

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

**МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ДЛЯ ОБУЧАЮЩИХСЯ
ПО ОСВОЕНИЮ ДИСЦИПЛИНЫ**

Б1.В.ДВ.03.01 – Оценка бизнеса

Направление подготовки 38.03.02 Менеджмент

Профиль подготовки Управленческий и финансовый учет

Квалификация (степень) выпускника бакалавр

Форма обучения очная

ОГЛАВЛЕНИЕ

1. Конспект лекций		3
1.1 Лекция № 1 (Л-1)	Методологические основы оценки бизнеса	3
1.2 Лекция № 2 (Л-3)	Регулирование оценочной деятельности	9
1.3 Лекция № 3 (Л-3)	Концептуальные основы финансового менеджмента в оценке бизнеса	16
1.4 Лекция № 4 (Л-4)	Временная оценка денежных потоков	19
1.5 Лекция № 5 (Л-5)	Экономическая оценка инвестиций	22
1.6 Лекция № 6 (Л-6)	Подготовка информации, необходимой для оценки	33
1.7 Лекция № 7 (Л-7)	Доходный и затратный подходы к оценке бизнеса	39
1.8 Лекция № 8 (Л-8)	Сравнительный (рыночный) подход	46
1.9 Лекция № 9 (Л-9)	Оценка земель сельскохозяйственного назначения	50
1.10 Лекция № 10 (Л-10)	Отчет об оценке бизнеса предприятия	56
2. Методические указания по проведению практических занятий		59
2.1 Практическое занятие № 1 (ПЗ-1)	Методологические основы оценки бизнеса	59
2.2 Практическое занятие № 2 (ПЗ 2)	Регулирование оценочной деятельности	59
2.3 Практическое занятие № 3 (ПЗ-3)	Концептуальные основы финансового менеджмента в оценке бизнеса	59
2.4 Практическое занятие № 4 (ПЗ 4)	Временная оценка денежных потоков	60
2.5 Практическое занятие № 5 (ПЗ 5)	Экономическая оценка инвестиций	60
2.6 Практическое занятие № 6 (ПЗ 6)	Подготовка информации, необходимой для оценки	60
2.7 Практическое занятие № 7 (ПЗ 7)	Доходный и затратный подходы к оценке бизнеса	61
2.8 Практическое занятие № 8 (ПЗ 8)	Сравнительный (рыночный) подход	61
2.9 Практическое занятие № 9 (ПЗ 9)	Оценка земель сельскохозяйственного назначения	62
2.10 Практическое занятие № 10 (ПЗ 10)	Отчет об оценке бизнеса предприятия	62

1. КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ

1.1 Лекция № 1 (4 часа)

Тема: «Методологические основы оценки бизнеса»

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.

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 (6 часов)

Тема: «Регулирование оценочной деятельности»

1.2.1 Вопросы лекции:

1. Основные подходы к регулированию 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. Основные подходы к регулированию 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 компании

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 исковым заявлением об аннулировании лицензии.

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 Лекция № 3

Тема: «Концептуальные основы финансового менеджмента в оценке бизнеса»

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.

Краткое содержание вопросов

1. Базовые концепции финансового менеджмента.

Концептуальные основы ф.м. - совокупность теоретических построений, определяющих логику, структуру и принципы функционирования системы управления финансовой деятельностью хозяйствующего субъекта в контексте окружающей политической и экономико-правовой среды.

Схематичное представление концептуальных основ

- $CP_{fm} = (SI, OT, SC, BC, FP, MM, FM, SS)$,
- где SI — интересы участников;
- OT — иерархия целей системы управления финансами;
- SC — система категорий;
- BC — система базовых (фундаментальных) концепций (принципов);
- FP — финансовые процессы;
- MM — научно-практический инструментарий (методы, модели, приемы, инструменты);
- FM — финансовые механизмы;
- SS — обеспечивающие подсистемы.

Базовые концепции ФМ

- 1) денежного потока;
- 2) временной ценности денежных ресурсов;
- 3) компромисса между риском и доходностью;
- 4) операционного и финансового рисков;
- 5) стоимости капитала;
- 6) эффективности рынка капитала;
- 7) асимметричности информации;
- 8) агентских отношений;
- 9) альтернативных затрат;
- 10) временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта;
- 11) имущественной и правовой обособленности субъекта.

2. Концепция денежного потока - означает, что с любой финансовой операцией может быть ассоциирован некоторый денежный поток, т. е. множество распределенных во времени выплат (оттоков) и поступлений (притоков), понимаемых в широком смысле. В качестве элемента денежного потока могут выступать денежные поступления, доход, расход, прибыль, платеж и др. В подавляющем большинстве случаев речь идет об ожидаемых денежных потоках. Именно для таких потоков разработаны формализованные методы и критерии, позволяющие принимать обоснованные, подкрепленные аналитическими расчетами решения финансового характера.

3. Концепция финансового и операционного риска.

Эффект финансового рычага ЭФР. Он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ЭФР} = (1 - C_n) \times (K_P - C_k) \times ZK/CK,$$

где: ЭФР—эффект финансового рычага, %.

C_n —ставка налога на прибыль, в десятичном выражении.

K_P —коэффициент рентабельности активов (отношение валовой прибыли к средней стоимости активов), %.

C_k —средний размер ставки процентов за кредит, %.

ZK —средняя сумма используемого заемного капитала.

CK —средняя сумма собственного капитала.

Формула расчета эффекта финансового рычага содержит три сомножителя:

$(1 - C_n)$ — не зависит от предприятия. Дифференциал (D)= $(K_P - C_k)$ — разница между рентабельностью активов и процентной ставкой за кредит. Плечо (Π) = (ZK/CK) .

Запишем формулу эффекта финансового рычага короче:

$$\text{ЭФР} = (1 - C_n) \times D \times \Pi.$$

Эффект операционного рычага

Введем обозначения:

V —выручка от продаж.

Π —прибыль от продаж.

$Z_{\text{пер}}$ —переменные затраты.

$Z_{\text{пост}}$ —постоянные затраты.

$R_{\text{ц}}$ —ценовой операционный рычаг.

$R_{\text{н}}$ —натуральный операционный рычаг.

Ценовой операционный рычаг вычисляется по формуле:

$$R_{\text{ц}} = V/\Pi$$

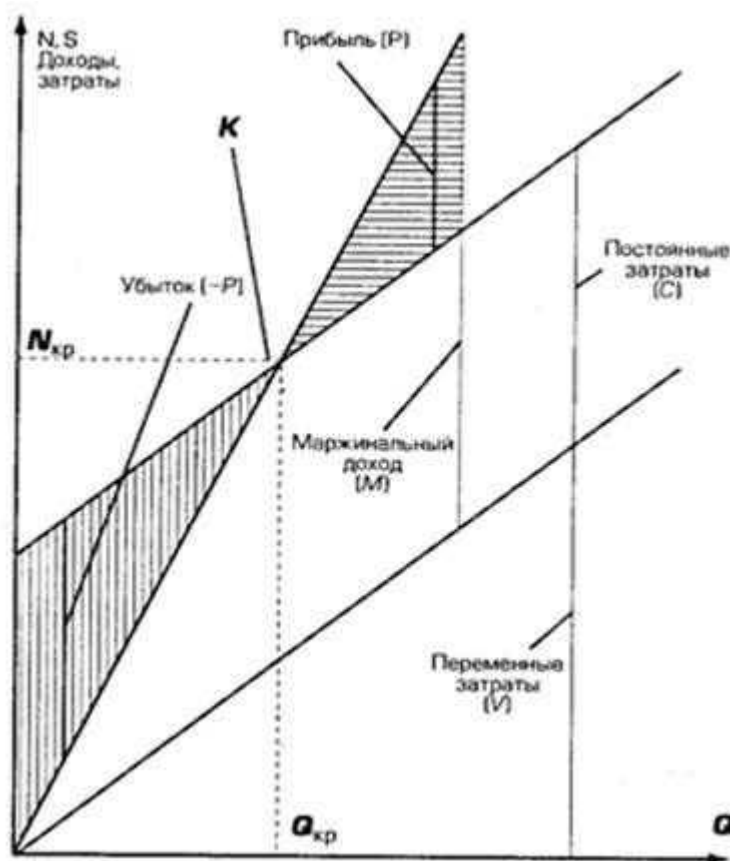
Учитывая, что $V = \Pi + Z_{\text{пер}} + Z_{\text{пост}}$, можно записать:

$$R_{\text{ц}} = \frac{\Pi + Z_{\text{пер}} + Z_{\text{пост}}}{\Pi} = 1 + \frac{Z_{\text{пер}}}{\Pi} + \frac{Z_{\text{пост}}}{\Pi}$$

Натуральный операционный рычаг вычисляется по формуле: $R_{\text{н}} = (V - Z_{\text{пер}})/\Pi$

Учитывая, что $V = \Pi + Z_{\text{пер}} + Z_{\text{пост}}$, можно записать:

$$R_{\text{н}} = (\Pi + Z_{\text{пост}})/\Pi = 1 + \frac{Z_{\text{пост}}}{\Pi}$$



4. Концепция стоимости капитала - состоит в том, что практически не существует бесплатных источников финансирования, причем мобилизация и обслуживание того или иного источника обходятся компании неодинаково. Иными словами, во-первых, каждый источник финансирования имеет свою стоимость в виде относительных расходов, которые компания вынуждена нести за пользование им, и, во-вторых, значения стоимости различных источников в принципе не являются независимыми. Эту характеристику необходимо учитывать, анализируя целесообразность принятия того или иного решения.

WACC – это средневзвешенная стоимость капитала, показатель используется при оценке необходимости инвестирования в различные ценные бумаги, проекты и дисконтировании ожидаемых доходов от инвестиций и измерении стоимости капитала компании.

$$WACC = K_s * W_s + K_d * W_d * (1 - C_n)$$

где, K_s - Стоимость собственного капитала (%);

W_s - Доля собственного капитала (в % (по балансу));

K_d - Стоимость заемного капитала (%);

W_d - Доля заемного капитала (в % (по балансу));

C_n - Ставка налога на прибыль.

5. Концепция альтернативных затрат.

Концепция альтернативных затрат - предусматривает оценку альтернативных вариантов возможного вложения капитала, использования производственных мощностей, выбора вариантов политики кредитования покупателей и т.д. Например, концепция альтернативных затрат проявляется при организации систем управленческого контроля. С одной стороны, любая система контроля стоит определенных денег, т.е. связана с затратами, которых в принципе можно избежать; с другой стороны, отсутствие систематизированного контроля может привести к гораздо большим потерям.

Знание сущности концепций, их взаимосвязи необходимо для принятия обоснованных решений в управлении финансами хозяйственного субъекта.

Лекция № 4 (2 часа)

Тема: «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).

Для оценки проектов инвестиций (в долговые обязательства, лизинг, пенсионные фонды и т.д.) применяются методы дисконтирования денежных потоков, которые используют концепцию стоимости денег с учетом времени. В учете большинство этих инвестиций связаны с оценкой обязательств или сумм, подлежащих в срок или с образованием денежного фонда, предназначенного для использования в будущем на определенные цели (например, для погашения долга).

Концепции будущего и настоящей стоимости основываются на принципе оплаты за пользование деньгами в течение определенного периода времени (т.е. на процентах). Эти концепции являются практически одинаковыми для денежных поступлений и денежных выплат, поэтому нет существенной разницы в их применении по финансовым инвестициям и обязательствам предприятий.

Изменение стоимости денег связывают со снижением их покупательной способности в результате инфляции, а также действия факторов неопределенности (риск потери вложенных средств). Поэтому ни один инвестор не согласится получить через некоторый период времени (например, через 10 лет) ту же сумму денег, которую он инвестировал, поскольку 1 рубль сегодня стоит больше, чем тот же 1 рубль через год.

Временная стоимость денег можно рассчитать с использованием двух способов:

на основании простого процента;

на основании сложного процента.

При расчете простого процента во внимание принимаются три величины: основная сумма, на которую начисляются проценты; ставка процентов, время, на который инвестированы средства или в течение которого используются кредитные ресурсы и простой процент можно рассчитать по формуле:

Простой процент = основная сумма × процентная ставка × время

Сложный процент - это процент, который начисляется на первоначальную сумму и на ранее начисленные проценты (но еще не оплачены).

2. Дисконтирование (текущая стоимость единицы).

Текущая стоимость денежной единицы (PV) или текущая стоимость реверсии (перепродажи) показывает, какую сумму нужно иметь сегодня, чтобы через определенный период времени при определенной ставке дисконта (доходности) получить сумму, равную денежной единице, то есть какой сумме сегодня эквивалентна денежная единица, которую мы рассчитываем получить в будущем через определенный период времени.

Начисление процентов 1 раз в год: $PV = FV \cdot [1/(1+i)^n]$ или $PV = FV \cdot \text{кол.4}$

Начисление процентов чаще, чем один раз в год: $PV = FV * [1/(1+i/k)^{nk}]$

3. Текущая стоимость аннуитета (текущая стоимость единичного аннуитета).

Текущая стоимость аннуитета показывает, какой сумме денежных средств сегодня эквивалентна серия равномерных платежей в будущем, равных одной денежной единице, за определенное количество периодов при определенной ставке дисконта.

Выделяют *обычный и авансовый аннуитеты*. Если платежи осуществляются в конце каждого периода, то аннуитет обычный, если в начале – авансовый.

Обычный аннуитет:

Начисление процентов 1 раз в год:

$$PV = PMT \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i} \right] \text{ или } PV = PMT * \text{коэф. 5}$$

Начисление процентов чаще, чем один раз в год:

$$PV = PMT \left[\frac{1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{k}\right)^{nk}}}{\frac{i}{k}} \right]$$

Авансовый аннуитет:

$$PV = PMT \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+i)^{n-1}}}{i} + 1 \right]$$

4. Обычный аннуитет.

Аннуитет – капиталовложения, которые обеспечивают инвестору фиксированный доход через регулярные отрезки времени.

Аннуитет – это вид финансовой ренты, это серия платежей одинаковой суммы, регулярно поступающих через равные промежутки времени в течение определенного числа лет.

Существует несколько видов аннуитетов:

1. По времени наступления платежей различают два типа аннуитета:

обыкновенный (постнумерандо) аннуитет – когда платежи происходят в конце каждого периода;

авансовый (пренумерандо) аннуитет – когда платежи происходят в начале каждого периода.

2. По продолжительности денежного потока различают следующие виды аннуитета:

– срочный аннуитет – денежный поток с равными поступлениями в течение ограниченного промежутка времени;

– бессрочный аннуитет – аннуитет, при котором денежные поступления продолжаются достаточно длительное время.

3. По характеру образования выделяют следующие виды аннуитета: внутренний аннуитет – это потоки платежей, образованных внутри данного предприятия;

внешний аннуитет – это потоки платежей, образованных за пределами предприятия. Таким образом, аннуитет представляет собой ряд последовательных фиксированных платежей, производимых через равные промежутки времени. Аннуитеты характеризуются такими параметрами, как величина каждого отдельного платежа, период аннуитета, срок аннуитета, частота начисления процентов и процентной ставкой. Обобщающими показателями аннуитета являются настоящая и будущая стоимость.

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

Пример расчёта. Рассчитаем ежемесячную выплату по трехлетнему кредиту суммой 12000 по ставке 6 % годовых. Поскольку выплаты будут производиться каждый месяц, необходимо привести процентную ставку из годового значения к месячному:

$$6\%/12 = 0,5\%, \text{ или } 0,005 \text{ в месяц.}$$

Подставляем в указанную выше формулу следующие значения: $i = 0,005$, $n = 36$ мес. Полученный коэффициент умножаем на сумму кредита — 12000. Получаем 365 руб/мес.

Обычно погашение долга предусматривает ежемесячные или ежеквартальные выплаты, и задаётся годовая процентная ставка i . Если выплаты производятся постнумерандо m раз в год в течение n лет, то точная формула для коэффициента аннуитета:

$$K = \frac{i/m \cdot (1 + i/m)^k}{(1 + i/m)^k - 1}$$

или по упрощенной формуле:

$$K = \frac{i/m}{(1 - (1 + i/m)^{-k})}$$

где k (всегда показатель степени) — количество периодов = $n \cdot m$.

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

Если, текущая стоимость аннуитета = Аннуитет $\times$ Фактор текущей стоимости аннуитета, то определение величины аннуитета при помощи фактора текущей стоимости аннуитета возможно по формуле:

Аннуитет = Текущая стоимость аннуитета $\times$ (1 / Фактор текущей стоимости аннуитета).

Аннуитет по определению может быть как поступлением, (т.е. входящим денежным потоком), так и платежом, (т.е. исходящим денежным потоком) по отношению к инвестору. Поэтому данная функция может использоваться в случае необходимости расчета величины равновеликого взноса в погашении кредита при заданном числе взносов и заданной процентной ставке.

Периодический взнос на погашение кредита рассчитывается по формуле PMT / PVA, где PMT – разовый взнос, PVA – текущая стоимость единичного аннуитета.

6. Будущая стоимость аннуитета (накопление единицы за период)

Широкое распространение в практике финансовых расчетов имеют серийные выплаты (или поступления) равновеликих сумм в течение фиксированных интервалов времени, иначе называемые аннуитетами. Примерами аннуитета является последовательность получения процентов по облигациям, платежи по потребительскому кредиту, выплаты страховых премий в рассрочку и пр. Аннуитеты различаются между собой следующими основными характеристиками:

- член аннуитета (A) - размер отдельного платежа;
- период аннуитета - временной интервал между двумя последовательными платежами;
- срок аннуитета (n) - время от начала первого периода ренты до конца последнего (или неограниченные во времени аннуитеты, т. н. «вечные»);
- процентная ставка (i), размер которой не всегда прямо оговаривается в условиях финансовой операции; однако этот параметр крайне необходим для ее анализа
- дополнительные условия и параметры, необходимые для характеристики некоторых видов аннуитетов (например, число платежей в году, способ и частота начислений процентов, параметры, характеризующие закономерность изменения размеров члена ренты во времени).

Наибольшее распространение на практике имеют аннуитеты постнумерандо (обычные), когда суммы денежных средств вносятся в конце каждого периода.

Задачей финансовой математики является определение будущей стоимости серии равных периодических выплат (FVAn) в течение определенного временного периода (n) при заданной процентной ставке (i) по следующей формуле:

$$FVAn = A \cdot (1+i)^{n-1} + A \cdot (1+i)^{n-2} + \dots + A \cdot (1+i)^0 = A \cdot [(1+i)^{n-1} + (1+i)^{n-2} + \dots + (1+i)^0] =$$

$$A \cdot \sum_{t=0}^{n-1} (1+i)^t = A \cdot \left[\frac{(1+i)^n - 1}{i} \right] = A \cdot T2(i, n)$$

Где A — равновеликая сумма серийных платежей, тыс. руб.; T2(i, n) — будущая стоимость серии равновеликих периодических выплат в размере 1 руб. в течение n количества периодов, исчисленная по i-й процентной ставке.

1.5 Лекция № 5 (4 часа)

Тема: «Экономическая оценка инвестиций»

1.5.1 Вопросы лекции:

1. Инвестиции: сущность и основные направления.
2. Особенности недвижимости как товара.
3. Модели принятия инвестиционных решений.
4. Алгоритм расчета показателей эффективности инвестиций.

1.5.2 Краткое содержание вопросов

1. Инвестиции: сущность и основные направления.

Инвестиции — это вложения финансовых средств в различные виды экономической деятельности с целью сохранения и увеличения капитала. Различают реальные (или капитальные) и финансовые (портфельные) инвестиции. Реальные инвестиции — это вложения средств в физический капитал предприятий, например, в создание новых основных фондов, реконструкцию старых фондов или их техническое перевооружение. Финансовые инвестиции — это вложения в покупку акций, ценных бумаг и использование иных финансовых инструментов с целью увеличения финансового капитала инвестора.

Другой разновидностью финансовых инвестиций является покупка недвижимости (земельных участков), имущественных прав, лицензий, патентов, товарных знаков, других форм нематериальных активов с целью их перепродажи, сдачи в аренду и иного использования, приводящего к увеличению (сохранению) в течение определенного промежутка времени первоначально вложенного (инвестированного) капитала.

Методология управления инвестиционными процессами или проектами в общем случае включает следующие этапы: • планирование, занимающее основное место в операциях инвестирования и воплощающее в себе организующее начало всего инвестиционного процесса. Сущность инвестиционного планирования состоит в обосновании целей и способов их достижения на основе детализации инвестиционных операций; реализация инвестиционного проекта, включающая образование управленческой структуры проекта и функционально-целевое распределение обязанностей участников проекта, собственно инвестирование (осуществление производства, сбыта, финансирования); • текущий контроль и регулирование инвестиционного процесса на всех его стадиях — от первоначального инвестирования до ликвидации; • оценка и анализ качества исполнения проекта и его соответствия поставленным целям.

Источниками финансовых средств для инвестиций могут быть собственные (внутренние) и привлекаемые извне (от внешних инвесторов).

Собственные источники инвестиций формируются за счет амортизационных отчислений по действующему основному капиталу, отчислений от прибыли на инвестиционные потребности и других источников.

Внешние источники инвестирования формируются в основном за счет заемных средств (кредитов) банков, внебюджетных фондов инвестиционной поддержки, инвестиционных фондов и компаний, страховых обществ и пенсионных фондов.

Особым видом внешних инвестиций являются средства, привлекаемые предприятием для инвестиций за счет эмиссии собственных акций, бондов и иных ценных бумаг и их размещения на соответствующих рынках, а также приращение акционерного капитала, образующееся за счет роста котировочной стоимости акций предприятия.

Основные направления инвестиционной политики предприятия таковы:

1. Инвестиции, направляемые на повышение эффективности деятельности предприятия. Целью этих инвестиций является создание условий для снижения затрат предприятия за счет замены устаревшего оборудования, переобучения персонала или перемещения производственных мощностей в регионы с более выгодными условиями производства и сбыта.

2. Инвестиции в расширение производства. Цель подобных инвестиций состоит в расширении объемов выпуска товаров и услуг для сформировавшихся рынков в рамках существующих производств.

3. Инвестиции в создание новых производств. Подобные инвестиции предназначены для создания совершенно новых мощностей и освоения новых технологий для выпуска товаров и услуг, ранее данным предприятием не производившихся.

4. Инвестиции для удовлетворения требований государственных органов управления (новых экологических норм или стандартов безопасности).

2. Особенности недвижимости как товара.

Недвижимое имущество как товар — это объект сделок (купли-продажи, дарения, залога и др.), удовлетворяющий различные реальные или потенциальные потребности и имеющий определенные качественные и количественные характеристики (схемы 11, 12).

Недвижимые вещи как товары включают в себя одновременно и благо, необходимое потребителям, и затраты или инвестиции, без которых владение и пользование ими практически невозможно. Эти качества недвижимости проявляются в виде их полезности, редкости, ограниченности и капиталоемкости. Если земля, вода и недра не были бы ограничены и исчерпаемы, они были бы бесплатными как воздух. Общую потребительскую ценность недвижимости составляет ее полезность, т.е. возможность использования недвижимости для осуществления определенной экономической функции (выращивания урожая, выпуска промышленных товаров, оказания услуг) или личного потребления.

Полезность — это способность недвижимости удовлетворять потребности владельца именно в данном месте и в течение соответствующего периода времени.

Как и любой товар, недвижимость имеет потребительную и рыночную стоимость. Потребительная стоимость отражает стоимость вещей для конкретного пользователя. Рыночная стоимость — это наиболее вероятная цена продажи их на открытом и конкурентном рынке. Земля и некоторые другие недвижимые вещи включаются в экономический оборот как ресурсы, не имеющие альтернатив взаимозамещения во многих сферах деятельности. На предложение недвижимых товаров влияет действие закона редкости и ограниченности: чем выше редкость товара — тем выше цена. Нет даже и двух одинаковых зданий, у них всегда будут различия в местоположении, линии горизонта, доступности к солнечному свету, микроклимату и другим показателям.

Особенность земли как товара в том, что количество предлагаемой на рынке земли ограничено самой природой. На рис. 1 вертикальная линия предложения (П) показывает, что изменение уровня и динамики цен на землю не меняет размера ее предложения. Поэтому цена земли (Ц) определяется в основном спросом: когда уровень спроса поднимается от С до С_р цена или рента соответственно повышается от Ц до Ц₁.

Собственность на землю вместе с естественными ресурсами (недрами, растительностью, водой) и возведенными на ней зданиями служит источником абсолютной и дифференциальной ренты. Площадь четырехугольника ОАЦЕ на рис. 1 можно интерпретировать как совокупную ренту за используемую землю. Дифференциальная рента с худших участков будет равна нулю. Увеличение спроса на продукты питания повысит земельную ренту до Ц₁ что приведет к росту ренты до площади четырехугольника ОАЦ₁Е₁.

Пять уровней потребностей, удовлетворяемых землей, в сознании людей объединяются в определенную иерархию и подчиняются принципу относительного доминирования. Все они, включая и высшие потребности, в своей основе имеют инстинктивную природу и изначально присущи любой личности, нормально воспитанной в человеческом обществе.

Земля-кормилица. Все, что нужно человеку для выживания, он получает в конечном счете от земли. Голодный человек считает: стоит ему досыта наесться, как он будет счастлив и ничего другого не будет желать. Но не хлебом единым жив человек. Удовлетворение потребностей первого (низшего) порядка (физиологических) лишает их побудительной силы, и личность в оценке земли поднимается на новый уровень детерминации потребностями более высокого уровня — психологическими и социальными. Ведь земля одновременно и мать богатства. Обладание землей психологически привлекательно для многих, так как играет решающую роль в формировании и укреплении среднего и элитарного социальных слоев российского общества.

После удовлетворения потребностей четырех уровней земля становится основой самореализации, саморазвития потенциальных возможностей людей. И когда высшие интеллектуальные потребности превращаются в доминанту, землевладелец уже не может жить без своего доброго дела — не творить, не выращивать урожай, не возделывать землю.

Цена на землю, как и на любой товар, определяется спросом (С) и предложением (П). По мере понижения цены на рынке увеличивается спрос на земельные участки, а с ростом цен — снижается (рис. 1).

Недвижимое имущество — наиболее долговечный и основательный товар из всех существующих. Его нельзя, как иногда случается с личными вещами, забыть или потерять. Земля по своей природе вечна, а здания и сооружения имеют нормативные сроки службы до 15-200 лет. Предприятия, как имущественные комплексы, чаще всего создаются на бессрочный период. Недвижимый товар обеспечивает надежность

инвестиций, так как стоимость его со временем может возрасти из-за увеличения спроса, улучшений и других факторов.

Сделки с объектами недвижимости — это не обычное перемещение и конечное потребление товара подобно хлебу или молоку, а движение капитала, приносящего доход. Недвижимые товары потребляются (используются) по месту их расположения, что создаст особую их экономическую характеристику — территориальные предпочтения, т.е. изменения в общественном мнении, традициях и стремлениях, которые делают одни районы популярными (предпочтительными), а другие — нет. Например, в Москве на рынке жилья привлекательными районами по экологическим мотивам являются Западный и Юго-Западный. Только за счет фактора «предпочтения» цена 1 кв. м жилых помещений здесь на 30-40% выше, чем в других районах столицы. Кроме того, у каждого субъекта (инвестора, покупателя) существуют собственные, личные предпочтения и основания, определяющие уникальную привлекательность того или иного объекта недвижимости.

К экономическим особенностям недвижимости как товара относятся: неравномерность денежных потоков, дифференциация налогообложения, многообразие комбинации вещных прав, жесткая регламентация оформления сделок, ликвидность и необходимость менеджмента.

Денежные потоки по этапам инвестиционного цикла в недвижимость отличаются противоположной направленностью и неравномерностью. На начальной стадии имеют место отрицательные потоки денежных средств на строительство или покупку объекта. В период его использования (например, сдачи в аренду) отрицательные денежные потоки трансформируются в положительные, и собственник получает уже стабильные доходы, хотя одновременно возможны и затраты на ремонт и обслуживание здания. При перепродаже объекта, которую, может быть, придется ждать почти всю жизнь, владелец обычно возвращает капитал с приращением (схема 15).

Налогообложение сделок, владения и пользования недвижимым имуществом в России дифференцируется по видам объектов и социальному статусу собственников. Применяются различные ставки налога в зависимости от качества и местоположения земель, что позволяет изымать дифференциальную ренту. Существуют льготы по налогообложению жилых помещений для социально незащищенных слоев населения (инвалидов, пенсионеров и других групп), а при однократной покупке квартир и домов — уменьшается налогооблагаемая база всем гражданам.

Недвижимость отличается большим многообразием комбинаций прав собственности и распределения доходов. Одни ее компоненты могут находиться в полной собственности, другие — в аренде, третьи — во временном пользовании, четвертые — в залоге, а пятые — в государственной собственности. По оценкам специалистов, возможно около 1500 комбинаций вещных прав на недвижимое имущество.

Ликвидность недвижимости — это возможность быстро и без потерь превратить товар в денежные средства; уровень ее обратно пропорционален времени, необходимому для продажи объекта: чем меньше времени требуется для его продажи, тем выше ликвидность. Степень ликвидности различных видов недвижимости существенно варьирует, особенно в зависимости от местоположения. Например, в пределах Садового кольца Москвы офисные помещения сдают в аренду или реализуют в течение 3-4-х дней, не считая обычного времени оформления сделки. Ликвидность квартир в районе Выхино - Текстильщики достигает в среднем 4-5 и более месяцев, а земельных участков в отдаленном Подмоскowie — 2-3-х лет.

Поскольку недвижимое имущество не перемещается в пространстве, инвестиции в него связаны с дополнительными рисками, например, ухудшением окружающей среды, изменениями предпочтений и т.д.

В отличие от других товаров недвижимость, приносящая доход, требует профессионального управления активами, начиная с поиска и оценки альтернатив, выбора наилучшего и наиболее эффективного варианта использования и его практической

реализации, вплоть до организации охраны, текущего ремонта и многих других повседневных забот. Высокий уровень менеджмента необходим, например, при инвестировании в производственные и сервисные предприятия, в гостиницы и кемпинги.

Для эффективного управления недвижимостью уже на прединвестиционной стадии требуется целый комплекс мероприятий:

- * маркетинговые исследования;
- * строительная, экологическая, правовая и экономическая экспертизы;
- * обоснование прогнозируемой цены и эксплуатационных расходов;
- * анализ аналогов недвижимости по принципу замещения и др.

Совершение сделок с недвижимым имуществом регламентируется законом, предусматривающим письменную форму и государственную регистрацию, проверку юридической чистоты объекта (доказательство прав на него), прием-передачу, оценку и другие процедуры, которые должны обеспечить интересы общества, органов местной власти и иных субъектов права.

3. Модели принятия инвестиционных решений.

Прежде чем приступать к построению любой модели, необходимо ответить на вопрос, что является результатом моделирования. Принятие внутреннего решения будет достигнуто, если, во-первых, можно определить, является ли проект жизнеспособным и финансово реализуемым, а, во-вторых, финансовую привлекательность данного проекта можно оценить (и ранжировать) по отношению к другим проектам.

Важной составной частью венчурного менеджмента является принятие инвестиционного решения. Согласно общей модели принятия решений (General Decision Model) этот процесс состоит из следующих элементов.

1. Цели и задачи, поставленные лицами, принимающими решения. Система целей охватывает, с одной стороны, целевые функции, т. е. критериальные величины, лежащие в основе принятия инвестиционных решений, с другой – включает приоритетные соотношения, показывающие относительную интенсивность достижения различных целей, а также характерные проявления целевых функций. Фиксация приоритетных соотношений необходима в следующих случаях:

- возможны альтернативные варианты действий, позволяющие в различной степени достичь поставленной цели;
- одновременно преследуются несколько целей, частично противоречащих друг другу;
- результаты достигаются в различные периоды времени;
- существует неопределенность в отношении результатов.

2. Формирование совокупности альтернативных вариантов (отдельных действий или комплексных мероприятий). Для того чтобы решение проблемы было однозначным, необходимо соблюдение следующих условий:

- альтернативы взаимно исключают друг друга;
- в каждом случае можно выбрать только один вариант принятия решения.

3. Оценка состояния внешней среды (нынешняя ситуация, положение в будущем, факторы влияния). Все взаимоисключающие друг друга состояния образуют пространство состояний. Количество состояний может варьироваться. В случае необходимости учета нескольких вариантов существует либо ситуация риска, либо ситуация неопределенности. При ситуации риска существует субъективная или объективная вероятность наступления событий внешнего характера.

4. Оценка результатов, связанных с каждой альтернативой. Они могут быть определенными (одно решение – один конкретный результат) и неопределенными (одно решение – несколько результатов).

5. Выбор ограничений на альтернативы, осуществляемый лицом, принимающим решения. К таким ограничениям относятся:

- ограничение модели одной целевой функцией;
- ограничение осуществления платежей по времени;
- игнорирование взаимосвязей с внешними факторами, другими сферами деятельности предприятия и прочими инвестиционными возможностями.

6. Определение круга лиц, принимающих решения, – инвестор, руководитель или менеджер предприятия, менеджер проекта и другие лица, в компетенции которых находится руководство инвестиционной деятельностью.

В общем виде модель представляет собой матрицу, в строках которой – инвестиционные проекты, а в столбцах – различные состояния внешней среды.

4. Алгоритм расчета показателей эффективности инвестиций.

В современных опубликованных работах используются следующие термины для названия критерия данного метода: чистый дисконтированный доход⁶; чистый приведенный доход; чистая текущая стоимость; чистая дисконтированная стоимость; общий финансовый итог от реализации проекта; текущая стоимость.

В Методических рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция) предложено официальное название данного критерия — чистый дисконтированный доход (ЧДД).

Величина чистого дисконтированного дохода (ЧДД) рассчитывается как разность дисконтированных денежных потоков доходов и расходов, производимых в процессе реализации инвестиции за прогнозный период.

Суть критерия состоит в сравнении текущей стоимости будущих денежных поступлений от реализации проекта с инвестиционными расходами, необходимыми для его реализации.

Применение метода предусматривает последовательное прохождение следующих стадий:

- 1) расчет денежного потока инвестиционного проекта;
- 2) выбор ставки дисконтирования, учитывающей доходность альтернативных вложений и риск проекта;
- 3) определение чистого дисконтированного дохода.

ЧДД или NPV для постоянной нормы дисконта и разовыми первоначальными инвестициями определяют по следующей формуле:

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^T [C_t (1+i)^{-t}],$$

где I_0 — величина первоначальных инвестиций;

C_t — денежный поток от реализации инвестиций в момент времени t ;

t — шаг расчета (год, квартал, месяц и т. д.);

i — ставка дисконтирования.

Денежные потоки должны рассчитываться в текущих или дефлированных ценах. При прогнозировании доходов по годам необходимо по возможности учитывать все виды поступлений как производственного, так и непроизводственного характера, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Так, если по окончании периода реализации проекта планируется поступление средств в виде ликвидационной стоимости оборудования или высвобождения части оборотных средств, они должны быть учтены как доходы соответствующих периодов.

В основе расчетов по данному методу лежит посылка о различной стоимости денег во времени. Процесс пересчета будущей стоимости денежного потока в текущую называется дисконтированием (от англ. *discont* — уменьшать).

Ставка, по которой происходит дисконтирование, называется ставкой дисконтирования (дисконта), а множитель $F = 1/(1 + i)^t$ — фактором дисконтирования.

Если проект предполагает не разовую инвестицию, а последовательное инвестирование финансовых ресурсов в течение ряда лет, то формула для расчета NPV модифицируется следующим образом:

$$NPV = \sum_{t=1}^{T_1} [I_t (1+i)]^{-t} + \sum_{t=T_1}^T [C_t (1+i)]^{-t},$$

где I_t — денежный поток первоначальных инвестиций;

C_t — денежный поток от реализации инвестиций в момент времени t ;

t — шаг расчета (год, квартал, месяц и т. д.);

i — ставка дисконтирования.

Условия принятия инвестиционного решения на основе данного критерия сводятся к следующему:

- если $NPV > 0$, то проект следует принять;
- если $NPV < 0$, то проект принимать не следует;
- если $NPV = 0$, то принятие проекта не принесет ни прибыли, ни убытка.

В основе данного метода заложено следование основной целевой установке, определяемой инвестором, — максимизации его конечного состояния или повышению ценности фирмы. Следование данной целевой установке является одним из условий сравнительной оценки инвестиций на основе данного критерия.

Отрицательное значение чистой текущей стоимости свидетельствует о нецелесообразности принятия решений о финансировании и реализации проекта, поскольку если $NPV < 0$, то в случае принятия проекта ценность компании уменьшится, то есть владельцы компании понесут убыток и основная целевая установка не выполнится.

Положительное значение чистой текущей стоимости свидетельствует о целесообразности принятия решений о финансировании и реализации проекта, а при сравнении вариантов вложений предпочтительным считается вариант с наибольшей величиной NPV, поскольку если $NPV > 0$, то в случае принятия проекта ценность компании, а следовательно, и благосостояние ее владельцев увеличатся. Если $NPV = 0$, то проект следует принять при условии, что его реализация усилит поток доходов от ранее осуществленных проектов вложения капитала. Например, расширение земельного участка для автостоянки у гостиницы усилит поток доходов от недвижимости.

Реализация данного метода предполагает ряд допущений, которые необходимо проверять на степень их соответствия реальной действительности и на то, к каким результатам ведут возможные отклонения.

К таким допущениям можно отнести:

- существование только одной целевой функции — стоимости капитала;
- заданный срок реализации проекта;
- надежность данных;
- принадлежность платежей определенным моментам времени;
- существование совершенного рынка капитала.

При принятии решений в инвестиционной сфере часто приходится иметь дело не с одной целью, а с несколькими целевыми установками. В случае использования метода определения стоимости капитала эти цели следует учитывать при нахождении решения вне процесса расчета стоимости капитала. При этом могут быть также проанализированы методы принятия многоцелевых решений.

Срок эксплуатации необходимо установить при анализе эффективности до начала применения метода чистого дисконтированного дохода. С этой целью могут быть проанализированы методы определения оптимального срока эксплуатации, если только он не установлен заранее по причинам технического или правового характера.

В действительности при принятии инвестиционных решений не существует надежных данных. Поэтому наряду с предлагаемым методом расчета величин стоимости капитала на основе спрогнозированных данных необходимо провести анализ степени

неопределенности, по крайней мере — для наиболее важных объектов инвестирования. Этой цели служат методы инвестирования в условиях неопределенности.

При формировании и анализе метода исходят из того, что все платежи могут быть отнесены к определенным моментам времени. Временной промежуток между платежами обычно равен одному году. В действительности платежи могут производиться и с меньшими интервалами. В этом случае следует обратить внимание на соответствие шага расчетного периода (шага расчета) условию предоставления кредита. Для корректного применения данного метода необходимо, чтобы шаг расчета был равным или кратным сроку начисления процентов за кредит.

Проблематично также допущение о совершенном рынке капитала, на котором финансовые средства могут быть в любой момент времени и в неограниченном количестве привлечены или вложены по единой расчетной процентной ставке. В реальности такого рынка не существует, и процентные ставки при инвестировании и заимствовании финансовых средств, как правило, отличаются друг от друга. Вследствие этого возникает проблема определения подходящей процентной ставки. Это особенно важно, так как она оказывает значительное влияние на величину стоимости капитала.

При расчете NPV могут использоваться различные по годам ставки дисконтирования. В данном случае необходимо к каждому денежному потоку применять индивидуальные коэффициенты дисконтирования, которые будут соответствовать данному шагу расчета. Кроме того, возможна ситуация, что проект, приемлемый при постоянной дисконтной ставке, может стать неприемлемым при переменной.

Показатель чистого дисконтированного дохода учитывает стоимость денег во времени, имеет четкие критерии принятия решения и позволяет выбирать проекты для целей максимизации стоимости компании. Кроме того, данный показатель является абсолютным и обладает свойством аддитивности, что позволяет складывать значения показателя по различным проектам и использовать суммарный показатель по проектам в целях оптимизации инвестиционного портфеля, то есть справедливо следующее равенство:

$$NPV_A + NPV_B = NPV_{MB}.$$

При всех его достоинствах метод имеет и существенные недостатки. В связи с трудностью и неоднозначностью прогнозирования и формирования денежного потока от инвестиций, а также с проблемой выбора ставки дисконта может возникнуть опасность недооценки риска проекта.

Индекс рентабельности (прибыльности, доходности) рассчитывается как отношение чистой текущей стоимости денежного притока к чистой текущей стоимости денежного оттока (включая первоначальные инвестиции):

$$\sum_k \frac{P_k}{(1+r)^k} / I_0 = PI$$

или

$$\frac{\sum_{t=1}^T [C_t \times (1+i)^{-t}]}{I_0} = PI,$$

где I_0 — инвестиции предприятия в момент времени 0;
 i — ставка дисконтирования.

Индекс рентабельности — относительный показатель эффективности инвестиционного проекта и характеризует уровень доходов на единицу затрат, то есть эффективность вложений — чем больше значение этого показателя, тем выше отдача денежной единицы, инвестированной в данный проект. Данному показателю следует отдавать предпочтение при комплектовании портфеля инвестиций с целью максимизации суммарного значения NPV.

Условия принятия проекта по данному инвестиционному критерию следующие:

- если $PI > 1$, то проект следует принять;
- если $PI < 1$, то проект следует отвергнуть;
- если $PI = 1$, проект ни прибыльный, ни убыточный. Несложно заметить, что при оценке проектов, предусматривающих одинаковый объем первоначальных инвестиций, критерий PI полностью согласован с критерием NPV .

Таким образом, критерий PI имеет преимущество при выборе одного проекта из ряда имеющих примерно одинаковые значения NPV , но разные объемы требуемых инвестиций. В данном случае выгоднее тот из них, который обеспечивает большую эффективность вложений. В связи с этим данный показатель позволяет ранжировать проекты при ограниченных инвестиционных ресурсах.

К недостаткам метода можно отнести его неоднозначность при дисконтировании отдельно денежных притоков и оттоков.

Под внутренней нормой рентабельности, или внутренней нормой прибыли, инвестиций (IRR) понимают значение ставки дисконтирования, при котором NPV проекта равен нулю:

$$IRR = i, \text{ при котором } NPV = f(i) = 0.$$

Смысл расчета этого коэффициента при анализе эффективности планируемых инвестиций заключается в следующем: IRR показывает максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть ассоциированы с данным проектом. Например, если проект полностью финансируется за счет ссуды коммерческого банка, то значение IRR показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которой делает проект убыточным.

На практике любое предприятие финансирует свою деятельность из различных источников. В качестве платы за пользование авансированными в деятельность предприятия финансовыми ресурсами оно уплачивает проценты, дивиденды, вознаграждения и т.п., то есть несет некоторые обоснованные расходы на поддержание своего экономического потенциала. Показатель, характеризующий относительный уровень этих доходов, можно назвать ценой авансированного капитала ($capital\ cost$, CC). Этот показатель отражает сложившийся на предприятии минимум возврата на вложенный в его деятельность капитал, его рентабельность и рассчитывается по формуле средней арифметической взвешенной.

Экономический смысл этого показателя заключается в следующем: предприятие может принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя CC (цены источника средств для данного проекта). Именно с ним сравнивается показатель IRR , рассчитанный для конкретного проекта, при этом связь между ними такова:

- если $IRR > CC$, то проект следует принять;
- если $IRR < CC$, то проект следует отвергнуть;
- 0 если $IRR = CC$, то проект ни прибыльный, ни убыточный.

Еще один вариант интерпретации состоит в трактовке внутренней нормы прибыли как возможной нормы дисконта, при которой проект еще выгоден по критерию NPV . Решение принимается на основе сравнения IRR с нормативной рентабельностью; при этом, чем выше значения внутренней нормы рентабельности и больше разница между ее значением и выбранной ставкой дисконта, тем больший запас прочности имеет проект. Данный критерий является основным ориентиром при принятии инвестиционного решения инвестором, что вовсе не умаляет роли других критериев. Для расчета IRR с помощью таблиц дисконтирования выбираются два значения коэффициента дисконтирования $r_1 < r_2$ таким образом, чтобы в интервале $(r_1, \dots, r_2)$ функция $NPV = f(r)$ меняла свое значение с «+» на «-» или с «-» на «+». Далее применяют формулу:

$$IRR = r_1 + \frac{f(r_1)}{f(r_1) - f(r_2)} \times (r_2 - r_1),$$

где r_1 — значение коэффициента дисконтирования, при котором $f(i_1) > 0$ ($f(i_1) < 0$);
 r_2 — значение коэффициента дисконтирования, при котором $f(i_1) < 0$ ($f(i_1) > 0$).

Точность вычислений обратно пропорциональна длине интервала ($i_1, \dots, i_2$), а наилучшая аппроксимация достигается в случае, когда i_1 и i_2 — ближайшие друг к другу значения коэффициента дисконтирования, удовлетворяющие условиям.

Точный расчет величины IRR возможен только при помощи компьютера.

Соответствующее допущение метода определения внутренней ставки (вложение по внутренней процентной ставке), как правило, не представляется целесообразным. Поэтому метод определения внутренней нормы рентабельности без учета конкретных резервных инвестиций или другой модификации условий не следует применять для оценки абсолютной выгодности, если имеют место комплексные инвестиции и тем самым происходит процесс реинвестирования. При этом типе инвестиций возникает также проблема существования нескольких положительных или отрицательных внутренних процентных ставок, что может привести к сложности интерпретации результатов, полученных методом определения внутренней нормы рентабельности.

Метод определения внутренней нормы рентабельности для оценки относительной выгодности не следует применять, как отмечено выше, путем сравнения внутренних процентных ставок отдельных объектов. Вместо этого необходимо проанализировать инвестиции для определения разницы. Если речь идет об изолированно осуществляемых инвестициях, то можно сравнить внутреннюю процентную ставку с расчетной, чтобы сделать возможным сравнение выгодности. Если инвестиции для сравнения выгодности имеют комплексный характер, то применение метода определения рентабельности является нецелесообразным.

Преимуществом метода внутренней нормы рентабельности по отношению к методу чистого дисконтированного дохода является возможность его интерпретирования. Он характеризует начисление процентов на затраченный капитал (рентабельность затраченного капитала).

Кроме этого, внутреннюю процентную ставку можно рассматривать в качестве критической процентной ставки для определения абсолютной выгодности инвестиционной альтернативы в случае, если применяется метод чистой текущей стоимости и не действует допущение о «надежных данных».

Таким образом, оценка инвестиций с помощью данного метода основана на определении максимальной величины ставки дисконтирования, при которой проекты останутся безубыточными.

Критерии NPV, IRR и PI, наиболее часто применяемые в инвестиционном анализе, являются фактически разными версиями одной и той же концепции, и поэтому их результаты связаны друг с другом. Таким образом, можно ожидать выполнения следующих математических соотношений для одного проекта:

- если $NPV > 0$, то $IRR > CC(r)$; $PI > 1$;
- если $NPV < 0$, то $IRR < CC(r)$; $PI < 1$;
- если $NPV = 0$, то $IRR = CC(r)$; $PI = 1$.

Существуют методики, которые корректируют метод IRR для применения в той или иной нестандартной ситуации. К одной из таких методик можно отнести метод модифицированной внутренней нормы рентабельности (MIRR).

Модифицированная ставка доходности (MIRR) позволяет устранить существенный недостаток внутренней нормы рентабельности проекта, который возникает в случае неоднократного оттока денежных средств. Примером такого неоднократного оттока является приобретение в рассрочку или строительство объекта недвижимости, осуществляемое в течение нескольких лет. Основное отличие данного метода в том, что реинвестирование производится по безрисковой ставке, величина которой определяется на основе анализа финансового рынка.

В российской практике это может быть доходность срочного валютного вклада, предлагаемого Сбербанком России. В каждом конкретном случае аналитик определяет величину безрисковой ставки индивидуально, но, как правило, ее уровень относительно невысок.

Таким образом, дисконтирование затрат по безрисковой ставке дает возможность рассчитать их суммарную текущую стоимость, величина которой позволяет более объективно оценить уровень доходности инвестиций, и является более корректным методом в случае принятия инвестиционных решений с нерелевантными (неординарными) денежными потоками.

Дисконтированный срок окупаемости инвестиции (Discounted Payback Period, DPP) устраняет недостаток статического метода срока окупаемости инвестиций и учитывает стоимость денег во времени, а соответствующая формула для расчета дисконтированного срока окупаемости, DPP, имеет вид:

$$DPP = \min n, \text{ при котором } \sum P_k \frac{1}{(1+r)^k} \geq I_0.$$

Очевидно, что в случае дисконтирования срок окупаемости увеличивается, то есть всегда $DPP > PP$.

Простейшие расчеты показывают, что такой прием в условиях низкой ставки дисконтирования, характерной для стабильной западной экономики, улучшает результат на неощутимую величину, но для значительно большей ставки дисконтирования, характерной для российской экономики, это дает значительное изменение расчетной величины срока окупаемости. Иными словами, проект, приемлемый по критерию PP, может оказаться неприемлемым по критерию DPP.

При использовании критериев PP и DPP в оценке инвестиционных проектов решения могут приниматься исходя из следующих условий:

- а) проект принимается, если окупаемость имеет место;
- б) проект принимается только в том случае, если срок окупаемости не превышает установленного для конкретной компании предельного срока.

В общем случае определение периода окупаемости носит вспомогательный характер относительно чистой текущей стоимости проекта или внутренней нормы рентабельности. Кроме того, недостаток такого показателя, как срок окупаемости, заключается в том, что он не учитывает последующих притоков денежных средств, а потому может служить неверным критерием привлекательности проекта.

Еще один существенный недостаток критерия «срок окупаемости» в том, что, в отличие от показателя NPV, он не обладает свойством аддитивности. В связи с этим при рассмотрении комбинации проектов с данным показателем необходимо обращаться осторожно, учитывая это его свойство.

Однако критерий «срок окупаемости» безразличен к величине первоначальных инвестиций и не учитывает абсолютного объема вложений. Таким образом, данный показатель может быть использован только для анализа инвестиций со сравнимым объемом первоначальных вложений.

В некоторых случаях применение критерия «срок окупаемости» может иметь решающее значение для целей принятия решений по инвестированию. В частности, так может случиться, если инвестиции сопряжены с высоким риском, и тогда чем короче срок окупаемости, тем такой проект предпочтительнее. Кроме того, руководство компании может иметь некий лимит по срокам окупаемости, и связано это прежде всего с проблемой ликвидности, поскольку главная задача компании — чтобы инвестиции окупались как можно скорее. Таким образом, критерии PP и DPP позволяют судить о ликвидности и рискованности проекта следующим образом: чем короче срок окупаемости, тем менее рискован проект; более ликвиден тот проект, у которого меньше срок окупаемости. Данные критерии целесообразно применять, когда компания заинтересована в увеличении ликвидности, а также в отраслях, инвестиции в которые связаны с высоким

уровнем риска (например, в отраслях с быстрой сменой технологий: компьютерные системы, мобильная связь и т.д.).

1.6 Лекция № 6 (4 часа)

Тема: «Подготовка информации, необходимой для оценки»

1.6.1 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.

1.6.2 Краткое содержание вопросов

1. Система информации в оценке бизнеса

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 финансовых показателей в процессе оценки

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.

1.7 Лекция № 7(2 часа)

Тема: «Доходный и затратный подходы к оценке бизнеса»

1.7.1 Вопросы лекции:

1. Экономическое содержание метода капитализации прибыли.
2. Расчет ставки капитализации. Кумулятивный подход (этапы расчета стоимости собственного капитала).
3. Сущность метода дисконтированных денежных потоков.
4. Основные этапы оценки предприятия методом дисконтированных денежных потоков.
5. Этапы проведения затратного подхода
6. Метод стоимости чистых активов
7. Метод ликвидационной стоимости

1.7.2 Краткое содержание вопросов

1 Экономическое содержание метода капитализации доходов

Доходный подход при оценке объектов недвижимости включает в себя два метода:

- метод капитализации доходов;
- метод дисконтированных денежных потоков.

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

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

Целесообразно выделить основные этапы процедуры оценки методом капитализации:

1. Оценивается потенциальный валовый доход. Делается это на основе анализа текущих ставок и тарифов, существующих на рынке недвижимости для сравнимых объектов. Потенциальный валовый доход (ПВД) — доход, который можно получить от недвижимости при 100 % использовании без учета всех потерь и расходов. ПВД зависит от площади оцениваемого объекта и принятой арендной ставки.

$$\text{ПВД} = S * C_a, \text{ где}$$

S — площадь в кв. м., сдаваемая в аренду;

C_a — арендная ставка за 1 кв. м.

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

2. Оцениваются предполагаемые потери от недоиспользования объекта недвижимости и потери при сборе платежей. Уменьшение ПВД на величину потерь дает величину действительного валового дохода (ДВД), который определяется по формуле
$$\text{ДВД} = \text{ПВД} - \text{потери}.$$

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

Операционные расходы принято делить на:

- условно-постоянные расходы;
- условно-переменные или эксплуатационные расходы;
- расходы на замещение или резервы.

К условно-постоянным относятся расходы, размер которых не зависит от степени эксплуатационной загруженности объекта и уровня предоставляемых услуг (например, страховые платежи).

К условно-переменным относятся расходы, размер которых зависит от степени эксплуатационной загруженности объекта и уровня предоставляемых услуг.

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

К расходам на замещение относятся расходы на периодическую замену быстроизнашивающихся компонентов улучшений (обычно к таким компонентам относят кровлю, покрытие пола, санитарно-техническое оборудование, электроарматуру).

В расчете подразумевается, что деньги на это резервируются, хотя большинство владельцев недвижимости, в действительности, этого не делает. Если владелец планирует замену изнашивающихся улучшений в течение срока владения, то указанные отчисления необходимо учитывать при расчете стоимости недвижимости рассматриваемым методом.

4. Определяется прогнозируемый чистый операционный доход посредством уменьшения ДВД на величину операционных расходов. Таким образом, ЧОД = ДВД - Операционные расходы (за исключением амортизационных отчислений).

5. Рассчитывается коэффициент капитализации.

2. Расчет ставки капитализации. Кумулятивный метод.

Существует несколько методов определения ставки капитализации:

5.1. Метод кумулятивного построения.

5.2. Метод определения коэффициента капитализации с учетом возмещения капитальных затрат.

5.3. Метод связанных инвестиций или техника инвестиционной группы.

5.4. Метод прямой капитализации.

Метод кумулятивного построения

Коэффициент капитализации в оценке недвижимости состоит из двух элементов:

- ставки дохода на инвестиции (ставки дохода на капитал). Это компенсация, которая должна быть выплачена инвестору за ценность денег с учетом фактора времени, риска и других факторов, связанных с конкретными инвестициями.

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

Ставка дохода на капитал строится на базе:

1. безрисковой ставки дохода;
2. премии за риск;
3. премии за низкую ликвидность недвижимости;
4. премии за инвестиционный менеджмент.

Безрисковая ставка дохода. Она используется в качестве базовой, к которой добавляются остальные, ранее перечисленные, составляющие. Для определения безрисковой ставки можно пользоваться как среднеевропейскими показателями по безрисковым операциям, так и российскими.

В случае использования среднеевропейских показателей к безрисковой ставке прибавляется премия за риск инвестирования в данную страну, так называемый страновой риск.

Российские показатели берутся исходя из ставки дохода на государственные облигации или, что является предпочтительнее, ставок по валютным депозитам (сравнимой длительности и размеров суммы) банков высшей категории надежности. Безрисковая ставка определяет минимальную компенсацию за инвестирование в данный объект.

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

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

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

3. Сущность метода дисконтированных денежных потоков.

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

Стоимость недвижимого имущества = Текущая стоимость периодического потока дохода + Текущая стоимость реверсии

Пример. Инвестор приобретает недвижимость и сдает ее в аренду на 10 лет с получением следующих сумм арендной платы, выплачиваемых авансом. Ставка дисконта 11%.

Год	Годовая арендная плата, долл.	Текущая стоимость единицы при 11%	Текущая стоимость, долл.
0	60.000		60.000
1	62.000	0,900901	55855,86
2	64.000	0,811622	51943,81
3	66.000	0,731191	48258,61
4	68.000	0,658731	44793,71
5	70.000	0,593451	41541,57
6	72.000	0,534641	38494,15
7	74.000	0,481658	35642,69
8	76.000	0,433926	32978,38
9	78.000	0,390925	30492,15
Итого: текущая стоимость арендных платежей 440.000,93			
Стоимость 600.000. Текущая стоимость реверсии:			

10	600.000	0,352184	211310,40
Итого: текущая стоимость недвижимости			651311,33

4. Основные этапы оценки МДП

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

1. Составляется прогноз потока будущих доходов в период владения объектом недвижимости.
2. Рассчитывается стоимость оцениваемого объекта недвижимости на конец периода владения, т.е. стоимость предполагаемой продажи (реверсии), даже если в действительности продажа не планируется.
3. Выводится ставка дисконта для оцениваемой недвижимости на существующем рынке.
4. Производится приведение будущей стоимости доходов в период владения и прогнозируемой стоимости реверсии к текущей стоимости.

5. Этапы применения затратного подхода

Этот подход включает несколько этапов:

1. Определяется стоимость земельного участка, на котором находятся здания, сооружения.
2. Оценивается восстановительная или замещающая стоимость здания и сооружения на действительную дату оценки.

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

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

Рассчитывается ли стоимость воспроизводства или замещения должно быть отражено в отчете, причем выбор должен быть ясно обоснован для предупреждения неправильного понимания.

Определение полной стоимости строительства включает расчет:

- прямых издержек (стоимости материалов, амортизационных отчислений, стоимости временных зданий, сооружений, инженерных сетей, коммунальных услуг, заработной платы строительных рабочих, стоимости мероприятий по технике безопасности и т. п.);
- косвенных издержек (затрат на оплату профессиональных услуг архитекторов, инженеров по проектированию, бухгалтеров и юристов за консультирование, накладных расходов застройщиков, оплату лицензий, процентов по строительным ссудам, маркетинговых расходов на продажу или на перепродажу собственности, рекламных выплат в течение строительства, расходов на изменение права собственности. Использование издержек замещения вместо издержек воспроизводства в процессе оценки позволяет удалить некоторые «устаревшие» элементы;
- предпринимательского дохода.

Предпринимательский доход представляет собой сумму, которую инвестор планирует получить сверх затрат на осуществление проекта с учетом риска и доходности

по сопоставимым объектам. С учетом мировой практики расчета предпринимательский доход определяется в 15% от затрат на строительство.

Стоимость строительства	+	Предпринимательский доход	=	Полная стоимость строительства
-------------------------	---	---------------------------	---	--------------------------------

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

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

Функциональное устаревание — потеря стоимости собственности, связанная с невозможностью выполнять те функции, для которых она предназначалась. Функциональное устаревание является результатом внутренних свойств объекта собственности, и связано с такими факторами как конструкционные недостатки, избыточные операционные издержки и проявляется в устаревшей архитектуре здания, удобствах планировки, инженерном обеспечении и т. д. Иначе говоря, объект перестает соответствовать современным стандартам с точки зрения его функциональной полезности.

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

Экономическое устаревание — характеризуется потерей стоимости актива, вызванной внешними факторами, например, изменениями, понизившими спрос, или возросшей конкуренцией.

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

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

6. Метод стоимости чистых активов

Метод скорректированной балансовой стоимости, или метод чистых активов предприятия, предполагает анализ и корректировку всех статей баланса предприятия, суммирование стоимости активов и вычитание из полученной суммы скорректированных статей пассива баланса в части долгосрочной и текущей задолженностей.

Корректировка статей баланса в целях оценки стоимости предприятия заключается как в нормализации бухгалтерской отчетности (в том числе и статей баланса), так и в пересчете статей актива и пассива баланса в текущие цены.

Пересчет статей актива баланса предприятия в текущие цены состоит:

- в определении остаточной восстановительной стоимости основных средств и нематериальных активов;
- в определении фактической текущей стоимости незавершенного производства;
- в анализе и оценке долгосрочных финансовых вложений;
- в анализе и оценке по текущим ценам запасов и затрат;
- в анализе и определении текущей стоимости имеющихся у предприятия задолженностей.

После такой корректировки статей баланса, можно рассчитать чистую стоимость активов предприятия по следующему алгоритму:

1. Суммируются статьи баланса предприятия:

- остаточная стоимость нематериальных активов;
- остаточная стоимость основных средств;
- оборудование к установке;
- незавершенные капитальные вложения;
- долгосрочные финансовые вложения;
- прочие необоротные активы;
- производственные запасы;
- животные на выращивании и откорме;
- остаточная стоимость малоценных и быстроизнашивающихся предметов;
- незавершенное производство;
- расходы будущих периодов;
- готовая продукция;
- товары;
- прочие запасы и затраты;
- товары отгруженные;
- расчеты с дебиторами;
- авансы, выданные поставщикам и подрядчикам;
- краткосрочные финансовые вложения;
- денежные средства;
- прочие оборотные активы.

2. Суммируются обязательства (задолженности) предприятия по следующим статьям пассива баланса:

- целевое финансирование и поступления;
- арендные обязательства;
- долгосрочные кредиты банков;
- долгосрочные займы;
- краткосрочные кредиты банков;
- кредиты банков для работников;
- краткосрочные займы;
- расчеты с кредиторами;
- авансы, полученные от покупателей и заказчиков;
- расчеты с учредителями;
- резервы предстоящих расходов и платежей;
- прочие краткосрочные пассивы.

3. Из суммы активов вычитается сумма пассивов.

4. К полученной разности прибавляется рыночная стоимость земли, и получается сумма чистых активов предприятия.

Следует отметить, что величина стоимости, полученная с использованием данного метода расчета, характеризует низший уровень стоимости оцениваемого предприятия.

Метод чистых активов, или метод скорректированной балансовой стоимости как метод оценки предприятия соответствует общепринятым принципам бухгалтерского учета (GAAP), рекомендован к использованию российскими государственными органами (Приказ Министерства финансов Российской Федерации №10н, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг №03-6/пз от 29 января 2003 года "Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ") и широко используется в тех случаях, когда речь идет о сделках с государственной и муниципальной собственностью.

7. Метод ликвидационной стоимости

Метод ликвидационной стоимости при оценке бизнеса предприятия применяется, когда предприятие находится в ситуации банкротства или ликвидации, либо есть серьезные сомнения в способности предприятия оставаться действующим и продолжать свой бизнес.

Ликвидационная стоимость представляет собой чистую денежную сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и закрытии его бизнеса, раздельной распродаже активов и после расчетов со всеми кредиторами.

Различают три вида ликвидационной стоимости:

1. Упорядоченную, когда распродажа активов ликвидируемого предприятия осуществляется в течение разумного периода времени, с тем чтобы можно было получить максимально возможные цены продажи активов.
2. Принудительную, когда активы предприятия распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.
3. Стоимость прекращения существования активов предприятия, когда активы предприятия не продаются, а списываются и уничтожаются. Стоимость предприятия в этом случае представляет собой отрицательную величину, так как в этом случае требуются определенные затраты на уничтожение материальных активов.

Последовательность работ по расчету упорядоченной ликвидационной стоимости предприятия, т. е. стоимости, которую можно получить при упорядоченной ликвидации бизнеса предприятия, состоит в следующем:

1. Разработка календарного графика ликвидации активов предприятия.
2. Расчет текущей стоимости активов с учетом затрат на их ликвидацию.
3. Корректировка текущей стоимости активов.
4. Определение величины обязательств предприятия.
5. Вычитание из текущей (скорректированной) стоимости активов величины обязательств предприятия.

Разработка календарного графика ликвидации активов предприятия осуществляется с целью максимизировать, на- сколько это возможно, выручку от продажи активов для погашения имеющейся за предприятием задолженности.

Как правило, предполагается, что бизнес предприятия прекращается и осуществляется лишь процесс ликвидации предприятия. Ликвидация крупного предприятия занимает около двух лет.

Расчет текущей стоимости активов осуществляется с помощью метода накопления активов, с использованием данных баланса предприятия на дату оценки (либо на последнюю отчетную дату). Проверка и корректировка счетов баланса производятся одновременно с проведением инвентаризации имущества предприятия на дату оценки. Инвентаризация имущества предприятия осуществляется в соответствии с методическими указаниями по инвентаризации имущества и финансовых обязательств. Одновременно с инвентаризацией имущества предприятия рассчитываются рыночная стоимость земельного участка, на котором оно расположено и текущая стоимость остальных активов.

Корректировка текущей стоимости активов. При расчете ликвидационной стоимости предприятия необходимо учесть и вычесть из стоимости активов затраты, связанные с их ликвидацией. Это административные издержки по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации, комиссионные выплаты, необходимые налоги и сборы, выходные пособия и выплаты, расходы на перевозку проданных активов и пр. Вырученная от продажи активов денежная сумма, очищенная от сопутствующих затрат, дисконтируется на дату оценки по повышенной ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск и срок поступления денег.

После корректировки статей актива баланса, необходимо осуществить корректировку пассива баланса в части долгосрочной и текущей задолженности. Особое внимание при этом необходимо уделить расчетам по привилегированным акциям, налоговым платежам, а также по так называемым условным обязательствам, которые часто возникают в результате текущих или потенциально возможных судебных разбирательств. Возможно, что в ходе анализа кредиторской задолженности можно будет провести переговоры по изменению условий возврата долгов предприятия.

После определения всех затрат, связанных с ликвидацией предприятия, скорректированная стоимость всех активов баланса уменьшается на сумму затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также на величину всех обязательств предприятия. Таким образом, получается величина ликвидационной стоимости предприятия.

1.8 Лекция № 8 (4 часа)

Тема: «Сравнительный (рыночный) подход»

1.8.1 Вопросы лекции:

1. Сущность сравнительного подхода к оценке бизнеса.
2. Этапы оценки предприятия методом компании-аналога.
3. Преимущества и недостатки метода отраслевых коэффициентов.
4. Метод валового рентного мультипликатора.
5. Метод главных компонент.

1.8.2 Краткое содержание вопросов

1. Сущность сравнительного подхода

Сравнительный (рыночный) подход представлен:

- методом сравнения продаж;
- методом валового рентного мультипликатора.

Метод сравнения продаж. Данный метод основан на сопоставлении и анализе информации о продаже аналогичных объектов недвижимости, как правило, за последние 3—6 месяцев. основополагающим принципом метода сравнительных продаж является принцип замещения, гласящий, что при наличии на рынке нескольких объектов рациональный инвестор не заплатит за данный объект больше стоимости недвижимости аналогичной полезности.

Под полезностью понимается совокупность характеристик объекта, определяющих назначение, возможность и способы его использования, а также размеры и сроки получаемого в результате такого использования дохода. Данный метод является объективным лишь в случае наличия достаточного количества сопоставимой и достоверной информации по недавно прошедшим сделкам.

Этот метод требует базы данных по совершенным сделкам, включающей информацию об условиях и ценах сделок, продавцах и покупателях. Оценщик должен выяснить, не действовал ли покупатель или продавец в условиях финансового давления, являются ли обе стороны сделки независимыми, обладали ли они типичной для данного рынка информацией, действовали ли экономически рационально, было ли финансирование типичным для рынка. Для выявления анализа сделок произведенных с объектами, сопоставимыми с оцениваемым, необходимо выявить сегмент рынка, для которого эти объекты типичны.

Сегментирование рынка — процесс разбиения рынка на сегменты (сектора) схожие по следующим параметрам:

- назначение использования объекта;
- качество объекта;
- передаваемые юридические права и ограничения;
- инвестиционная мотивация;
- пути финансирования и т. д.

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

- Характерный для данного сегмента срок экспозиции. Если объект был продан за меньший для стандартного срока экспозиции период, это скорее всего свидетельствует о том, что цена была занижена. Напротив, если объект находился на рынке дольше стандартного срока экспозиции, то цена, по всей видимости, была завышена. И в том и в другом случаях сделка не является типичной для данного сегмента рынка и не может рассматриваться в качестве сравнимой.

- Независимость субъектов сделки. Если покупатель и продавец являются представителями холдинга и дочерней компании, то маловероятно заключение сделки между ними по рыночной цене. То же самое относится к сделкам с объектами, отягощенными залогом.

- Инвестиционная мотивация. Она должна быть одинаковой при осуществлении сделок с оцениваемым объектом и объектами-аналогами.

2. Этапы проведения метода компании-аналога

Включает несколько этапов:

1. Выбор объектов недвижимости-аналогов. Для более объективной оценки необходим анализ не менее 3—5 сопоставимых продаж. Оценка поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости. Сравнение и сопоставление оцениваемого объекта с объектами-аналогами производится по двум компонентам:

- по единицам сравнения;
- по элементам сравнения.

Применяются следующие единицы сравнения:

- цена за 1 га — для больших массивов сельскохозяйственного назначения, промышленного и жилищного строительства;
- цена за 1 кв. м. — в деловых центрах городов, для офисов;
- цена за 1 лот — стандартные по форме и размеру участки в районах жилой, дачной застройки;
- цена за фронтальный метр — при коммерческом использовании в городах (общая площадь объекта считается пропорциональной длине его границы по какой-либо улице или шоссе);
- цена за единицу плотности — коэффициент отношения площади застройки и площади земельного участка;
- цена за единицу, приносящую доход — в спортивных комплексах, ресторанах, театрах это одно посадочное место, а в гаражах и автостоянках — место парковки одного автомобиля.

Элементами сравнения для объектов недвижимости являются:

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

2. Оценка поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости.

Поправками называются корректировки, которые вводятся в цену продажи объекта-аналога при приведении его ценообразующих характеристик к характеристикам оцениваемого объекта. Необходимо учитывать, что:

- поправкам не поддаются сегментообразующие характеристики, например, назначение использования объекта.

- не всегда можно рассчитать поправки на условия финансирования, на условия продаж. По возможности лучше не рассматривать аналоги, отличающиеся от оцениваемого объекта по этим характеристикам. При отсутствии такой возможности поправки на эти характеристики необходимо вносить в первую очередь.

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

В зависимости от отношения к цене единицы сравнения поправки делятся на:

- процентные;
- денежные:
- денежные относительные;
- денежные абсолютные.

Процентные поправки вносятся путем умножения стоимости аналога или его единицы сравнения на величину процентной поправки. Приведенная стоимость аналога с учетом процентной поправки выглядит следующим образом:

$$V = (C_{ед} \cdot K_{ед}) \cdot П_{пр} = (C_{ед} \cdot П_{пр}) \cdot K_{ед}, \text{ где}$$

V — стоимость оцениваемого объекта;

$(C_{ед} \cdot K_{ед})$ — цена продажи аналога до учета поправки;

$П_{пр}$ — величина процентной поправки;

$C_{ед}$ — цена продажи единицы сравнения;

$K_{ед}$ — количество единиц сравнения.

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

Денежные поправки. Относительная денежная поправка изменяет цену лишь одной единицы сравнения. Стоимость оцениваемого объекта с учетом относительной денежной поправки рассчитывается следующим образом:

$$V = (C_{ед} \cdot K_{ед}) + (П_{од} \cdot K_{ед}) = (C_{ед} + П_{од}) \cdot K_{ед}, \text{ где}$$

$П_{од}$ — величина относительной денежной поправки, остальные обозначения идентичны обозначениям предыдущей формулы.

Относительную денежную поправку удобнее относить к цене единицы сравнения, поэтому общая величина для всего объекта зависит от количества единиц сравнения.

Абсолютная денежная поправка относится к цене аналога в целом и ее величина не зависит от количества единиц сравнения. К абсолютным денежным поправкам относятся поправки на дополнительные улучшения, например, наличие автостоянки. Поэтому стоимость оцениваемого объекта с учетом абсолютной денежной поправки выглядит следующим образом:

$$V = (C_{ед} \cdot K_{ед}) + П_{ад}, \text{ где}$$

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

3. Преимущества и недостатки метода отраслевых коэффициентов

Метод отраслевых коэффициентов сравнительного подхода оценки бизнеса применяется для ориентировочных оценок стоимости предприятия. Он основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными

финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. В результате обобщения были разработаны достаточно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия. Опыт западных оценочных фирм свидетельствует:

- бухгалтерские фирмы и рекламные агентства продаются соответственно за 0,5 и 0,7 годовой выручки;
- рестораны и туристические агентства – соответственно за 0,25 – 0,5 и 0,04 – 0,1 валовой выручки;
- автозаправочные станции – за 1,2-2,0 месячной выручки;
- предприятия розничной торговли – за 0,75-1,5 от величины чистого годового дохода, увеличенной на стоимость оборудования и запасов, которыми располагает оцениваемое предприятие;
- машиностроительные предприятия – за 1,05-2,5 суммы чистого дохода и запасов.

4. Метод валового рентного мультипликатора

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

Этот метод осуществляется в три этапа:

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

$$V = D_p \cdot ВРМ = D_p \frac{C_{анал}}{ПВД_{анал}}, \text{ где}$$

V — вероятная цена продажи оцениваемого объекта;

D_p — рентный доход оцениваемого объекта;

$ВРМ$ — валовый рентный мультипликатор;

$C_{анал}$ — цена продажи аналога;

$ПВД_{анал}$ — потенциальный валовый доход аналога.

Пример. Необходимо оценить объект недвижимости с ПВД в 15.000. В банке данных имеются следующие сведения о недавно проданных аналогах (см. табл. ниже):

Анал	Цена продажи $C_{анал}$	ПВД	$ВРМ$
А	80.000	16.000	5
В	95.000	17.500	5,43
С	65.000	13.500	4,8

$$ВРМ \text{ (усредненный по аналогам)} = (5 + 5,43 + 4,8) : 3 = 5$$

$$V = 15.000 * 5 = 75.000$$

Валовой рентный мультипликатор не корректируется на различия, которые существуют между оцениваемыми и сопоставимыми объектами недвижимости, так как в основе расчета $ВРМ$ положены фактические арендные платежи и продажные цены, в которых учтены уже указанные различия.

5. Метод главных компонент

Метод сделок является разновидностью сравнительного подхода оценки бизнеса. Сравнительной базой в данном случае являются информации о слияниях и поглощениях компаний. Этот метод применяется аналитиками при оценке контрольных пакетов акций либо небольших фирм. Основные отличия метода сделок от метода рынка капитала заключаются в следующем:

- Метод рынка капитала базируется на данных о текущих ценах на акции компаний-аналогов, метод сделок использует информацию о ранее совершенных продажах контрольных пакетов, слияниях, поглощениях.
- Метод рынка капитала используется при оценке миноритарного пакета акций, метод сделок дает возможность оценить компанию в целом, либо контрольный пакет.

Последовательность и содержание основных этапов оценки бизнеса практически совпадает с методом рынка капитала. Оценщик использует аналогичные критерии при выборе сопоставимых компаний. Финансовый анализ и сопоставление дает информацию о степени риска для дальнего бизнеса, что позволяет определить оптимальную величину оценочного мультипликатора. Финансовый анализ предполагает изучение структуры капитала, уровня ликвидности операционных коэффициентов, сопоставление балансовых отчетов, отчетов о прибылях и убытках, прогнозирование риска. Следующий этап - вычисление оценочных мультипликаторов - из-за сложности получения информации по аналогичным сделкам обычно ограничивается коэффициентами цена/прибыль и цена/балансовая стоимость активов. Поправки должны учитывать неоперационные активы, избыточные активы, избыток или недостаток собственных оборотных средств, страховой риск, ликвидность.

Существенное сходство между этими двумя методами позволяет использовать метод сделки для оценки миноритарного пакета акций и наоборот методом рынка капитала можно оценить компанию в целом. Это возможно, если в первом случае сделать скидку на неконтрольный характер оцениваемого пакета. Во втором случае стоимость компании должна быть увеличена на сумму премии за контроль. Таким образом, в обоих случаях оценщик должен учесть дополнительную стоимость, создаваемую контролем.

Наиболее распространенным методом расчета премий за контроль является сравнение цены, по которой акции компании-аналога продавались на свободном рынке за некоторое время (обычно за два месяца) до совершения сделки слияния или поглощения. Разница в цене, выраженная в процентах к цене неконтрольного пакета акций, представляет величину премии за контроль. Полученный результат является базой для определения обоснованной премии за контроль, которую оценщик может скорректировать исходя из имеющейся информации по оцениваемой компании.

1.9 Лекция № 9 (4 часа)

Тема: «Оценка земель сельскохозяйственного назначения»

1.9.1 Вопросы лекции:

1. Земельный участок, как составная часть имущественного комплекса.
2. Метод капитализации земельной арендной платы.
3. Метод остатка, приходящегося на земельный участок.
4. Этапы метода сравнения продаж.
5. Метод распределения или соотношения.
6. Затратный подход к оценке рыночной стоимости земельного участка.
7. Метод дисконтированных денежных потоков. Рыночный (сравнительный) подход при оценке недвижимости предприятия.
8. Метод капитализации дохода.

1.9.2 Краткое содержание вопросов

1. Земельный участок, как составная часть имущественного комплекса.

Проблема участия земли в гражданском обороте приобрела чрезмерную остроту вследствие того, что она напрямую связана с возрождением частной собственности на землю и установлением пределов распоряжения ею. В настоящее время пришло осознание того факта, что земля с ее почвенным покровом, являясь уникальным природным ресурсом, не может не рассматриваться в качестве общественного достояния, независимо от того, кому она принадлежит. В связи с этим регулирование земельных отношений предполагает определенную специфику, включающую участие публично-правовых образований и наличие определенных ограничений при использовании и обороте земли. В тоже время это не означает введение необоснованных ограничений на участие земли в гражданском обороте.

Земля является важнейшей разновидностью недвижимого имущества. В основе деления вещей на движимые и недвижимые лежит право собственности на землю, поскольку недвижимые вещи определяются прежде всего через связь с землей. Вопрос о том, может ли земля участвовать в гражданском обороте, в настоящее время перешел из теоретической области в практическую. При этом следует иметь в виду, что земля как товар - это объект купли-продажи, удовлетворяющий различные реальные или потенциальные потребности, и имеющий определенные качественные и количественные характеристики. При этом правовой режим того или иного земельного участка определяется тем, для какой цели предназначен данный земельный участок.

Необходимо учитывать, что существует деление земель на изъятые из оборота, ограниченные в обороте и не изъятые из оборота. Отчуждение земельных участков, полностью изъятых из оборота, не допускается вообще. А земли, ограниченные в обороте, могут приобретать лишь отдельные участники гражданских и земельных правоотношений при определенном целевом назначении земель. Например, предметом сделки не могут являться земли, которые являются исключительной государственной собственностью.

Вместе с тем имущественные правоотношения по поводу земли имеют определенную специфику, которая заключается в том, что земельные участки должны использоваться строго по назначению, сам оборот земельных участков ограничен, действует презумпция государственной собственности на земельные участки, не принадлежащие гражданам, юридическим лицам либо муниципальным образованиям (п. 2 ст. 214 ГК РФ). Невыполнение установленных земельным законодательством правил пользования земельным участком может повлечь его изъятие у собственника. Это правило закреплено в ст. 285 ГК. В частности, основанием для изъятия земельного участка могут, например, служить факт грубого нарушения правил рационального использования земель или использования земель не по целевому назначению либо случаи, когда его использование приводит к существенному снижению плодородия сельскохозяйственных земель либо значительному ухудшению экологической обстановки.

Существует также такое понятие как "земельная доля", аналогу которому нет ни в законодательстве других стран, ни в законодательстве дореволюционной России. Правом на земельную долю наделялись работники сельскохозяйственных предприятий (бывших колхозов и совхозов), пенсионеры таких предприятий, а также работники социальной сферы. Таким образом, в основу определения круга лиц, имеющих право на бесплатное получение земельной доли положен как производственный, так и социальный принцип.

Само понятие земельной доли - это идеальное понятие, однако в определенных в законе случаях она может быть выделена в натуре. В частности это возможно при создании крестьянского (фермерского) хозяйства, при использовании в качестве личного подсобного хозяйства и в других случаях*(120).

Земельный участок является особой разновидностью недвижимого имущества и его правовой режим отличается от правового режима других недвижимых вещей. Так,

земельный участок может быть объектом большего по сравнению с другими видами недвижимых вещей числа ограниченных вещных прав. В частности речь идет о таких правах как право пожизненного наследуемого владения и право постоянного бессрочного пользования земельным участком.

2. Метод капитализации земельной арендной платы.

Метод капитализации земельной ренты основан на том, что при наличии достаточной информации о ставках аренды земельных участков можно проводить определение стоимости этих участков как текущей стоимости будущих доходов в виде арендной платы за оцениваемый земельный участок. В рамках данного метода величина земельной ренты может рассчитываться как доход от сдачи в аренду земельного участка на условиях, сложившихся на рынке земли. Как регулярный поток дохода, земельная арендная плата может капитализироваться в стоимость делением на коэффициент капитализации для земли, определяемый из анализа рынка. Исходные данные для капитализации получают из сравнения продаж арендованной земли и величин арендной платы.

На основе полученной арендной ставки рыночная стоимость участка определяется по доходному подходу обычно с применением метода прямой капитализации. Формула расчета стоимости земельного участка имеет вид:

$$V_L = \frac{I_L}{R_L}, \text{ где}$$

V_L — стоимость земельного участка,

I_L — доход от владения землей,

R_L — ставка капитализации для земли.

Ставка капитализации определяется делением величины земельной ренты по аналогичным земельным участкам на цену их продажи или увеличением безрисковой ставки отдачи на капитал на величину премии за риск, связанный с инвестированием капитала в оцениваемый земельный участок.

Основные факторы, влияющие на величину арендной ставки земельного участка: характеристики местоположения, размер, форма, окружающий тип землепользования, транспортная доступность, инженерное оборудование.

Однако в России в аренду, главным образом, сдаются земли государственного и муниципального фонда, и величина арендной платы рассчитывается в соответствии с нормативной ценой земли, не эквивалентной ее рыночной стоимости. В настоящее время предпринимаются попытки аренды земель по ее рыночной стоимости, но еще рано говорить об объективности результатов практического применения метода капитализации земельной ренты.

3. Метод остатка, приходящегося на земельный участок.

Метод остатка основан на технике инвестиционной группы для физических составляющих. Метод применяется для оценки застроенных и незастроенных участков, если есть возможность застройки оцениваемого земельного участка улучшениями, приносящими доход. Стоимость земли определяют в результате капитализации части дохода, относящегося к земле.

Для определения стоимости земельного участка необходимо знать стоимость здания, чистый операционный доход всей собственности, коэффициенты капитализации для земли и для зданий.

Основные этапы метода остатка для земли:

- 1) определяется чистый операционный доход всей собственности на основе рыночной ренты и предполагаемых операционных расходов;
- 2) определяется чистый операционный доход, относящийся к строению (зданию);

3) чистый операционный доход, относимый к земельному участку, капитализируется в показатель стоимости через норму капитализации для земли.

Сложно прогнозировать доход в условиях недостаточной стабильности экономики.

4. Этапы метода сравнения продаж.

Метод сравнения продаж является наиболее простым и эффективным методом оценки, может использоваться для оценки и фактически свободной, и предположительно вакантной земли; позволяет определить конкретную цену земельного участка путем внесения процентных поправок к ценам продаж аналогов. При отсутствии информации о ценах сделок с земельными участками допускается использование цен предложения (спроса).

Общепринятые элементы сравнения для земельных участков: права собственности, условия финансирования, особые условия продажи, рыночные условия (изменяются во времени), месторасположение (расстояние от города и дорог, характеристика окружения), условия зонирования, физические характеристики (размер, форма и глубина участка, угловое расположение, тип почв, рельеф), доступные коммунальные услуги, экономические характеристики, наилучшее и наиболее эффективное использование. При оценке земли можно использовать несколько единиц сравнения, корректируя цену каждой из них и получая в конце несколько значений стоимости, определяющих диапазон стоимости. Особую категорию представляют собой городские земли, на их ценность влияют величина города и его производственно-хозяйственный потенциал, уровень развития инженерной и социальной инфраструктуры, региональные природные, экологические и другие факторы.

Метод дает достаточно точные результаты только на развитом информационно-открытом конкурентном рынке. Российский земельный рынок не отвечает этим требованиям, стоимость земельного участка невозможно определить исходя из информации о сделках продаж участков-аналогов. Поэтому для оценки должна собираться вся доступная информация для применения всех методов оценки участков.

5. Метод распределения или соотношения.

Метод распределения (метод соотношения, соотношения, allocation) — определение составляющей стоимости земельного участка на основании известного соотношения стоимости земли и улучшений в имущественном комплексе. Метод основан на принципе вклада и утверждении того, что для каждого типа недвижимости существует нормальное соотношение между стоимостью земли и построек. Наиболее достоверно это соотношение для новых построек, они близки к варианту лучшего и наиболее эффективного использования. Чем больше возраст зданий, тем больше величина отношения стоимости земли к общей стоимости собственности.

Для применения метода требуются достоверные статистические данные о соотношении стоимостей земли и всей собственности конкретного типа недвижимости на заданном рынке. Однако метод редко применяется даже на развитых рынках, так как обладает низкой достоверностью. Применение метода оправдано в условиях недостаточности информации о продажах земельных участков. Получаемые значения считаются ориентировочными.

6. Затратный подход к оценке рыночной стоимости земельного участка.

Метод определения затрат на освоение применяется при оценке незастроенных массивов земли и позволяет определить общую стоимость земли при условии ее разделения на отдельные земельные участки, которые затем будут проданы.¹⁹

Из денежной выручки от продажи участков вычитаются все издержки на их освоение, предпринимательская прибыль, и таким образом определяется стоимость неосвоенной земли.

Метод определения затрат на освоение применяется, если наиболее эффективным использованием является разделение земельного массива на отдельные участки. Разбивка большого земельного массива на отдельные участки – широко распространенная практика, поскольку способствует более эффективному использованию земли. Проблема определения стоимости земли, предназначенной для разделения, является актуальной для любого растущего города или поселка и применяется при массовой жилой или дачной застройке.

Процесс разделения земли в первую очередь включает производственные и торговые операции. При застройке жилыми домами огромное влияние оказывает окружающая среда.

Этапы определения затрат на освоение.

1й этап. Определение размеров индивидуальных участков и стоимости их благоустройства исходя из юридических и физических возможностей, а также экономической целесообразности. Размеры и благоустройство земельных участков должны отвечать рыночным стандартам данного региона.

2й этап. Расчет цены продажи освоенных участков осуществляется или путем анализа сопоставимых участков, которые недавно были аналогичным образом освоены, или на базе метода сравнения продаж.

3й этап. Расчет всех затрат на освоение:

- расходы на приобретение земельного массива и документов;
- инженерные расходы по расчистке, разметке и окончательной подготовке земли;
- расходы по устройству дорог, тротуаров, дренажа, инженерных и коммунальных сооружений;
- оплата налогов, страхования;
- прибыль и накладные расходы подрядчика;
- расходы на продажу и рекламу.

4й этап. Расчет стоимости неосвоенной земли путем вычета затрат на освоение и предпринимательской прибыли из предполагаемой денежной выручки от продажи участков.

5й этап. Определение периода времени, необходимого на освоение и продажу. Выбор ставки дисконтирования, которая отражает риск, связанный с периодом предполагаемого освоения и продажи, а также величину авансированного капитала. Дисконтирование денежной суммы, полученной от продажи земельных участков за вычетом затрат и предпринимательской прибыли, исходя из периода продажи земельных участков, для получения текущей стоимости неосвоенной земли.

7. Метод дисконтированных денежных потоков. Рыночный (сравнительный) подход при оценке недвижимости предприятия.

Рыночная стоимость земельного участка, рассчитанная методом дисконтирования, представляет собой сумму приведенных к дате проведения оценки ожидаемых рентных доходов или других выгод. Потоки доходов за период владения землей, а также выручка от последующей перепродажи земельного участка переводятся в текущую стоимость. Данный метод широко используется при оценке земельных участков предприятий добывающей промышленности, содержащих полезные ископаемые. Исходя из объема разведанных месторождений, предназначенных для промышленного освоения (или уже разрабатываемых), а также планируемых или имеющихся производственных мощностей по добыче определяется продолжительность эксплуатации месторождения, т.е. длительность прогнозного периода. В связи со спецификой объекта оценки продолжительность прогнозного периода может составлять 25 лет и более.

Расчет величины денежных потоков в прогнозный период осуществляется на основе технико-экономических показателей реального или планируемого проекта

разработки месторождения. По каждому году прогнозного периода рассчитывается денежный поток исходя из объемов добычи и реализации полезного ископаемого, цен реализации, затрат на поиск, разведку, разработку месторождения и реализацию продукции, а также обязательных платежей в соответствии с налоговым и природоохранным законодательством.

Расчет ставки дисконтирования основан на учете

- доходности эксплуатации месторождения;
- степени достоверности оценки количества полезного ископаемого, доступного для извлечения из недр;
- степени риска разработки данного месторождения.

Риск ведения работ на месторождении проявляется в потере суммы денежных средств, соответствующей выполнению определенного этапа работ, т.е. в неполучении запланированного для данного этапа работ результата. Величина данного риска может рассчитываться умножением вероятности получения отрицательного результата для определенного этапа работ (поиск, разведка, подготовка и эксплуатация месторождения) на весовой коэффициент, равный отношению суммы капитальных затрат соответствующего этапа к общей сумме капитальных затрат по проекту.

8. Метод капитализации дохода.

Метод прямой капитализации предполагает деление годового рентного дохода на соответствующую ставку капитализации, в результате чего величина доходов превращается в стоимость земельного участка.

Расчеты стоимости земли методом капитализации дохода основаны на использовании следующей формулы:

$$\text{Стоимость земли} = \frac{\text{Рентный доход}}{\text{Коэффициент капитализации}}$$

В зависимости от целевого назначения земельного участка в качестве дохода могут выступать:

- расчетный рентный доход для оценки сельскохозяйственных и лесных земель;
- часть дохода от имущественного комплекса, приходящаяся на застроенный земельный участок;

Прогнозирования являются стержнем любой торговой системы, поэтому компетентно составленные прогнозы Forex могут сделать Тебя аспидски состоятельным.

- земельная арендная плата (арендный доход) для оценки земель поселений;
- доход от прироста стоимости земельного участка, получаемый при его продаже в будущем или при его залоге под ипотечный кредит.

Сложной проблемой доходного подхода является определение ко-эффициента капитализации. Особенность коэффициента капитализации, используемого при оценке земли, в том, что он состоит только из одной части – ставки дохода и не включает норму возмещения капитала. В настоящее время имеются четыре подхода к расчету коэффициента капитализации, первоначально разработанных в мировой практике для капитализации земельной ренты, т.е. оценки сельскохозяйственных земель.

Расчет коэффициента капитализации. *Первый подход* – это рассмотрение земельного участка как разновидности денежного капитала и соответственно расчет коэффициента капитализации исходя из характеристик денежного рынка на дату проведения оценки. Критерием эффективности вложения капитала выступает процентная ставка по инвестициям, характеризующимся сопоставимым уровнем риска. В большинстве развитых стран инвестиции в сельскохозяйственные земли считаются не очень рискованными и приравниваются к рискам вложений в банки высокой категории надежности.

Всероссийский НИИ экономики, труда и управления в сельском хозяйстве в качестве ставки капитализации рекомендует использовать ставку Сбербанка России по долгосрочным валютным депозитам (Методические рекомендации по кадастровой оценке стоимости сельскохозяйственных угодий. – М.: ВНИЭТУСХ, 1997.)

Второй подход – условная капитализация исходя из установленного государством индекса. Этот метод широко применяется во многих странах для кадастровой оценки различных категорий земель, прежде всего сельскохозяйственных и лесных. Методиками государственной кадастровой оценки земель определяется срок, в течение которого воспроизводится капитал в сельском или лесном хозяйстве. В настоящее время данный метод используется при кадастровой оценке в России. Кадастровая стоимость 1 га сельскохозяйственных угодий рассчитывается путем умножения расчетного рентного дохода, получаемого от производства сельскохозяйственных культур на 33 года, а 1 га земель лесного фонда – путем умножения расчетного рентного дохода от заготовки древесины на 50 лет.

Третий подход – расчет коэффициента капитализации методом кумулятивного построения. В качестве примера рассмотрим расчет ставки капитализации при оценке земель в г. Москве. Ставка капитализации включает следующие составные части:

- безрисковую ставку. Например, муниципальные оценщики Москомзема при расчете стартовой стоимости права заключения договора аренды в качестве безрисковой ставки используют годовую процентную ставку установленную ЦБ РФ по межбанковским депозитам для твердой валюты;
- региональный риск, т.е. риск вложения денежных средств в не движимость, находящуюся в конкретном регионе, характеризующемся определенным экономическим и социальным положением. Для Москвы региональный риск составляет 35%, одно из минимальных значений по России;
- риск ликвидности, связанный с возможностью возникновения потерь при реализации объекта недвижимости из-за недостаточной развитости, несбалансированности или неустойчивости рынка. Экспертная оценка данного риска для прав долгосрочной аренды на московском земельном рынке составляет около 7%.

1.10 Лекция № 10 (4 часа)

Тема: «Отчет об оценке бизнеса предприятия»

1.10.1 Вопросы лекции:

1. Задачи отчета об оценке бизнеса предприятия и требования к нему.
2. Структура отчета об оценке.
3. Содержание отчета об оценке.

1.10.2 Краткое содержание вопросов

1. Задачи отчета об оценке бизнеса предприятия и требования к нему.

Задачи отчета:

Во-первых, нужно изложить логику анализа.

Во-вторых, в отчете следует зафиксировать все важные моменты оценки.

В-третьих, отчет должен привести читателя к заключению, которое сделал оценщик.

Требования к отчету:

-он должен быть логичен;

-хорошо структурирован, достаточно подробен и содержать необходимую информацию, подтверждаемую документами;

-профессиональные термины должны объясняться;

наличие в нем подписей всех лиц, проводивших оценку, и указание на то, что они согласны с ее результатами;

-в отчете необходимо указание на отсутствие личной заинтересованности оценщика в оцениваемом объекте и в величине его рыночной стоимости;

-в отчете должна быть приведена четкая формулировка цели оценки, обоснование использования того или иного вида стоимости, дата, на которую произведена оценка;

-структура отчета должна быть достаточно единообразна.

2. Структура отчета об оценке.

Основные разделы отчета:

1. Введение.

2. Общеэкономический раздел.

3. Краткая характеристика отрасли.

4. Краткая характеристика предприятия (фирмы).

5. Анализ финансового состояния.

6. Методы оценки.

7. Общее заключение по оценке

3. Содержание отчета об оценке.

Во «Введении» - излагается суть задания на оценку, указываются используемые источники информации, дается краткое описание предприятия и его капитала; уточняется вид стоимости, который следует определить в процессе оценки; указываются методы оценки, примененные в данном отчете; приводится итоговый вывод.

- указывается, какая оценочная фирма и кем была нанята, дата, на которую действительна оценка, и цель оценки.

- целесообразно разместить обобщенный список используемых источников информации. Это могут быть финансовые отчеты предприятия, его контракты и договора, источники данных по предприятиям-аналогам и т. д.

- указывается, проводилась ли аудиторская проверка, какие объекты предприятия посещались оценщиком, у кого брались интервью для сбора данных по оцениваемому предприятию.

В общеэкономическом разделе должны приводиться лишь те данные по ситуации в стране или регионе, которые непосредственно влияют на развитие предприятия. Эти же данные могут быть приведены в разделе, посвященном **методам оценки** при прогнозировании доходов и расходов предприятия.

Раздел, посвященный характеристике отрасли, должен познакомить потребителя отчета с особенностями отрасли, ее положением в настоящее время и в будущем.

Главной целью раздела, посвященного характеристике предприятия, является выявление его особенностей и их влияния на рыночную стоимость. Основные вопросы, рассматриваемые в данном разделе: предыстория предприятия, перечень выпускаемых товаров и услуг, условия сбыта, наличие поставщиков, персонала, менеджмент, прошлые сделки с его акциями.

В следующем разделе анализируются бухгалтерские балансы и отчеты о финансовых результатах предприятия за ряд предшествующих лет, рассчитываются важнейшие финансовые показатели. Если в бухгалтерскую отчетность вносятся определенные поправки, то это указывается в отчете.

Сравнения могут проводиться по изменяющимся во времени показателям самого оцениваемого предприятия, между оцениваемым предприятием и среднеотраслевыми показателями, между оцениваемым предприятием и предприятиями-аналогами.

В отчете дается анализ этих показателей, сам же расчет может приводиться в приложении. Важно в отчете прокомментировать, как влияет уровень тех или иных

финансовых показателей оцениваемого предприятия на величину его рыночной стоимости.

Методы оценки. Раздел начинается с обоснования выбора тех или иных методов оценки анализируемого предприятия. После этого излагается логика оценки данного предприятия выбранными методами.

При этом указываются по возможности источники используемой информации. Это, например, относится к информации, на основе которой была рассчитана ставка капитализации или ставка дисконта. Обосновывается выбор той или иной величины мультипликатора, внесение поправок на контрольный или неконтрольный характер, поправок на ликвидность. Доказывается их необходимость и размер.

Завершается данный раздел заключением о величине стоимости оцениваемого предприятия. Необходимо свести показатели стоимости, полученные разными подходами в табличную форму, придать им определенные веса и на этой основе вынести заключение о величине стоимости.

2. МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ПО ПРОВЕДЕНИЮ ПРАКТИЧЕСКИХ ЗАНЯТИЙ

2.1 Практическое занятие № 1 (ПЗ-1) (4 часа)

Тема: «Методологические основы оценки бизнеса»

2.1.1 Задание для работы:

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.

2.1.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Ознакомление с теоретическими основами оценки бизнеса и оценочной деятельности.
2. Рассмотреть вопросы, связанные с особенностями бизнеса как товара, этапами проведения оценки и ее принципами.
3. С помощью устного опроса и (или) тестирования оценить уровень усвоения студентами изученного материала.

2.1.3 Результаты и выводы:

Усвоение студентами знаний по теме практического занятия.

2.2 Практическое занятие № 2 (ПЗ-2) (2 часа)

Тема: «Регулирование оценочной деятельности»

2.2.1 Задание для работы:

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.

2.2.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Ознакомление с теоретическими основами государственного регулирования оценочной деятельности.
2. Рассмотреть вопросы, связанные с целью и задачами Национального совета по оценке, правами и обязанностями оценщика.
3. С помощью устного опроса и (или) тестирования оценить уровень усвоения студентами изученного материала.

2.2.3 Результаты и выводы:

Усвоение студентами знаний по теме практического занятия.

2.3 Практическое занятие 3 (ПЗ-3) (4 часа)

Тема: «Концептуальные основы финансового менеджмента в оценке бизнеса»

2.3.1 Задание для работы:

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

2.3.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Ознакомление с теоретическими основами концептуальных подходов

финансового менеджмента, используемых в оценке бизнеса.

2. Рассмотреть вопросы, связанные с основными концепциями финансового менеджмента: денежных потоков, временной ценности денежных средств, финансового и операционного рисков и др.

3. С помощью устного опроса и (или) тестирования оценить уровень усвоения студентами изученного материала.

2.3.3 Результаты и выводы:

Усвоение студентами знаний по теме практического занятия.

2.4 Практическое занятие 4 (ПЗ-4) (2 часа)

Тема: «Временная оценка денежных потоков»

2.4.1 Задание для работы:

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)

2.4.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Ознакомление с теоретическими основами временной оценки денежных потоков.

2. Рассмотреть вопросы, связанные с дисконтированием и наращением, аннуитетом.

3. С помощью устного опроса и (или) тестирования оценить уровень усвоения студентами изученного материала.

2.4.3 Результаты и выводы:

Усвоение студентами знаний по теме практического занятия.

2.5 Практическое занятие № 5 (ПЗ-5) (4 часа)

Тема: «Экономическая оценка инвестиций»

2.5.1 Задание для работы:

1. Инвестиции: сущность и основные направления.
2. Особенности недвижимости как товара.
3. Модели принятия инвестиционных решений.
4. Алгоритм расчета показателей эффективности инвестиций.

2.5.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Ознакомление с теоретическими основами экономической оценки инвестиций.

2. Рассмотреть вопросы, связанные с изучением подходов к экономической оценке инвестиций, расчетом основных показателей эффективности инвестиций.

3. С помощью устного опроса и (или) тестирования оценить уровень усвоения студентами изученного материала.

2.5.3 Результаты и выводы:

Усвоение студентами знаний по теме практического занятия.

2.6 Практическое занятие № 6 (ПЗ-6) (2 часа)

Тема: «Подготовка информации, необходимой для оценки»

2.6.1 Задание для работы:

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.

2.6.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Ознакомление с теоретическими основами информационного обеспечения оценки бизнеса.
2. Рассмотреть вопросы, связанные с подготовкой финансовой документации к оценке бизнеса.
3. С помощью устного опроса и (или) тестирования оценить уровень усвоения студентами изученного материала.

2.6.3 Результаты и выводы:

Усвоение студентами знаний по теме практического занятия.

2.7 Практическое занятие № 7 (ПЗ-7) (2 часа)

Тема: «Доходный и затратный подходы к оценке предприятия (бизнеса)»

2.7.1 Задание для работы:

1. Экономическое содержание метода капитализации прибыли.
2. Расчет ставки капитализации. Кумулятивный подход (этапы расчета стоимости собственного капитала).
3. Сущность метода дисконтированных денежных потоков.
4. Основные этапы оценки предприятия методом дисконтированных денежных потоков.
5. Этапы проведения затратного подхода
6. Метод стоимости чистых активов
7. Метод ликвидационной стоимости

2.7.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Ознакомление с теоретическими основами применения доходного и затратного подходов в оценке бизнеса.
2. Рассмотреть вопросы, связанные с изучением основных методов доходного и затратного подходов в оценке бизнеса.
3. С помощью устного опроса и (или) тестирования оценить уровень усвоения студентами изученного материала.

2.7.3 Результаты и выводы:

Усвоение студентами знаний по теме практического занятия.

2.8 Практическое занятие № 8 (ПЗ-8) (4 часа)

Тема: «Сравнительный подход к оценке бизнеса»

2.8.1 Задание для работы:

1. Сущность сравнительного подхода к оценке бизнеса.
2. Этапы оценки предприятия методом компании-аналога.
3. Преимущества и недостатки метода отраслевых коэффициентов.
4. Метод валового рентного мультипликатора.
5. Метод главных компонент.

2.8.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Ознакомление с теоретическими основами сравнительного подхода в оценке бизнеса.
2. Рассмотреть вопросы, связанные с изучением основных методов сравнительного подхода к оценке бизнеса.
3. С помощью устного опроса и (или) тестирования оценить уровень усвоения студентами изученного материала.

2.8.3 Результаты и выводы:

Усвоение студентами знаний по теме практического занятия.

2.9 Практическое занятие № 9 (ПЗ-9) (4 часа)

Тема: «Оценка земель сельскохозяйственного назначения»

2.9.1 Задание для работы:

1. Земельный участок, как составная часть имущественного комплекса.
2. Метод капитализации земельной арендной платы.
3. Метод остатка, приходящегося на земельный участок.
4. Этапы метода сравнения продаж.
5. Метод распределения или соотнесения.
6. Затратный подход к оценке рыночной стоимости земельного участка.
7. Метод дисконтированных денежных потоков. Рыночный (сравнительный) подход при оценке недвижимости предприятия.
8. Метод капитализации дохода.

2.9.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Ознакомление с теоретическими основами земельного участка как составной части имущественного комплекса предприятия.
2. Рассмотреть вопросы, связанные с изучением основных методов оценки земельных участков.
3. С помощью устного опроса и (или) тестирования оценить уровень усвоения студентами изученного материала.

2.9.3 Результаты и выводы:

Усвоение студентами знаний по теме практического занятия.

2.10 Практическое занятие № 10 (ПЗ-10) (6 часов)

Тема: «Отчет об оценке бизнеса предприятия»

2.10.1 Задание для работы:

1. Задачи отчета об оценке бизнеса предприятия и требования к нему.
2. Структура отчета об оценке.
3. Содержание отчета об оценке.

2.10.2 Краткое описание проводимого занятия:

1. Ознакомление с теоретическими основами отчета об оценке бизнеса.
2. Рассмотреть вопросы, связанные со структурой отчета об оценке бизнеса, содержанием его разделов.
3. С помощью устного опроса и (или) тестирования оценить уровень усвоения студентами изученного материала.

2.10.3 Результаты и выводы:

Усвоение студентами знаний по теме практического занятия.