном порядке, однако период дисконтирования всегда будет на единицу меньше, следовательно, фактор текущей стоимости авансового аннуитета соответствует фактору обычного аннуитета для предыдущего периода, к которому добавлена единица.

## **4. Периодический взнос на погашение кредита (взнос за амортизацию денежной единицы).**

Периодический взнос на погашение кредита (взнос за амортизацию денежной единицы)

Символ функции - PMT

PVA

Таблицы типа А – А-2. Фактор используется как делитель.

Таблицы типа Б – колонка № 6.

Временная оценка денежных потоков может поставить перед аналитиком проблему определения величины самого аннуитета, если известны его текущая стоимость, число взносов и ставка дохода.

Если положить на счет под 14% годовых 15000 тыс.тг., можно пять раз в конце года снять по 4.370 тыс.тг. Дополнительно полученные деньги в сумме 685 тыс. тенге  $[(437 \cdot 5) - 1500]$  являются результатом начисления процентов на уменьшающийся остаток вклада.

Функция «периодический взнос на погашение кредита» является обратной по отношению к функции «текущая стоимость аннуитета».

Если

Текущая = Аннуитет Фактор  
стоимость текущей стоимости  
аннуитета аннуитета

то определение величины аннуитета при помощи фактора текущей стоимости аннуитета (колонка №5) возможно по формуле

Аннуитет = текущая : фактор текущей  
стоимость стоимости аннуитета  
аннуитета

Аннуитет, по определению, может быть как поступлением, так и платежом. Данная функция может использоваться в случае необходимости расчета величины равновеликого взноса в погашение кредита при заданном числе взносов и заданной процентной ставке.

Такой кредит называют самоамортизирующимся.

Будущая стоимость аннуитета (накопление единицы за период)

Символ функции – FVA

Таблицы типа А – А-4

Таблицы типа Б – колонка №2

Данная функция позволяет рассчитать величину накопленных равновеликих взносов при заданной ставке дохода.

Задача - алгоритм

Какая сумма будет накоплена на счете, если в течение 4 лет ежегодно вносить 3500 тыс.тг., а банк начисляет на вклад 6% годовых?

Депонирование 1400 тыс.тг.  $(350 \cdot 4)$  обеспечивает накопление в сумме 1531 тыс.тг.

Разница представляет величину процентов, начисленных на возрастающую сумму вклада по технике сложного процента.

### **5. Будущая стоимость аннуитета (накопление единицы за период)**

Часто бывает, что мы имеем дело не с единичным платежом, произведенным в определенный момент времени, а с серией платежей, происходящих в различные моменты времени. Если эти платежи происходят через строго определенные промежутки времени, то такая серия называется аннуитетом.

Платежом k-го периода называется единовременный денежный вклад в этом периоде. Он обозначается через PMT (payment).

Аннуитеты разделяются на следующие категории: равномерные и неравномерные, обычные и авансовые. Равномерным аннуитетом называется аннуитет, состоящий из серии равновеликих платежей. Противоположностью ему является неравномерный аннуитет, при котором величина платежей может быть разной в различных платежных

периодах. Аннуитет называется обычным, если платежи осуществляются в конце каждого платежного периода, и авансовым, если платежи осуществляются в начале платежного периода.

Вторая функция сложного процента показывает, какой будет стоимость серии равных сумм, депонированных в конце каждого из периодических интервалов, по истечении установленного срока.

Очевидно, что будущая стоимость по окончании первого платежного периода (FV1) будет равна: далее:

$$FV1 = PMT,$$

$$FV2 = PMT \cdot (1 + i) + PMT \quad FV3 = PMT \cdot (1 + i)^2 + PMT \cdot (1 + i) + PMT \quad FVn = PMT \cdot (1 + i)^{n-1} + PMT \cdot (1 + i)^{n-2} + \dots + PMT \cdot (1 + i) + PMT$$

В данном случае имеет место геометрическая прогрессия, поэтому, применив известную из курса математики формулу суммы членов геометрической прогрессии, можно получить выражение для будущей стоимости обычного n-периодного аннуитета:

$$FVA_n = PMT \cdot (1 + i)^n - \frac{PMT}{i} \cdot (1 + i)^n + \frac{PMT}{i}$$

## **1.5 Лекция 5: Подготовка информации, необходимой для оценки**

### **1.5.1 Вопросы лекции**

1. Система информации в оценке бизнеса. Факторы макроэкономического риска. Отраслевые факторы риска.
2. Подготовка финансовой документации в процессе оценки.
3. Вычисление относительных показателей в процессе оценки. Группы финансовых показателей.

### **1.5.2 Краткое содержание вопросов**

#### **1. Система информации в оценке бизнеса. Факторы макроэкономического риска. Отраслевые факторы риска.**

Залог успешной оценки бизнеса — качественная информационная база. Информация необходимая для оценки собирается из различных источников. При этом важно, чтобы она отражала состояние внешней (макроэкономической и микроэкономической) и внутренней среды бизнеса в различные периоды времени. Характеристики оцениваемого бизнеса на дату оценки являются результатом предыдущего развития, предпосылкой будущего развития и одновременно зависят от положения дел в экономике страны, в отрасли и регионе.

Основными требованиями являются:

- 1) достоверность;
- 2) точность;
- 3) комплексность;
- 4) полнота.

Процедура сбора информации включает в себя следующие этапы:

1. Направление запроса в компанию с просьбой предоставить требуемую для оценки информацию (в запросе целесообразно применять формы, позволяющие в дальнейшем сгруппировать полученную в определенном формате информацию и провести расчеты).

Например, требуется информация для оценки оборудования. В этом случае к запросу прилагается таблица для заполнения, в которой указываются следующие столбцы: наименование, дата приобретения, технические характеристики, текущее использование, процент физического износа).

2. Осуществление контакта с основными подразделениями компании, отвечающими за тот или иной блок данных (Техническая служба, Производственная служба, Маркетинговая служба).

3. Формирование рабочей группы из назначенных ответственных за проведение оценки со стороны компании и специалистами оцениваемой компании.

4. Получение необходимой для проведения оценки информации.

Внешняя информация характеризует условия функционирования предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом. Можно выделить следующие виды внешней информации.

1. Макроэкономическая и геополитическая информация. Хотя информация этого вида редко напрямую воздействует на компании, она может сыграть решающую роль при разработке долгосрочной стратегии. Например, информация о разработках в Китае помогла компаниям решить, выходить на китайский рынок или нет; примечателен тот факт, что первые иностранные компании, которые вышли на китайский рынок, обладали лучшими и наиболее достоверными источниками информации о политических и экономических переменах в Китае.

Кроме того, как это будет описано ниже, в отдельных случаях макроэкономическая и геополитическая информация может сыграть решающую роль при оценке предприятий некоторых отраслей промышленности, а именно: предприятий, относящихся к так называемым «естественным монополиям», стратегически значимых предприятий и т.д.

К основным моментам, характеризующим макроэкономическую и геополитическую информацию, относят:

- уровень инфляции;
- темпы экономического развития страны;
- изменение процентных ставок;
- колебания курсов валют;
- уровень политической стабильности;
- стратегические программы правительства и многое другое.

2. рыночная информация. Это огромная и сложная область, и рыночная информация сейчас по праву является основным товаром для фирм, начиная от рекламных агентств и заканчивая банками (а также для специализированных компаний, занимающихся рыночными исследованиями), конкурирующих за право предоставить информацию.

Рыночная информация может быть очень разной — от конкретной (как, например, анализ структуры магазинов в узком сегменте розничного рынка) до самой общей (как анализ тенденций на мировом рынке какого-нибудь товара). От рыночной информации зависят разработки компаниями новых продуктов, маркетинговое планирование, планирование коммуникаций и рекламы, решения об экспорте, а также общие стратегические решения. Природа рыночной информации меняется в зависимости от цели и от того, какой компании предназначена эта информация; категории, по которым обычно ищется информация, включают размер и рост рынка, покупательную способность, привычки, спрос и поведение потребителей, рыночную долю и информацию о конкурентах.

3. Информация о конкурентах. Ее иногда рассматривают как часть рыночной информации, но она по праву заслуживает отдельного рассмотрения, поскольку может влиять на принятие стратегических решений, даже если рыночные условия не учитываются непосредственно. Компании могут, например, заинтересоваться, где конкуренты находят источники сырья и специалистов, для того чтобы участвовать в конкурентной борьбе за эти источники или сохранить уже имеющиеся. Известно, что точную информацию о конкурентах получить трудно, и эта область удостоилась пристального внимания благодаря таким неэтичным действиям некоторых компаний, как промышленный шпионаж.

4. Информация о поставщиках. Эту информацию часто упускают из виду, но она играет не последнюю роль и при разработке новых продуктов, и при расчете практических результатов. Информация о поставщиках обычно концентрируется на таких аспектах, как издержки, надежность, качество и время доставки.

Информация о поставщиках прямо влияет на наши знания о прибыльности компании, а следовательно, о ее перспективах на рынке и цене.

5. Внешняя финансовая информация. Компаниям, особенно крупным со сложной структурой инвестиций и (или) со сложной финансовой структурой, требуется разнообразная



информация по таким вопросам, как, например, динамика курсов акций, движение на рынке капитала и т. д. В последние годы на этих рынках наблюдаются тенденции к переходу в виртуальное пространство и предоставлению информации в режиме реального времени.

6. Информация о регулировании и налогообложении. Компаниям нужна информация об условиях регулирования не только для соблюдения правовых норм, но и для определения необходимых затрат. Оценка условий регулирования тоже нужная задача, предшествующая принятию любого решения о выходе на рынок. Информация о налоговых системах важна не только для соблюдения правовых норм, но и для определения эффективного с точки зрения налоговых выплат способа ведения операций. Например, могут быть какие-то налоговые стимулы к размещению производства в одном регионе, а не в другом, где планируется введение более высоких налогов. Наиболее существенными моментами являются:

- степень государственного регулирования отрасли;
- налогообложение на федеральном, региональном и местных уровнях;
- система льгот и льготных налоговых режимов, а также государственных

преференций.

Внешними источниками информации могут являться следующие нормативные и справочные материалы:

- информация о ценах на товарных и сырьевых биржах, по котировкам акций компаний публикуемая в сети Интернет (см. Приложение);
- аналитические обзоры и статистические материалы, публикуемые Государственным комитетом по статистике РФ, Министерством финансов РФ, Московской межбанковской валютной биржей, фондовыми организациями (в том числе Российской торговой системой), российскими и зарубежными информационными агентствами (в том числе агентствами АК&М, «Финмаркет», «Росбизнесконсалтинг») в сети Интернет (см. Приложение);
- специализированные отраслевые журналы;
- прайс-листы агентств недвижимости города, в котором находится оцениваемая компания;
- справочные бюллетени «Оптовик», «Промышленный оптовик», «Капитал», приложение к «Строительной газете», «Индекс цен в строительстве», компьютерные базы данных;
- распоряжения государственных управлений «Центров по ценообразованию в строительстве» области, в которой находится оцениваемая компания об утверждении индексов удорожания сметной стоимости строительства.

В период сбора информации лицами, осуществляющими оценку проводится инспекция оцениваемого объекта. В процессе инспекции осматриваются конструктивные элементы зданий, инженерные коммуникации, технологические линии. Изучаются представленные технические документы, акты обследования, бухгалтерская информация. Проводятся беседы с руководителями отделов, начальниками служб, ответственными работниками.

### **Внутренняя информация**

1. Информация о производстве. Это пример полностью внутреннего по отношению к фирме вида информации. Оценщик анализирует данные о наличии производственных мощностей, сопоставляя их с данными о спросе на продукцию компании, капиталовложениями предприятия.

2. Информация о трудовых ресурсах. Информация о трудовых ресурсах обычно сфокусирована на таких моментах, как обучение персонала и уровень квалификации, моральное состояние персонала и расходы на обеспечение кадрами. Кроме того, важна информация об управляющем предприятием, поскольку тот зачастую может являться ключевой фигурой, обеспечивающей эффективность, прибыльность и перспективы развития производства.

3. Ретроспективные данные об истории компании и описание стратегии предприятия. В том числе описывается процесс производства продукции по каждому виду продукции, объемы продаж за прошлый период.

4. Внутренняя финансовая информация. Эта категория информации описывает то, что обычно называют «показателями». Она включает основную информацию из бухгалтерской отчетности о прибыли и издержках, об имуществе и обязательствах, а также большой спектр финансовых показателей, таких как коэффициент Р/Е (отношение рыночной цены акции к доходу по ней), отношение заработной платы к валовой выручке, показатели производительности и т. д. Такая информация обычно дает исходную картину финансового благополучия и рентабельности компании.

5. Наиболее значимой Внутренней информацией, способной существенно повлиять на результаты полученной оценки, являются следующие моменты:

- наличие Свидетельств о праве собственности на объекты недвижимости (в случае отсутствия, инвестиционная привлекательность объектов снижается);
- обременение активов (наличие договоров залога, аренды и т.п.).

Источники внутренней информации могут быть:

- публичными, доступными для любого исследователя;
- частными, составляющими собственность определенной компании или института (но с возможностью доступа к ним за плату);
- подписными, представляющими собой гибрид публичных и частных источников, когда информация находится в чьей-то собственности, но постоянно обновляется и становится доступной для определенного ограниченного круга подписчиков.

При поиске источников информации особое внимание нужно уделять таким вопросам, как стоимость и конкретность получаемой информации, надежность и гарантии достоверности информации. К сожалению, имеется прямая зависимость (причем обычно очень тесная) между степенью конкретности информации и стоимостью ее получения. Необходима оценка надежности информации (с заданием допустимой погрешности); она должна включать источник, срок, в течение которого информация остается актуальной, и ее анализ. Репутация источника — это одно, а использование доказательств, подтверждающих ее, — совсем другое.

Приведем несколько наиболее распространенных источников бизнес-информации:

- правительственные учреждения;
- библиотеки;
- торговые ассоциации, союзы, общественные объединения субъектов рынка;
- компании, занимающиеся частными исследованиями и информацией;
- газеты и журналы, включая отраслевые информационные издания;
- службы бизнес-информации;
- базы данных в режиме онлайн.

Некоторые источники стоит прокомментировать. Правительственные учреждения, как государственные, так и надгосударственные, могут служить хорошим источником необработанных данных, особенно рыночных и макроэкономических, а также информации, касающейся регулирования. Однако часто эти данные нужно интерпретировать или анализировать. В том, что касается экспортных рынков, торговые ассоциации зачастую являются более полезным источником.

Число компаний, занимающихся частными исследованиями и информацией, за последние годы выросло в несколько раз; они специализируются на сборе информации о рынках и конкурентах. Сюда же относятся специализированные агентства.

Газеты и журналы представляют собой источник бесплатной (обычно), но не фильтрованной информации по широкому кругу вопросов. Службы бизнес-информации чаще всего предоставляют услуги по поиску специальной и детализированной информации на основе подписки или продажи. Обычно это коммерческие организации, но такие услуги предоставляют и академические учреждения. На западе примером коммерческих

организаций могут быть служба кредитной информации Dun & Bradstreet или компания A.C. Nielsen, занимающаяся исследованиями рынка. В качестве примера академических учреждений можно привести Centre for Economic Forecasting при London Business School, предоставляющий макроэкономические анализы и прогнозы, и Small Business Foresight, предлагающий услуги по анализу и прогнозированию для держателей акций мелких компаний. В России можно привести в качестве примера агентство АКМ и институт экономики переходного периода соответственно.

В последние годы большое значение приобрела информационная сеть Интернет. Всегда имеется большой спрос на специфическую информацию по секторам и регионам, и он продолжает расти. Группа определенных интересов, блоки новостей и доски объявлений в интернет позволяют выделить «пучки» узкоспециализированной информации и таким образом увеличить полезность доступной информации.

Информационные технологии увеличили возможность доступа к первичным источникам информации внутри компании. Менеджерские информационные системы (MIS) и администраторские информационные системы (FIS) собирают информацию из таких источников, как отчеты о продажах, производственные отчеты, а также у них имеется информация о рынках, финансах и производстве.

## **2. Подготовка финансовой документации в процессе оценки.**

Анализ финансового состояния объекта является предварительным этапом работ по оценке.

На основании финансового анализа фиксируется вывод о текущем финансовом положении объекта и рассматривается целесообразность использования доходных методов оценки.

Проведение анализа включает в себя следующие этапы работ:

1. Сбор информации.
2. Проведение работ по финансовому анализу.
3. Фиксирование выводов об объекте оценки, получение данных, используемых при проведении оценки.

Состав документов, запрашиваемых при проведении финансового анализа, устанавливается в соответствии с требованиями действующего законодательства в части перечня обязательной годовой отчетности. Так как данные официальной финансовой отчетности не всегда отражают объективную действительность, то дополнительно может быть запрошена аналитическая информация, позволяющая провести более детальный анализ и сформировать выводы, используемые при оценке стоимости.

В составе официальной отчетности запрашиваются:

- бухгалтерский баланс (форма № 1 по ОКУД, далее по тексту Форма № 1);
- отчет о прибылях и убытках (форма № 2 по ОКУД, далее по тексту Форма № 2);
- статистическая форма отчетности № 5-3 (Сведения о затратах на производство и реализацию продукции, далее по тексту Форма № 5-3).

Для подтверждения достоверности первичной документации у Компании запрашиваются копии документов с отметкой соответствующего налогового органа или органа государственной статистики.

В случае полного отказа в предоставлении информации оценщик может самостоятельно получать копии указанных документов в органе государственной статистики, либо в сети Интернет.

В составе аналитической информации запрашиваются:

- справка о сумме затрат на заработную плату основных производственных рабочих в фонде оплаты труда, отраженной в с. 20 Формы 5-3 (далее по тексту Справка № 01);

- справка о сумме затрат на топливо идущее на производство, отраженной в с. 17 Формы 5-3 (далее по тексту Справка № 1);
- справка о сумме затрат на энергию идущую на производство, отраженной в с. 18 Формы №5-3 (далее по тексту Справка №3);

Для уточнения и конкретизации данных также запрашиваются документы, позволяющие получить информацию, необходимую для оценки (см. Приложение).

При проведении финансового анализа необходимо проверить, чтобы стр. 510 «Заемные средства» в Форме № 1 содержала информацию о величине основной суммы долга с процентами, а также стр. 625-626 Формы № 1 содержали информацию о величине задолженности перед бюджетными и внебюджетными фондами с учетом штрафов, пеней, неустоек, иначе формирование вывода о величине задолженности будет неполным.

### **3.Вычисление относительных показателей в процессе оценки. Группы финансовых показателей.**

Предварительным этапом работ при проведении финансового анализа является составление Агрегированных форм, которые должны содержать поправку на уровень инфляции, а также исключать нетипичные статьи доходов и расходов.

После составления агрегированных форм проводится горизонтальный и вертикальный анализ, рассчитываются следующие группы показателей:

- показатели ликвидности и платежеспособности;
- показатели финансовой устойчивости;
- показатели деловой активности;
- показатели рентабельности.

Результаты расчета фиксируются в Аналитических таблицах (единой формы Аналитических таблиц не существует, оценщик самостоятельно определяет для себя оптимальный вариант).

При проведении более детального финансового анализа требуется проведение анализа по следующим блокам:

- организация;
- производство;
- финансы.

Проведение финансового анализа в рамках блока «организация» включает в себя фиксацию существующей организационной структуры и выявление дополнительных внутренних резервов в части ее оптимизации и формировании денежного потока в затратной части при планировании в доходном подходе. Информация, полученная в данном блоке, используется в Доходном подходе при формировании ставки дисконта методом кумулятивного построения. При этом, можно сделать определенный вывод о влиянии качества менеджмента оцениваемой компании на ее стоимость.

Проведение финансового анализа в рамках блока «производство» включает в себя проведение финансового анализа с точки зрения:

- анализа существующей производственной структуры (планируемая/ фактическая загруженность) (полученная информация используется в Доходном подходе в части прогнозирования выручки в Методе дисконтирования денежных потоков);
- выделения избыточных основных фондов (полученная информация используется для осуществления корректировки в Доходном подходе Методом дисконтирования денежных потоков);
- осуществления анализа уровня изношенности основных фондов (полученная информация используется в Доходном подходе при планировании капитальных вложений в денежном потоке);
- фиксации амортизационных отчислений (используется при расчете денежного потока Методом дисконтирования денежного потока);

Проведение финансового анализа в рамках блока «финансы» включает в себя:

- фиксацию темпов роста доходов (может использоваться в Доходном подходе в части прогнозирования выручки);
- определение доли переменных затрат в Себестоимости (используется в Доходном подходе);
- фиксацию уровня собственного оборотного капитала (требуется при расчете денежного потока в Доходном подходе);
- фиксацию изменения долгосрочной задолженности (используется при расчете денежного потока в Доходном подходе).

После проведения финансового анализа фиксируются выводы о текущем состоянии объекта, определяются данные, используемые для проведения оценки.

Таким образом, проведение финансового анализа позволяет сделать вывод о состоянии оцениваемого объекта, а также подготовить данные для оценки бизнеса в рамках реструктуризации.

Таким образом, финансовый анализ позволяет определить:

- темпы роста выручки (построить оптимистический сценарий);
- издержки (структура, резервы для оптимизации);
- оценить необходимые инвестиции;
- сделать вывод о проводимой амортизационной политике;
- определить требуемую величину собственного оборотного капитала (дефицит, излишки);
- зафиксировать нефункционирующие активы (соц. сфера, возможная реализация, консервация);
- определить величину задолженности.

Сбор, проверка и обработка информации являются одним из самых важных этапов в процессе оценки бизнеса. Эксперту-оценщику требуется полноценная бизнес-информация, адекватно отражающая положение дел в различных областях и временных периодах.

## **2.МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ПО ПРОВЕДЕНИЮ ПРАКТИЧЕСКИХ ЗАНЯТИЙ**

### **2.1 Практическое занятие 1 (ПЗ-1): Регулирование оценочной деятельности**

#### **2.1.1 Вопросы к занятию:**

1. Регулирование оценочной деятельности.
2. Права и обязанности оценщика. Страхование гражданской ответственности по договору об оценке.
3. Нарушения при осуществлении оценочной деятельности.
4. Саморегулирование оценочной деятельности.

#### **2.1.2 Краткое описание проводимого занятия:**

##### **1.Регулирование оценочной деятельности.**

Государственное регулирование оценочной деятельности и деятельности саморегулируемых организаций оценщиков в части надзора и нормативно-правового регулирования осуществляется федеральными органами исполнительной власти, уполномоченными Правительством Российской Федерации (далее также - уполномоченные федеральные органы).

Регулирование оценочной деятельности осуществляется советом по оценочной деятельности при уполномоченном федеральном органе, осуществляющем функции по нормативно-правовому регулированию оценочной деятельности (далее - совет по оценочной деятельности), а также национальным объединением саморегулируемых организаций оценщиков в части разработки федеральных стандартов оценки, за исключением случаев нарушения сроков, предусмотренных программой разработки федеральных стандартов оценки, саморегулируемыми организациями оценщиков в части разработки и утверждения стандартов и правил оценочной деятельности.

Контроль за деятельностью членов саморегулируемых организаций оценщиков в части соблюдения ими требований настоящего Федерального закона, федеральных стандартов оценки, иных нормативных правовых актов Российской Федерации в области оценочной деятельности, стандартов и правил оценочной деятельности, правил деловой и профессиональной этики осуществляется этими саморегулируемыми организациями.

##### **2.Права и обязанности оценщика. Страхование гражданской ответственности по договору об оценке.**

Страхование гражданской ответственности оценщика — «механизм защиты потребителей оценочных услуг от ошибок, допущенных оценщиком в процессе профессиональной деятельности».

(Финансово-кредитный энциклопедический словарь, Москва, 2002 г., с.701)  
Оценщик не вправе заниматься оценочной деятельностью без заключения договора страхования. Наличие страхового полиса является обязательным условием для заключения договора об оценке объекта оценки. При обнаружении нарушения данного условия контролирующим органом принимаются меры по приостановлению лицензии нарушителя.

Страхование гражданской ответственности оценщиков является условием, обеспечивающим защиту прав потребителей услуг оценщиков, в т. ч. и государства (муниципального образования) как хозяйствующего субъекта и собственника, и осуществляется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Страхование гражданской ответственности оценщиков постановлением Правительства от 07.06.2002 № 395 «О лицензировании оценочной деятельности» отнесено к числу лицензионных требований и условий. Суть страхования гражданской ответственности по договору выражается в следующем. Сначала лицо вступает в договорные отношения, при этом презюмируется надлежащее исполнение сторонами договорных обязательств. Затем то же лицо, стремясь уменьшить свои возможные расходы в случае возникновения необходимости возмещения убытков, заключает в качестве страхователя еще один договор (договор страхования), по которому страхует риск ответственности за нарушение первого договора. Риск ответственности за нарушение договора — это прежде всего риск возмещения убытков. Необходимость возмещения убытков возникает при неисполнении или ненадлежащем исполнении договора. Страхователями по договору страхования гражданской ответственности оценщиков могут выступать юридические лица и индивидуальные предприниматели, являющиеся лицензированными оценщиками. Они могут заключать договоры страхования гражданской ответственности оценщиков на срок, не превышающий срока действия лицензии на осуществление оценочной деятельности.

### **3.Нарушения при осуществлении оценочной деятельности.**

- соблюдать требования настоящего Федерального закона, других федеральных законов и иных нормативных правовых актов Российской Федерации;
- формировать компенсационный фонд для обеспечения ответственности своих членов перед потребителями услуг в области оценочной деятельности и третьими лицами;
- осуществлять контроль за соблюдением своими членами требований настоящего Федерального закона, других федеральных законов и иных нормативных правовых актов Российской Федерации, федеральных стандартов оценки, стандартов и правил оценочной деятельности, а также правил деловой и профессиональной этики;
- применять меры дисциплинарного воздействия, предусмотренные настоящим Федеральным законом и внутренними документами саморегулируемой организации оценщиков, в отношении своих членов;
- сообщать в уполномоченный федеральный орган, осуществляющий функции по надзору за деятельностью саморегулируемых организаций оценщиков, о возникновении своего несоответствия требованиям, предусмотренным частью третьей статьи 22 настоящего Федерального закона, в течение десяти дней с момента выявления такого несоответствия;
- отказать в принятии в члены саморегулируемой организации оценщиков в случаях, установленных настоящим Федеральным законом;
- исключать из членов саморегулируемой организации оценщиков по основаниям, предусмотренным настоящим Федеральным законом и внутренними документами саморегулируемой организации оценщиков, за нарушение требований настоящего Федерального закона, других федеральных законов и иных нормативных правовых актов Российской Федерации, федеральных стандартов оценки, стандартов и правил оценочной деятельности, а также правил деловой и профессиональной этики;
- вести реестр членов саморегулируемой организации оценщиков и предоставлять информацию, содержащуюся в этом реестре, заинтересованным лицам в порядке, установленном уполномоченным федеральным органом, осуществляющим функции по нормативно-правовому регулированию оценочной деятельности;
- организовывать проведение профессиональной переподготовки оценщиков.

### **4.Саморегулирование оценочной деятельности.**

В последнее время стала возрастать роль саморегулируемых организаций, которые являются важнейшим элементом регулирования отношений на рынке во всех

современных государствах с развитой экономикой. В Федеральном законе от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ идет речь о саморегулируемых организациях оценщиков, но не дается легального определения саморегулируемой организации.

Федеральный закон от 8 августа 2001 года № 134-ФЗ «О защите прав юридических лиц и индивидуальных предпринимателей при проведении государственного контроля (надзора)» дает определение саморегулируемой организации.

В соответствии с которым, саморегулируемая организация — некоммерческая организация, созданная путем объединения юридических лиц и (или) индивидуальных предпринимателей и имеющая своей основной целью обеспечение добросовестного осуществления профессиональной деятельности членами саморегулируемой организации. Однако положения данного Федерального закона не применяются к отношениям, связанным с проведением лицензионного контроля.

В настоящее время государственный контроль за деятельностью оценщиков в основном базируется на системе лицензирования деятельности оценщиков.

К недостаткам данной системы можно отнести тот факт, что лицензирование не обеспечивает сплошного контроля за деятельностью всех оценщиков и ориентирована на выборочные проверки деятельности оценщиков. В этой связи представляется правильным, что саморегулируемые организации оценщиков являются необходимым элементом упорядочения отношений на рынке оценочных услуг.

При этом следует отметить, что контроль за деятельностью оценщиков в России, осуществляемый саморегулируемыми организациями, не должен заменять государственного контроля за осуществлением оценочной деятельности, проводимого Минимуществом России. Саморегулируемая организация осуществляет контроль за оценщиками-участниками данной организации исключительно с точки зрения соблюдения ими внутренних стандартов (которые должны быть не ниже государственных) и правил данной организации.

## **2.2 Практическое занятие 2 (ПЗ-2): Концептуальные основы финансового менеджмента в оценке бизнеса**

### **2.2.1 Вопросы к занятию:**

1. Базовые концепции финансового менеджмента.
2. Концепция денежного потока.
3. Концепция финансового и операционного риска.
4. Концепция стоимости капитала.
5. Концепция альтернативных затрат.

### **2.2.2 Краткое описание проводимого занятия:**

#### **1. Базовые концепции финансового менеджмента.**

Финансовый менеджмент основывается на следующих фундаментальных концепциях:

1. Концепция денежного потока.

В основе обоснования финансовых решений лежит оценка денежных потоков, которые с ними связаны. Денежные потоки характеризуются по объему; по продолжительности; по времени. Для их сравнения требуется дисконтирование.



2. Концепция временной ценности денежных ресурсов.

Одни и те же суммы денежных средств, полученные в разное время не равномерны (не равноценны), это связано с инфляцией, риском.

3. Концепция компромисса между риском и доходностью (эффективностью).

Получение связано с риском и

между ними существует прямо пропорциональная зависимость (чем больше доходность, тем больше риск). Необходимо выбирать компромисс.

5. Концепция стоимости

6. капитала.

Активы предприятия должны быть профинансированы за счет накопительных источников. Обслуживание различных источников финансирования обходится предварительно неодинаково, стоимость капитала - это стоимость привлечения источников финансирования: для кредита - проценты, для эмиссии акций - дивиденды.

5. Концепция эффективности рынка капитала.

Предприятие выступает на рынке капитала в качестве инвестора, кредитора, заемщика. Степень эффективности рынка капитала зависит от его информационной насыщенности и доступности информации. Информация влияет на ценовой курс акций.

6. Концепция асимметрии показателей, связана с предыдущей концепцией. Отдельные лица (менеджеры, некоторые собственники) могут владеть информацией, недоступной для других (конфиденциальная информация). Информация может быть использована по разному, в зависимости от того, какой эффект (положительный или отрицательный) дает ее обнаружение.

7. Концепция агентских отношений.

Связана с тем, что в большинстве случаев одни лица владеют предприятием, а другие им управляют. Собственники не обязаны управлять, для этого они нанимают профессиональных менеджеров, которые должны представлять и защищать их интересы. При этом собственники несут агентские издержки (зарплата менеджерам).

8. Концепция альтернативных затрат.

Управление финансами связано с выбором альтернативных решений. Этот выбор основывается на сравнении альтернативных затрат (оценке упущенной выгоды). Альтернативные затраты - это доход, который можно было бы получить, выбрав иной вариант вложения средств.

9. Концепция времен неограниченной деятельности предприятия.

Предприятие создано на неограниченный срок.

**2. Концепция денежного потока.**

Концепция денежного потока применяется в рамках анализа инвестиционных проектов, в основе которого лежит количественная оценка связанного с проектом денежного потока.

Концепция денежного потока - предусматривает: а) идентификацию денежного потока, его продолжительность и вид (ординарный/неординарный); б) оценку факторов, определяющих величину его элементов; в) выбор коэффициента дисконтирования, позволяющего сопоставить элементы потока, генерируемые в различные моменты времени; г) оценку риска, связанного с данным потоком, и способ его учета.

Решения финансового характера предполагают учет и анализ денежных потоков во времени. При этом следует учитывать, что денежная единица, имеющаяся сегодня, и денежная единица, ожидаемая к получению в будущем, не равноценны. Как правило - «рубль» сегодня дороже, чем «рубль» завтра.

На снижение ценности будущей денежной единицы, по сравнению с имеющейся влияют три фактора: инфляция;

риск;

оборачиваемость.

Инфляция в какой-то мере стимулирует инвестиционный процесс, т.к. обесценивание денег требует их вложения.

Риск неполучения ожидаемой прибыли заставляет менеджера оценивать несколько вариантов и выбирать наиболее оптимальный для данного предприятия.

Оборачиваемость заставляет менеджера решать вопрос о величине приемлемого дохода на сумму, которую вложил инвестор в настоящее время, и правильно оценивать сумму, ожидаемую к получению в будущем.

### **3. Концепция финансового и операционного риска.**

Современный финансовый менеджмент базируется на теоретических выводах многих научных дисциплин и отражает теснейшую связь механизмов управления финансовой деятельностью предприятия с механизмами функционирования и инструментами финансового рынка. Систему важнейших теоретических концепций и моделей, составляющих основу современной парадигмы финансового менеджмента, по мнению И.А. Бланка, можно условно разделить на следующие группы:

1. Концепции и модели, определяющие цель и основные параметры финансовой деятельности предприятия, а соответственно и управления ею.

2. Концепции и модели, обеспечивающие реальную рыночную оценку отдельных финансовых инструментов инвестирования в процессе их выбора.

3. Концепции, связанные с информационным обеспечением участников финансового рынка и формированием рыночных цен.

Отмечается, что в системе теоретических концепций и моделей, определяющих цель и основные параметры финансовой деятельности предприятия, наиболее значимыми являются следующие:

1. Концепция приоритета экономических интересов собственников. Впервые ее выдвинул американский экономист Герберт Саймон [Herbert Simon] в рамках разработанной им теории принятия решений в коммерческих организациях, известной как "теория ограниченной рациональности". Опровергая классическое и неоклассическое представления о фирме как организации, нацеленной на максимизацию полезности и прибыли, он сформулировал альтернативную целевую концепцию ее экономического поведения, заключающуюся в необходимости приоритетного удовлетворения интересов собственников. Эта теоретическая концепция была поддержана представителями финансовой науки и постепенно трансформировалась в финансовом менеджменте в его главную цель - максимизацию благосостояния собственников предприятия. В прикладном своем значении она формулируется как "максимизация рыночной стоимости

### **4. Концепция стоимости капитала.**

Концепция стоимости капитала. Факторы, определяющие цену капитала предприятия. Одной из важнейших предпосылок эффективного управления капиталом предприятия является оценка его стоимости. Стоимость капитала представляет собой цену, которую предприятие платит за его привлечение из различных источников. Концепция такой оценки исходит из того, что капитал, как один из важных факторов производства, имеет как и другие его факторы, определенную стоимость, формирующую уровень операционных и инвестиционных затрат предприятия [4, С.358]. Эта концепция является одной из базовых в системе управления финансовой деятельностью предприятия. При этом она не сводится только к определению цены привлечения капитала, а определяет целый ряд направлений хозяйственной деятельности предприятия в целом. Рассмотрим основные сферы использования показателя стоимости капитала в деятельности предприятия.

1. Стоимость капитала предприятия служит мерой прибыльности операционной деятельности. Так как стоимость капитала характеризует часть прибыли, которая должна быть уплачена за использование сформированного или привлеченного нового капитала для обеспечения выпуска и реализации продукции, этот показатель выступает минимальной нормой формирования операционной прибыли предприятия, нижней границей при планировании ее размеров.
2. Показатель стоимости капитала используется как критериальный в процессе осуществления реального инвестирования. Прежде всего, уровень стоимости капитала конкретного предприятия выступает как дисконтная ставка, по которой сумма чистого денежного потока приводится к настоящей стоимости в процессе оценки эффективности отдельных реальных проектов. Кроме того, он служит базой сравнения с внутренней ставкой доходности по рассматриваемому инвестиционному проекту -- если она ниже, чем показатель стоимости капитала предприятия, такой инвестиционный проект должен быть отвергнут.
3. Стоимость капитала предприятия служит базовым показателем формирования эффективности финансового инвестирования. Так как критерий этой эффективности задается самим предприятием, то при оценке прибыльности отдельных финансовых инструментов базой сравнения выступает показатель стоимости капитала. Этот показатель позволяет оценить не только реальную рыночную стоимость или доходность отдельных инструментов финансового инвестирования, но и сформировать наиболее эффективные направления и виды этого инвестирования на предварительной стадии формирования инвестиционного портфеля. И естественно, этот показатель служит мерой оценки прибыльности сформированного инвестиционного портфеля в целом.
4. Показатель стоимости капитала предприятия выступает критерием принятия управленческих решений относительно использования аренды (лизинга) или приобретения в собственность производственных основных средств. Если стоимость использования (обслуживания) финансового лизинга превышает стоимость капитала предприятия, применение этого направления формирования производственных основных средств для предприятия невыгодно.

#### **5. Концепция альтернативных затрат.**

Концепция альтернативных затрат, или затрат упущенных возможностей, основывается на том, что любое финансовое решение принимается в результате сравнения альтернативных затрат, и практическая реализация всякого управленческого решения в этом случае связана с отказом от какого-то альтернативного варианта.

Действие данной концепции распространяется:

- на текущие операционные затраты
- на принятие финансовых решений текущего характера

- на организацию внутрифирменного управления,
- на принятие и проведение инвестиционных решений,

Альтернативные затраты, называемые также ценой шанса, или ценой упущенных возможностей, представляют собой сумму экономии (прирост дохода), которую могла бы получить компания, если бы избрала иной вариант использования ресурсов. Такие затраты не отражаются в финансовом учете, но в ходе стратегического планирования их необходимо принимать во внимание.

Исследование проблематики транзакционных издержек началось в 30-х годах XX столетия в рамках «нового институционализма», и получила дальнейшее развитие в 60 – 70-х годах XX в США и Западной Европе и связана в первую очередь с именами двух экономистов – Рональда Г. Коуза и Оливера И. Уильямсона.

В отечественной экономической литературе эта проблема стала исследоваться главным образом с 90-х годов XX столетия. Во второй половине 90-х годов в работах таких авторов, как В. Кокорев, Р. Капелюшников, В. Курченков и В. Радаев проблематика транзакционных издержек рассматривается системно, а затраты, имеющие природу транзакционных издержек, трактуются как экономическая категория. Причем если первоначально транзакционные издержки затрагивались в экономических исследованиях, посвященных предпринимательству, косвенно, поскольку не замечать их было просто невозможно, то в последние годы они все чаще выступают в качестве самостоятельного предмета исследований, например в работах А.Е. Шаститко и С.Ю. Барсуковой.

Концептуальным зерном концепции является тот факт, что в любой экономике есть два вида издержек:

- производственные (операционные);
- транзакционные.

#### **Задача 2**

1. Стоимость земли растет ежегодно на 15% годовых. Сколько будет стоимость участок земли через 7 лет, если сегодня стоимость его покупки составила 25 т.р.

### **2.3 Практическое занятие 3 (ПЗ-3): Временная оценка денежных потоков**

#### **2.3.1 Вопросы к занятию:**

1. Расчет будущей стоимости (рост основной суммы по сложному проценту).
2. Дисконтирование (текущая стоимость единицы).
3. Текущая стоимость аннуитета (текущая стоимость единичного аннуитета).

Обычный аннуитет.

4. Периодический взнос на погашение кредита (взнос за амортизацию денежной единицы).

5. Будущая стоимость аннуитета (накопление единицы за период)

#### **2.3.2 Краткое описание проводимого занятия:**

##### **1. Расчет будущей стоимости (рост основной суммы по сложному проценту).**

Расчет операций по кредитам и займам с применением встроенных финансовых функций Excel

В пакете EXCEL существует группа функций, предназначенная для расчета финансовых операций по кредитам, ссудам, займам

Эти расчеты основаны на концепции временной стоимости денег и предполагают неравноценность денег, относящихся к разным моментам времени. Эта группа функций охватывает следующие расчеты:

- определение наращенной суммы (будущей стоимости);

- определение начального значения (текущей стоимости);
- определение срока платежа и процентной ставки;
- расчет периодически, связанных с погашением займов.

Понятие будущей стоимости основано на принципе неравноценности денег, относящихся к разным моментам времени. Вложения, сделанные сегодня, в будущем составят большую величину. Эта группа функций позволяет рассчитать:

- 1) будущую или наращенную стоимость серии фиксированных периодических платежей, а также будущую стоимость текущего значения вклада или займа при постоянной процентной ставке (функция БС);
- 2) будущее значение инвестиции после начисления сложных процентов при переменной процентной ставке (функция БЗРАСПИС).

Функция БС рассчитывает будущую стоимость периодических постоянных платежей и будущее значение единой суммы вклада или займа на основе постоянной процентной ставки.

БС (ставка; кпер; плт; пс; тип)

Ставка - процентная ставка за период.

Кпер - общее число периодов выплат годовой ренты.

Плт - выплата, производимая в каждый период; это значение не может меняться в течении всего периода выплат,

Пс - текущая стоимость, или общая сумма всех будущих платежей с настоящего момента.

Тип - число 0 (в конце периода) или 1 (в начале периода), обозначающее, когда должна производиться выплата.

## 2. Дисконтирование (текущая стоимость единицы).

Текущая стоимость единицы является обратной величиной относительно будущей стоимости, поэтому процесс ее определения называют дисконтирование, а ее расчеты для суммы FV определяются по следующей формуле:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^n}$$

$$\frac{1}{(1 + r)^n}$$

Величину  $\frac{1}{(1 + r)^n}$  называют дисконтным множителем или фактором текущей стоимости. Данная функция предоставляет возможность определить настоящую стоимость суммы, если известна ее будущая величина, период, за который эта сумма накоплена, и ставка процента. Графическая интерпретация функции дисконтирования приведена на рис.2.

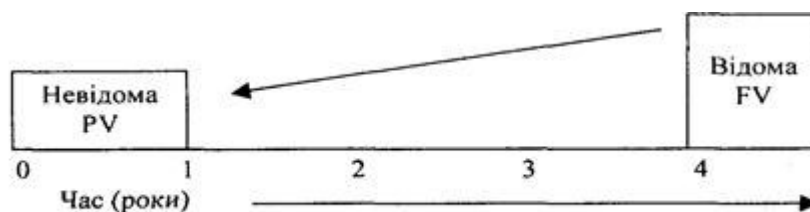


Рис.2. Текущая стоимость единицы

**Задание 3.** ООО «Вертикаль» и ЗАО «Нефтяник» владеют землей на праве общей долевой собственности. При этом первой организации принадлежит  $\frac{3}{4}$  участка, второй –  $\frac{1}{4}$  участка. Согласно полученным сведениям, кадастровая стоимость земельного участка по

состоянию на 1 января 2010 года равна 3670000 руб. Рассчитайте кадастровую стоимость каждой доли участка

### 3. Текущая стоимость аннуитета (текущая стоимость единичного аннуитета). Обычный аннуитет.

Обычный аннуитет определяется как серия равновеликих платежей, первый из которых осуществляется через один период начиная с настоящего момента. Он также определяется как серия поступлений. Например, право получать 100 долл. В конце каждого года в течение следующих 4 лет создает обычный аннуитет. Текущая стоимость аннуитета показана графически на рис. 2.3.

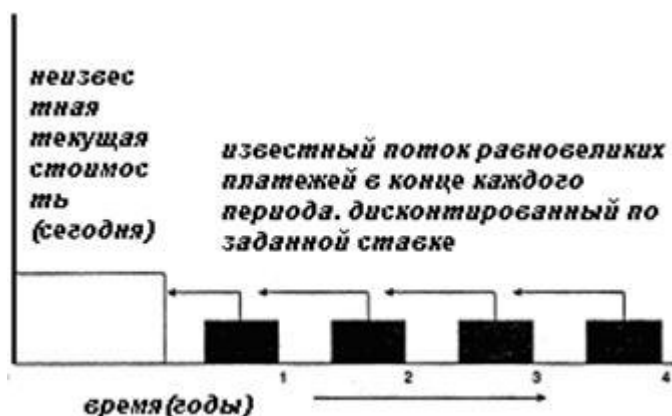


Рис. 2.3. Текущая стоимость обычного аннуитета

Текущая стоимость аннуитета при заданной ставке дисконта может быть рассчитана путем оценки каждого платежа (поступления) в отдельности. При этом сумма каждого платежа умножается на соответствующий фактор текущей стоимости единицы.

Например, право получения 100 долл. Чистого рентного дохода в конце каждого года на протяжении следующих 4 лет может быть оценено, если учитывать каждое из четырех поступлений как отдельную реверсию. При 10%-ной ставке дисконта стоимость первого поступления равна 90,91 долл. (100,00 долл.  $\times$  0,90909 = 90,91 долл.); второго — 82,64 долл., третьего — 75,13, четвертого — 68,30 долл. Текущая стоимость всего четырехлетнего аннуитета составляет 316,98 долл. (90,91 долл. + 82,64 долл. + 75,13 долл. + 68,30 долл.). Поэтому при 10%-ной ставке сегодняшние инвестиции в 316,98 долл. (текущая стоимость) являются обоснованной платой за право ежегодного получения 100,00 долл. На протяжении последующих четырех лет.

*Предварительно рассчитанные таблицы.* Широкое и интенсивное использование фактора текущей стоимости аннуитета привело к построению соответствующих таблиц. Данные таблицы показывают факторы с учетом того, что каждый платеж за период равен 1 долл. Это *факторы аннуитета (annuity factors)*, или *факторы Инвуда (Inwood factors)*, по имени Уильяма Инвуда (1771—1843). Во многих таблицах сложного процента они показаны в колонке 5.

Фактор Инвуда рассчитывается по следующей формуле:

$$a_n = \frac{1 - \frac{1}{(1+E)^n}}{E}$$

#### 4.Периодический взнос на погашение кредита (взнос за амортизацию денежной единицы).

##### текущая стоимость аннуитета (текущая стоимость единичного аннуитета)

Аннуитет - это денежный поток, в котором все суммы возникают не только через одинаковые промежутки времени, но и равновеликие. Таким образом, аннуитет — это денежный поток, представленный одинаковыми суммами. Аннуитет может быть **исходящим денежным потоком** по отношению к инвестору (например, осуществление периодических равных платежей) либо **входящим денежным потоком** (например, поступление арендной платы, которая обычно устанавливается одинаковой фиксированной суммой).

Формула обычного аннуитета:

$$(1 - (1 / (1 + i)^n)) / i$$

Пример. Какую сумму необходимо положить на депозит под 10% годовых, чтобы затем 5 раз снять по 300 тыс. руб?

Рассчитаем текущую стоимость аннуитета:

$$300 \cdot 3,7908 = 1137 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, инвестор снимает со счета пять раз по 300 тыс. руб., или 1500 тыс. руб. Разница между первоначальным вкладом 1137 тыс. руб. и накоплением 1500 тыс. руб. обеспечивается суммой процентов, начисляемых на уменьшающийся остаток вклада по технике сложного процента. Этот процесс предполагает в конечном счете нулевой остаток на депозите.

Проверим данное утверждение методом депозитной книжки. Вклад в 1137 тыс. руб. позволит 5 раз в конце года снять 300 тыс. руб., если банк начисляет 10% годовых.

Таблица.

Год	Остаток на начало года	Плюс 10% на остаток	Минус годовое изъятие	Остаток на конец года
Первый				
Второй				
Третий				
Четвертый				
Пятый				

Предыдущие рассуждения основывались на предположении, что аннуитет возникает в конце периода. Такой аннуитет называется **обычным**.

Однако на практике возможна ситуация, когда первый платеж произойдет одновременно с начальным поступлением. В последующем аннуитеты будут возникать через равные интервалы. Такой аннуитет называется **авансовым, или причитающимся аннуитетом**.

Формула авансового аннуитета:

$$(1 - (1 / ((1 + i)^{(n-1)}))) / i + 1$$

Например, фактор текущей стоимости авансового аннуитета, возникающего 7 раз при ставке дисконта 12%, определяется следующим образом:

$$(7 - 1 = 6), \text{ ставка дисконта - 12\%}.$$

#### 5.Будущая стоимость аннуитета (накопление единицы за период)

Данная функция позволяет рассчитать величину накопленных равновеликих взносов при заданной ставке дохода.

Формула обычного аннуитета:

$$(((1 + i)^n - 1) / i)$$

Формула авансового аннуитета:

$$(((1 + i)^{n+1} - 1) / i) - 1$$

Пример. Какая сумма будет накоплена на счете, если в течение 4 лет ежегодно вносить 350 тыс. руб., а банк начисляет на вклад 6% годовых?

Рассчитаем величину накопления:

$$350 \cdot 4,3746 = 1531 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, депонирование 1400 тыс. руб. (350 • 4) обеспечивает накопление в сумме 1531 тыс. руб. Разница представляет величину процентов, начисленных на возрастающую сумму вклада по технике сложного процента.

Рассмотрим процесс накопления в динамике:

1. Первоначальный взнос - 350.
2. Процент за 1-й период - 0.
3. Накоплено - 350.
4. Процент за 2-й период - 21.
5. Второй взнос - 350.
6. Накоплено - 721.
7. Процент за 3-й период - 43.
8. Третий взнос - 350.
9. Накоплено - 1114.
10. Процент за 4-й период - 67.
11. Четвертый взнос - 350.
12. Накоплено - 1351.

#### **Периодический взнос в фонд накопления (фактор фонда возмещения)**

Функция «**периодический взнос на накопление фонда**» является обратной по отношению к функции «**будущая стоимость аннуитета**».

Данная функция позволяет рассчитать величину периодически депонируемой суммы, необходимой для накопления нужной стоимости при заданной ставке процента.

Будущая 1

Аннуитет = стоимость • -----

аннуитета Фактор будущей

стоимости аннуитета

**Пример.** Какую сумму следует 5 раз внести на пополняемый депозит под 8% годовых, чтобы накопить 1700 тыс. руб.?

Рассчитаем величину депозита:

$$1700 \cdot 0,1705 = 290 \text{ тыс. руб.}$$

Таким образом, суммарный взнос в 1540 (290 • 5) тыс. руб. при начислении 8% годовых позволит накопить 1700 тыс. руб.

## **2.4 Практическое занятие 4 (ПЗ-4) Подготовка информации, необходимой для оценки**

### **2.4.1 Вопросы к занятию:**

1. Система информации в оценке бизнеса. Факторы макроэкономического риска. Отраслевые факторы риска.

2. Подготовка финансовой документации в процессе оценки.



3. Вычисление относительных показателей в процессе оценки. Группы финансовых показателей.

## 2.4.2 Краткое описание проводимого занятия:

### 1. Система информации в оценке бизнеса. Факторы макроэкономического риска. Отраслевые факторы риска.

**Оценка бизнеса** основана на анализе стоимости предприятия как товара инвестиционного, т.е. с учетом прошлых затрат, текущего состояния и будущего потенциала.

Для реализации такого комплексного подхода необходимо провести сбор и анализ большого количества информации, которую можно классифицировать следующим образом.

**Внешняя информация**, характеризующая условия функционирования предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом;

**Внутренняя информация**, характеризующая деятельность оцениваемого предприятия;

В основе анализа всех информационных блоков лежит следующая последовательность инвестиционного анализа (см.рис.).



**Нормальное функционирование бизнеса** основано на оптимальном сочетании объема продаж, получаемой прибыли и финансовых ресурсов для обеспечения запланированного роста, что в значительной степени определяется **внешними условиями** функционирования предприятия.

К ним относятся **макроэкономические и отраслевые факторы**: уровень инфляции, темпы экономического развития страны, условия конкуренции в отрасли и т.д.

#### **Внешняя информация**

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

Объем и характер **внешней информации** различается в зависимости от целей оценки. При составлении отчета необходимо показать, что информационная база, собранная и изученная оценщиком, является необходимой и достаточной для итогового заключения о стоимости предприятия

**Информацию следует давать в оптимальном объеме и ориентированной на оцениваемый объект.** Макроэкономические показатели содержат информацию о том, как сказывается или скажется на деятельности предприятия изменение макроэкономической ситуации и характеризуют инвестиционный климат в стране

В зависимости от целей оценки, макроэкономический обзор может выделяться как отдельный раздел отчета об оценке или рассматриваться в общем контексте отчета.

Факторы макроэкономического риска образуют систематический риск, который возникает из внешних событий, влияющих на рыночную экономику и не могут быть устранены диверсификацией в рамках национальной экономики.

**Диверсификация** — сокращение риска с помощью портфельных инвестиций (приобретение широкого круга ценных бумаг).

**Риск** — степень определенности, которой характеризуется достижимость в будущем ожидаемых результатов

Как правило риск воспринимается как возможность потери, хотя по определению любое возможное отклонение (+/-) от прогнозируемой величины **есть отражение риска**.

**Анализ фактора риска носит субъективный характер:** оценщики, уверенные в будущем росте компании, определяют её текущую стоимость выше по сравнению с аналитиком, составляющим пессимистичный прогноз. Другими словами, чем шире разброс ожидаемых будущих доходов вокруг наилучшей оценки, тем рискованнее инвестиции.

Различия в оценках рисков ведут к различным заключениям о стоимости предприятия.

Текущая стоимость компании, деятельность которой связана с высоким риском, будет ниже, чем текущая стоимость аналогичной, но функционирующей в условиях меньшего риска.

Понимание инвестором фактора риска изобразить графически можно следующим образом (см.рис.)



Чем выше оценка инвестором уровня риска, тем большую ставку дохода он ожидает.

Большинство заказов на оценку в мире связаны с анализом закрытых компаний, владельцы которых не диверсифицируют свои акции в той же мере, что и владельцы открытых компаний. Поэтому, при оценке компаний закрытого типа, оценщик наряду с анализом систематического риска должен учитывать факторы несистематического риска.

К ним относятся отраслевые риски и риски инвестирования в конкретную компанию.

**Основные факторы макроэкономического риска:**

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

**Инфляционный риск** — это риск непрогнозируемого изменения темпов роста цен. Инвестор стремится получить доход, покрывающий инфляционное изменение цен.

Высокая или непрогнозируемая инфляция может свести к нулю ожидаемые результаты производственной деятельности, обеспечивает перераспределение доходов в

экономике и повышает предпринимательский риск. **Результатом является занижение реальной стоимости имущества предприятия.**

В процессе оценки сопоставляются данные ретроспективные, текущие и будущие (прогнозируемые). Стоимость, полученная в различные годы может сравниваться только в том случае, если стоимость денежной единицы не меняется. Однако практически изменение стоимости денежной единицы происходит каждый год (как правило в сторону повышения).

**Уровень цен измеряется в виде индекса, который является измерителем соотношения цен за разные периоды.**

$$\text{Индекс цен в текущем году} = \frac{\text{Цена в текущем году}}{\text{Цена в базовом году}} \cdot 100\%$$

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

**Пример.** Цена рыночной корзины в 1995 году составила 150 единиц, а в 1996 году — 250 единиц. Индекс цен 1996 года равен  $250 : 150 \times 100 \% = 166\%$ .

## **2. Подготовка финансовой документации в процессе оценки.**

Целью инфляционной корректировки документации является приведение ретроспективной информации за прошедшие периоды к сопоставимому виду; учёт инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконта.

Покупательная способность денег снижается с увеличением общего уровня цен на товары и услуги. Изменения покупательной способности денег приводят к тому что финансовая отчетность, не скорректированная с учетом инфляции, не отражает реального состояния дел на предприятии.

Простейшим способом корректировки является переоценка всех статей баланса по изменению курса рубля относительно курса более стабильной валюты, например, американского доллара.

### **Пример.**

Оборудование было приобретено в 1996 году за 1 млн. руб. (курс рубля по отношению к доллару на дату приобретения 5550 : 1).

На дату оценки курс рубля к доллару составил 5750 : 1, следовательно, скорректированная стоимость покупки оборудования в 1997 году составила

$$5750 : 5550 \times 1\,000\,000 = 1\,036\,036 \text{ руб. или } 180.2 \text{ дол.}$$

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

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

Распространенным методом освобождения финансовой отчетности от инфляции является метод учета изменения общего уровня цен. Использование данного метода позволяет абстрагироваться от материально-вещественной структуры активов предприятия и делать упор на общей оценке всего имущества с учетом покупательской способности денежной единицы и ее колебаний во времени, отражающих изменение среднего уровня цен. Этот метод заключается в том, что различные статьи финансовых отчетов рассчитываются в денежных единицах одинаковой покупательной силы (в рублях базового или текущего периода на отчетную дату). Для пересчетов используется либо индекс динамики валового национального продукта, либо индекс потребительских или оптовых цен.

Универсальная формула пересчета статей баланса и финансовых отчетов в денежные единицы одинаковой покупательной силы имеет следующий вид:

$$B_{\Pi} = \frac{B_6}{i_1 : i_0}$$

где  $B_{\Pi}$  — реальная величина статьи, скорректированной по уровню инфляции, руб.;

$B_6$  — номинальная величина статьи по данным бухгалтерского учета и отчетности, руб.;

$i_1$  — индекс инфляции на момент или за период анализа;

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

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

На практике пересчет по индексу изменения общего уровня цен осуществляется в несколько этапов.

На первом — составляют финансовую отчетность в учетных ценах, т.е. с использованием первоначальных оценок

На втором — проводят классификацию всех статей отчетности на денежные и неденежные

На третьем — денежные статьи пересчитываются по текущим ценам с помощью общих индексов цен, взятых по годам приобретения активов (возникновения обязательств).

Баланс по активу и пассиву достигается регулированием статьи «Нераспределенная прибыль». На четвертом этапе составляют переоцененную отчетность и рассчитывают прибыль (убыток) от изменения покупательной способности денежной единицы в отчетном периоде.

Сам показатель изменения покупательской способности денежной единицы определяют с помощью общего индекса цен путем пересчета денежных активов и обязательств на начало и конец года и последующего их сравнения.

Оценка неденежных активов (обязательств) в денежных единицах одинаковой покупательной силы осуществляется следующим образом. Все активы группируются по годам их приобретения (возникновения). Для каждого года стоимостная оценка группы объектов пересчитывается с использованием индексов цен текущего года и года приобретения объектов, а затем результаты суммируются. Механизм пересчета неденежных статей баланса можно выразить формулой:

$$P_y = \sum_{i=1}^n P_{in} \frac{i_{tp}}{i_{ip}}$$

где  $P_y$  — оценка всех активов в денежных единицах одинаковой покупательной способности, руб.;

$P_{in}$  — цена приобретения  $i$ -го актива, руб.;

$i_{tp}$  — общий текущий индекс цен;

$i_{ip}$  — общий индекс цен в год приобретения  $i$ -го объекта

**Пример.**

Определение скорректированной величины основных средств. Оборудование было приобретено в 1975 г. за 50000 руб.; индекс цен в год приобретения — 116,3; текущий индекс цен — 339,6. Скорректированная стоимость оборудования в сопоставимых ценах составит в текущем году:

$$50000 \times 339,6 : 116,3 = 146002.$$

### **3. Вычисление относительных показателей в процессе оценки. Группы финансовых показателей.**

Ретроспективная финансовая отчётность за последние 3—5 лет анализируется оценщиком с целью определения будущего потенциала бизнеса на основе его текущей и прошлой деятельности. Желательно использовать отчётность, которая прошла аудиторскую проверку. В любом случае (есть заключение аудитора или нет) в отчёте данная информация должна быть отражена.

Вертикальный и горизонтальный анализ финансовой документации являются частью экспресс-анализа финансового состояния фирмы и позволяет увидеть в динамике происходящие изменения в структуре капитала компании, источниках финансирования, доходности и т. п.

Вертикальный анализ — представление различных статей баланса, отчета о финансовых результатах и проч. в % от общей суммы средств компании и сопоставимых данных. Оперирование относительными показателями позволяет избежать инфляционной корректировки ретроспективной финансовой документации. Использование электронных таблиц позволит сократить время