

Федеральное агентство по образованию
Байкальский государственный университет экономики и права

Ж.С. Кулижская

ОЦЕНКА БИЗНЕСА И НЕДВИЖИМОСТИ

Издание второе, переработанное и дополненное

Учебное пособие

Иркутск
Издательство БГУЭП
2007

УДК 336.6 (075.8)
ББК 65.9(2) 26я7
К 90

Печатается по решению редакционно-издательского совета
Байкальского государственного университета экономики и права

Рецензенты канд. экон. наук, доц. С.Ю. Куницына
канд. экон. наук, доц. И.Б. Жижко

Кулижская Ж.С.
К 90 Оценка бизнеса и недвижимости: учеб. пособие / Ж.С. Кулижская.
– 2-е изд., перераб. и доп. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2007. – 305 с.

ISBN 978-5-7253-1573-8

В концентрированном виде рассмотрены основные разделы ряда дисциплин, связанных с оценочной деятельностью, начиная с общих вопросов теории и практики оценки, методологии и технологии ее осуществления и заканчивая характеристикой специфических приемов, методов и алгоритмов оценки отдельных видов материальных и нематериальных активов. Приводятся практические рекомендации в отношении оценки бизнеса для конкретных целей (налогообложения, ликвидации, управления); приводятся многочисленные практические примеры оценки различных видов собственности.

Предназначено для студентов всех форм обучения специальностей 06.04 «Финансы и кредит» и 35.12 «Налоги и налогообложение», а также будет полезно для преподавателей, аспирантов, магистрантов и практических работников в сфере оценочной деятельности.

ББК 65.9(2) 26я7

ISBN 978-5-7253-1573-8

© Кулижская Ж.С., 2007
©Издательство БГУЭП, 2007

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	5
ГЛАВА 1. СОДЕРЖАНИЕ И ОСНОВЫ ОРГАНИЗАЦИИ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	7
1.1. Понятие и основные цели оценки стоимости объектов собственности	9
1.2. Виды стоимости и принципы оценки собственности	16
1.3. Регулирование деятельности оценочных организаций в Российской Федерации и за рубежом	23
1.4. Содержание отчета об оценке объекта собственности	34
1.5. Сбор, подготовка и анализ внутренней и внешней информации об объекте оценке	38
1.6. Становление оценочного бизнеса в России	43
ГЛАВА 2. ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ, ПРИМЕНЯЕМЫЕ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА	51
2.1. Доходный подход в оценке бизнеса	55
2.1.1. Метод дисконтированных денежных потоков (ДДП)	56
2.1.2. Метод капитализации доходов	85
2.2. Сравнительный подход в оценке бизнеса	86
2.2.1. Метод рынка капитала	88
2.2.2. Метод сделок	93
2.2.3. Метод отраслевых коэффициентов	93
2.3. Затратный подход в оценке бизнеса	95
2.3.1. Метод стоимости чистых активов	97
2.3.2. Метод ликвидационной стоимости	102
2.4. Внесение итоговых поправок, учитывающих степень контроля и ликвидности оцениваемых долей собственности	119
2.5. Сравнительный анализ методов оценки и взвешивание результатов их применения	128

ГЛАВА 3. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОГО ИМУЩЕСТВА	137
3.1. Основные понятия и особенности рынка недвижимости	137
3.2. Правовые аспекты оценки недвижимого имущества	146
3.3. Подходы и методы оценки недвижимого имущества	152
ГЛАВА 4. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ЗЕМЕЛЬНОГО УЧАСТКА	181
4.1. Кадастровая оценка земельных участков	188
4.2. Технология оценки стоимости единичного земельного участка	199
ГЛАВА 5. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ	216
ГЛАВА 6. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ	228
ГЛАВА 7. ПРИМЕНЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ В УПРАВЛЕНИИ СОБСТВЕННОСТЬЮ	252
7.1. Стоимость бизнеса как основа для принятия управленческих решений	252
7.2. Взаимосвязь оценки с налогообложением имущества	263
7.3. Рекомендации пользователям оценочных услуг	270
ГЛОССАРИЙ	277
СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ	281
ПРИЛОЖЕНИЯ (1-6)	284

ВВЕДЕНИЕ

Независимая оценка стоимости является информационной основой для принятия эффективных решений, как в частном, так и государственном секторах экономики, способствует защите имущественных прав участников гражданских отношений. Таким образом, развитие оценочной деятельности является в современной России важным аспектом развития гражданского общества и рыночных отношений в экономике.

Вышеизложенное позволяет проиллюстрировать тот факт, что стоимость объектов собственности, принадлежащей гражданам и юридическим лицам, выступает в качестве важнейшего объекта управления с целью достижения различных целей, и, прежде всего, цели извлечения максимальной доходности, а, следовательно, и увеличения стоимости.

Следует отметить, что применение оценки способствует в целом росту культуры управленческих решений в экономике. Специалисты, обладающие знанием технологии оценки, являются интеллектуальным капиталом, необходимым для осуществления экономической реформы. Если в начале 90-х годов оценка не входила в число предметов высшей школы, в последние годы по специализации оценка собственности ежегодно выпускаются сотни специалистов и профессия оценщика является одной из популярных у абитуриентов.

В связи с вышеизложенным, для некоторых специальностей Байкальского государственного университета экономики и права были введены специальные курсы «Оценка бизнеса и недвижимости» и «Оценка недвижимости и другого имущества предприятий». Данное учебное пособие будет являться помощью для студентов в изучении данных курсов, ознакомившись с которым, они смогут овладеть необходимыми инструментами определения стоимости различных объектов оценки.

В учебном пособии сделана попытка комплексно подойти к проблеме оценки собственности. Следует отметить сложность и многоаспектность данной проблемы. В данной книге автор не претендует на всестороннее ее освещение, заостряя внимание лишь на наиболее важных ее аспектах.

Главная цель этой работы – развеять ореол таинственности, которым окружена сфера оценки стоимости. Я надеюсь, что стоимостное мышление и применение современных методов оценки вскоре приобретут повсеместное распространение. Ясное понимание стоимости и навыки ее оценки, дающие ориентиры при принятии верных решений в бизнесе, являются предпосылками успеха в современной конкурентной среде. Правильное представление о стоимости в равной мере должны иметь и высшие руководители компаний, и менеджеры предприятий, и финансовые директора. До сих пор оценкой стоимости занимались исключительно специалисты,

да и то лишь в особых случаях. Слишком часто ее рассматривают как обособленную дисциплину, своего рода «вещь в себе», а не как ключевой инструмент более эффективного ведения бизнеса. Но оценка стоимости – это вовсе не искусство ради искусства, это инструмент для принятия верных решений. Она поможет приобрести опыт в применении методов управления на основе стоимости, которое служит высокоэффективным инструментом перехода от нынешних систем бухгалтерской оценки производительности к системам стоимостной оценки, а также позволит высшему руководству компаний использовать имеющиеся в его распоряжении факторы стоимости для постоянного улучшения показателей отчета о прибылях и убытках и регулирования баланса.

Прекрасно известно, что данное направление в оценке и управлении стоимостью не российского происхождения. Примеры, приводимые в данной книге, также частично ориентированы на западную практику, но фундаментальные принципы и методы оценки стоимости применимы в любой стране. Рыночные условия и степень доступности информации сильно различаются в разных странах, но сами методы – незыблемы. Оценка стоимости – давно существующий финансовый прием, концептуальными истоками которого стали метод приведенной стоимости при планировании капиталовложений и метод стоимостной оценки, разработанные профессорами, будущими лауреатами Нобелевской премии Мертоном Миллером и Франко Модильяни в их статье «Дивидендная политика, рост и оценка стоимости акций», а профессора Эл Раппапорт и Джоэл Стерн одними из первых применили в практической деятельности формулу оценки стоимости предприятия, выведенную Миллером и Модильяни, а также разработали и внедрили на рынке компьютерные инструменты, облегчающие компаниям использование этой методики.

Структура учебного пособия предполагает достаточно подробное рассмотрение методики оценки стоимости бизнеса, недвижимости, земли, машин и оборудования, нематериальных активов. В нем также даются практические рекомендации в отношении обращения объектов собственности в современных условиях. Многие разделы найдут свое практическое использование в практикуме «Оценка бизнеса и недвижимости», который является частью учебно-методического комплекса. Для самостоятельной работы студентам предложены информационные сообщения для обсуждения.

В заключение, хотелось бы поблагодарить всех, кто вдохновил на написание данной работы, поддержал и помог в сборе информации, поделился ценнейшим практическим опытом оценочной деятельности, и особая благодарность родным и близким за их терпение и заботу.

ГЛАВА 1. СОДЕРЖАНИЕ И ОСНОВЫ ОРГАНИЗАЦИИ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Различные блага (предметы, вещи, имущество) создаются, продаются и приобретаются для удовлетворения определенных потребностей государства, юридических и физических лиц, а также для получения выгод от владения ими и использования. От преимуществ, которые принесет обладание тем или иным объектом собственности в дальнейшем, и от возможностей этого объекта удовлетворить имеющиеся потребности, зависит его ценность, а, следовательно, и стоимость.

Многообразие форм собственности и возрождение частной собственности дало возможность по своему усмотрению распорядиться собственнику домом, квартирой, офисом, предприятием.

С возрождением частной собственности появилась необходимость в том, чтобы в сделках, например, с недвижимостью участвовал профессионал, который мог бы ориентировать продавца и покупателя в стоимости участвующего в сделке объекта. Мировая практика показала, что если в сделках с недвижимостью не участвует независимый профессиональный оценщик, то одна из сторон сделки может быть обделена или просто обманута (как это произошло на первом этапе приватизации государственного имущества).

Все операции и сделки с имуществом требуют от его владельца знания стоимости объекта собственности. В рыночных условиях стоимость имущества не задается директивно, а зависит от факторов, тенденций и изменений в экономике и жизни общества в целом. Поэтому необходимость определения стоимости объектов собственности возникает постоянно.

Российская оценка появилась сравнительно недавно – в 1992г. В 2007г. ей исполняется 15 лет. За рубежом этот вид деятельности существует более шестидесяти лет. Оценка как новое направление рыночной инфраструктуры возникла в связи с необходимостью разрешения имущественных споров, в которых стороны для определения объективной необходимости того или иного имущества были вынуждены прибегать к услугам независимых ценовых арбитров.

Как всегда, спрос породил предложение, и вскоре оценка начала бурно развиваться на Западе уже не только как прикладная отрасль рыночной инфраструктуры, но и как научно-методическое направление прикладной экономической науки. В настоящее время профессия эксперта-оценщика за рубежом приравнивается по престижности к профессиям адвоката, специалиста по научному и промышленному консалтингу и т.д.

В нашей стране в период социалистического развития этой профессии не было, так как стоимость любого объекта собственности устанавливалась государством раз и навсегда. С развитием рыночной экономики эта специальность была затребована.

Оценочная деятельность, к сожалению, в начале не получила должного развития, так как при проведении приватизации была применена схема остаточной стоимости, хотя в первой редакции Закона о приватизации говорилось о том, что предприятия должны приватизироваться с учетом их предполагаемой доходности. Потребность в оценочных услугах стала часто возникать при определении эффективности инвестирования средств в производство (в основном в строительство жилья), при достройке незавершенного строительства, получении кредитов под залог недвижимости, определении стоимости ущерба, нанесенного застрахованному имуществу, внесении в уставной капитал предприятий имущественных вкладов, а также при купле-продаже приватизированных квартир.

За рубежом, при существовании частной собственности на землю, недвижимость обладает наибольшей ценностью, как с точки зрения отдельных субъектов, так и с точки зрения государства (именно недвижимость является, например, в США основной базой налогообложения). Поэтому и развитие оценки начиналось с оценки недвижимости, которая в результате является на сегодняшний день наиболее проработанным с научно-методической точки зрения направлением оценки.

Хотелось бы особо отметить, что и существующее в России законодательство по оценочной деятельности создавалось не на пустом месте. В конце 19 века были утверждены Правила оценки недвижимых имуществ для обложения земскими сборами. Как сказано в этих Правилах, для осуществления оценки недвижимых имуществ должны создаваться губернские и уездные комиссии. Недвижимые имущества оценивались по средней чистой их доходности (в настоящее время – это значит с помощью коэффициентов капитализации). При этом доходность каждого отдельного недвижимого имущества, сдаваемого внаем, определялась по средней за оное наемной плате за вычетом необходимых по имуществу расходов и вероятного по местным условиям недобора в доходе вследствие простоя помещения. Впоследствии в теории оценки недвижимости это получило название чистого операционного дохода. Правила рекомендуют также использование метода сравнительных продаж и затратного метода.

В связи с этим можно сделать вывод, что оценка недвижимости в России конца 19 века никогда не проводилась по балансовой стоимости. Уже тогда было ясно, что book value (стоимость по бухгалтерскому балансу) никак не отражает рыночных условий оценки объектов собственности

1.1. Понятие и основные цели оценки стоимости объектов собственности

Реальность рыночной стоимости объекта оценки растворяется по мере восхождения направлений оценки от простого к сложному. Первый уровень - оценка недвижимости, машин, оборудования, интеллектуальной собственности и нематериальных активов, ценных бумаг. Уже здесь, в самих объектах оценки, присутствует доля ирреальности. Второй уровень - оценка бизнеса: ирреальности в объекте оценки прибавилось. Кроме всех вышеперечисленных элементов, оценивается то, как эти элементы, слившись в едином бизнесе, будут вести себя в будущем, какие доходы будут приносить. Более того, стоимость объекта становится зависима от формы: закрытые и открытые акционерные общества могут вести один и тот же бизнес, но оцениваться будут по разной методике. Третий уровень - совсем виртуальный, определение стоимости еще не существующей собственности – оценка эффективности инвестиционных проектов, то есть нового производства, способного принести что-то в будущем в зависимости от условий финансирования в настоящем, а также оценка бизнеса в целях реструктуризации предприятий, антикризисного управления.

Неопределенность присуща рыночной стоимости не только из-за того, что элементы, да и сама собственность в той или иной степени ирреальны и ориентированы в будущее. Использование того или иного подхода к определению стоимости диктуется целями оценки, и, в итоге, стоимость может рассматриваться не как данность, а как нечто поддающееся формированию и управлению. Рыночная стоимость предприятия становится синтетическим критерием правильности управленческого решения.

И на фоне всей этой неопределенности процесса оценки, задачей оценщика является выявление всех факторов, влияющих на стоимость собственности, и их оценка с учетом всей собранной и накопленной информации.

Система оценки собственности требует тщательного планирования и своевременного регулирования, так как разнородность элементов системы оценки собственности и разнообразие их взаимосвязей предопределяют сложный характер данной системы. Кроме того, система оценки характеризуется открытостью по отношению к внешней среде, основывающейся на обмене информацией.

Состав субъектов оценочной деятельности регламентирован ст. 4 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». В нем отмечено: «Субъектами оценочной деятельности признаются, с одной стороны, юридические лица (индивидуальные предприниматели), деятельность которых регулируется настоящим Федеральным законом (оценщики), а с другой - потребители их услуг (заказчики)».

Профессия оценщика появилась и в Квалификационном справочнике должностей руководителя, специалистов и других служащих, утвержденном Постановлением Министерства труда и социального развития РФ от 21 августа 1998г. №37.



ОЦЕНЩИК

Должностные обязанности. Осуществляет оценочную деятельность, направленную на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости. Выявляет потребность в услугах по оценке объектов оценки, осуществляет деловые контакты, ведет переговоры с клиентами, заключает и оформляет договоры с заказчиками о проведении оценки объекта оценки в соответствии с установленной формой, следит за соблюдением условий, предусмотренных заключенными договорами. Анализирует информацию об объекте оценки для проведения правовой экспертизы, установления параметров его конкурентоспособности, влияющих на его стоимость. Составляет точное описание объекта оценки, определяет методы проведения оценки в соответствии со стандартами оценки, устанавливает основные ценообразующие факторы, влияющие на стоимость объекта оценки, изучает рынок и стоимость аналогичных объектов. Обосновывает использование стандартов оценки, методов ее проведения, принятые при проведении оценки допущения, проводит необходимые расчеты. Определяет итоговую величину стоимости объекта оценки, а также ограничения и пределы применения полученного результата. В случае определения при проведении оценки объекта оценки не рыночной, а иных видов стоимости, устанавливает критерии оценки и причины, затрудняющие определение рыночной стоимости объекта оценки. Своевременно составляет и передает заказчику отчет об оценке объекта оценки в соответствии с установленными требованиями к его форме и содержанию. Проводит обязательную оценку объектов оценки в случае вовлечения в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям. Проводит оценку объекта оценки, в том числе повторную, в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, на основании определения суда, а также по решению уполномоченного органа. Предоставляет по требованию заказчика нормативные и иные документы об оценочной деятельности, документы об образовании, подтверждающие получение оценщиком профессиональных знаний в области оценочной деятельности, а также в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, копии хранящихся отчетов или информацию из них правоохранительным, судебным, иным уполномоченным государственным органам либо органам местного самоуправления по их законному требованию. Осуществляет в соответствии с законодательством Российской Федерации страхование гражданской ответственности, обеспечивающее защиту прав потребителей услуг оценщиков. Консультирует клиентов о действующем законодательстве, регулирующем оценочную деятельность, а также нормативно-правовых требованиях, которыми необходимо руководствоваться при определении стоимости объектов оценки. Привлекает на договорной основе к участию в проводимой работе иных оценщиков либо других специалистов. Обеспечивает сохранность документов, получаемых от заказчика и третьих лиц в ходе проведения оценки, соблюдает конфиденциальность информации, полученной от заказчика, за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации.

Должен знать: законодательные и нормативные правовые акты, регулирующие оценочную деятельность в Российской Федерации; руководящие и методические материалы, регламентирующие порядок оценки объекта оценки; стандарты оценки для определения соответствующего вида стоимости объекта оценки; методы проведения оценки объектов оценки и установления цены сделки; порядок заключения договора между оценщиком и заказчиком; законодательные и нормативные акты по налогообложению; таможенные правила; этику делового общения; правила проведения переговоров с клиентами; основы статистики; организацию бухгалтерского учета и анализа хозяйственной деятельности; правила пользования вычислительной техникой, средствами связи и коммуникаций; передовой отечественный и зарубежный опыт в области оценочной деятельности; порядок составления установленной отчетности; законодательство о труде.

Требования к квалификации.

Оценщик I категории: высшее профессиональное образование и дополнительная подготовка в области оценочной деятельности, стаж работы по специальности не менее 5 лет.

Оценщик II категории: высшее профессиональное образование и дополнительная подготовка в области оценочной деятельности, стаж работы по специальности не менее 2 - 3 лет.

Оценщик: высшее профессиональное образование и дополнительная подготовка в области оценочной деятельности, без предъявления требований к стажу работы по специальности.

В рамках классификации основных субъектов оценки бизнеса (заказчиков) можно выделить:

- предприятие, являющееся юридическим лицом;
- собственников предприятия, которые подразделяются на:
 - а) владельцев, обладающих абсолютным правом собственности (включая имущественную компоненту) и соответственно полной (неограниченной) ответственностью по долговым обязательствам предприятия;
 - б) корпоративных владельцев, имеющих только обязательственные права по отношению к предприятию и, как следствие, несущих ответственность по его долгам, ограниченную их взносом в уставный капитал (например, в виде пакета приобретенных акций);
- различные юридические и физические лица из внешнего рыночного окружения, к которым относятся:
 - а) индивидуальные кредиторы и финансово-кредитные учреждения;
 - б) страховые компании или агентства;
 - в) потенциальные инвесторы;
 - г) фондовые биржи;
 - д) арендаторы;
- государство, представленное различными органами, в том числе:

- а) Министерством экономики и развития;
 - б) Министерством управления государственным имуществом;
 - в) антимонопольным комитетом;
 - г) налоговой службой;
 - д) арбитражными судами;
 - региональные образования, представляемые:
 - а) комитетами по управлению муниципальным имуществом;
 - б) комитетами по занятости населения;
 - иностранные юридические и физические лица, международные организации:
 - а) зарубежные инвесторы;
 - б) международные кредитные фонды.
- К объектам оценки относятся:
- отдельные материальные объекты (вещи);
 - совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия);
 - право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;
 - права требования, обязательства (долги);
 - работы, услуги, информация;
 - иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте.
- Данную классификацию можно также представить в следующем виде:
1. все недвижимое имущество (за исключением предприятий как имущественных комплексов)
 2. движимое имущество (машины, оборудование, транспортные средства);
 3. результаты интеллектуальной деятельности (патенты, конфиденциальная информация, имеющая коммерческую стоимость, товарный знак);
 4. ценные бумаги, паи, доли в уставных капиталах, а также предприятия как имущественные комплексы.
- Вид оценки собственности задается тремя параметрами:
1. целью и задачами оценки;
 2. базой и видом определяемой стоимости;
 3. организационно-правовой формой предприятия или формой (видом) собственности.

Основная цель оценки собственности — определить реальную ценность (стоимость) обладания конкретным имуществом, объектом собственности, которая проявляется в стоимости (цене) владения, распоряжения, управления и пользования для удовлетворения определенных потребностей собственника и получения дохода (пользы, выгоды) от его эксплуатации. Конкретные цели оценки зависят от определенных причин, вызывающих необходимость ее проведения.

Проведение оценки объектов оценки является **обязательным** в случае вовлечения в сделку объектов, принадлежащих полностью или частично Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям, в том числе:

- в целях их приватизации, передачи в доверительное управление либо передачи в аренду;
 - при использовании объектов оценки в качестве предмета залога;
 - при продаже или ином отчуждении объектов оценки;
 - при переуступке долговых обязательств, связанных с объектами оценки;
 - при передаче объектов оценки в качестве вклада в уставные капиталы, фонды юридических лиц,
- а также *при возникновении спора* о стоимости объекта оценки, в том числе:
- при национализации имущества;
 - при выкупе или ином предусмотренном законодательством Российской Федерации изъятии имущества у собственников для государственных или муниципальных нужд;
 - при ипотечном кредитовании физических лиц и юридических лиц в случаях возникновения споров о величине стоимости предмета ипотеки;
 - при составлении брачных контрактов и разделе имущества разводящихся супругов по требованию одной из сторон или обеих сторон в случае возникновения спора о стоимости этого имущества;
 - при проведении оценки в целях контроля за правильностью уплаты налогов в случае возникновения спора об исчислении налогооблагаемой базы [50].

Существуют также другие случаи обязательной оценки:

- при оплате акций неденежными средствами для определения рыночной стоимости вносимого в уставный капитал акционерного общества имущества;
- в случае выкупа акций акционерным обществом по требованию акционеров;

- в случае оплаты либо увеличения неденежным вкладом доли участника общества с ограниченной ответственностью на сумму более 200 МРОТ;
- в случае внесения паевого взноса в производственных кооперативах, превышающего 250 МРОТ;
 - в сделках и ипотечными ценными бумагами;
 - при продаже предприятия либо части имущества должника в период внешнего управления, при продаже имущества в ходе конкурсного производства;
 - в случае возникновения имущественных и иных споров, связанных с обязательным или добровольным страхованием имущества и ответственности;
 - при спорах о возмещении реального вреда и вреда в виде неполученного дохода (упущенной выгоды), а также при стоимостной оценке морального вреда, нанесенного участникам правоотношений;
 - при наличии споров в административном, арбитражном, гражданском и уголовном судопроизводстве по вопросам различных видов стоимости имущества и имущественных прав, а также иных объектов собственности;
 - в других случаях оценка, в том числе повторная, может быть проведена оценщиком на основании соответствующего определения суда.

Добровольную оценку собственности проводят в целях:

- повышения эффективности текущего управления собственностью;
- определения стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятий на фондовом рынке;
- определения стоимости собственности в случае ее купли-продажи целиком или по частям;
- реструктуризации. 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, конвертации, величину премии, выплачиваемой акционерам поглощаемой фирмы;
- разработки плана развития собственности. В процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы от собственности, степень ее устойчивости и ценность имиджа;
- определения кредитоспособности собственника 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 собственности;
- 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 объекта собственности.

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

Цели оценки определяют с учетом конкретной ситуации (обстоятельств, и условий, которые вызвали необходимость проведения оценки) собственники, владельцы оцениваемых объектов имущества, потенциальные инвесторы и третьи лица (страховые компании, местные муниципальные и судебные органы, кредитно-финансовые организации, инвестиционные компании).

Приведем пример классификации решаемых ими различных типов задач в отношении оценки предприятия (табл. 1.1).

Таблица 1.1

Классификация типов задач, решаемых различными субъектами в системе оценочной деятельности

Субъект оценки	Наименование оценки	Тип решаемой задачи
Предприятие как юридическое лицо	Текущая	Обеспечение экономической безопасности, выживаемости
	Плановая	Разработка плана (стратегии) развития предприятия
Собственник	Базовая	Выбор экономически целесообразного варианта распоряжения собственностью
	Реструктуризационная	Составление объединительных или разъединительных балансов
	Коммерческая	Обоснование цены купли-продажи предприятия или его части
	Ликвидационная	Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия

Продолжение таблицы 1.1		
Кредитные учреждения	Кредитная	Проверка финансовой дееспособности заемщика
	Залоговая	Определение возможного размера ссуды, выдаваемой под залог
	Страховая	Установление размера страхового взноса
Страховые компании	Компенсационная	Определение суммы страховых выплат при наступлении страхового случая
Фондовые биржи	Информационная	Расчет конъюнктурных характеристик
	Акционерная	Проверка обоснованности котировок ценных бумаг
Инвесторы	Инвестиционная	Проверка экономической целесообразности инвестиционных вложений
	Предельная	Определение максимально допустимой цены покупки предприятия с целью включения его в инвестиционный проект
Государственные и муниципальные органы	Приватизационная	Подготовка предприятия к приватизации (разработка и реализация комплекса мероприятий)
	Фискальная	Определение облагаемой базы для начисления различных видов налогов
	Арбитражная	Установление выручки средств от принудительной ликвидации через процедуру банкротства
	Социальная	Разработка планов социального развития

Профессиональный оценщик в своей деятельности всегда руководствуется конкретной целью, которую ставит перед ним заказчик. Четкая, грамотная формулировка цели позволяет правильно определить вид рассчитываемой стоимости, выбрать метод оценки. Как правило, цель оценки состоит в определении какой-либо оценочной стоимости.

1.2. Виды стоимости и принципы оценки собственности

Стоимость – это деньги или денежный эквивалент, который покупатель готов обменять на какой-либо предмет или объект. Важно проводить различия между понятиями стоимость, затраты и цена (рис.1.1) [51].



Рис. 1.1. Отличие стоимости от затрат и цены

Стоимость обычно анализируется с точки зрения возможного покупателя. Стоимость (value) – это мера того, сколько гипотетический покупатель готов будет заплатить за оцениваемую собственность. Затраты (cost) – это мера издержек, необходимых для того, чтобы создать объект собственности, сходный с оцениваемым. В зависимости от ряда факторов, включая потребности покупателя, наличие равноценных объектов и активность других покупателей, эти затраты могут быть выше или ниже стоимости на дату оценки. Цена (price) – это исторический факт, отражающий то, сколько было затрачено на покупку объекта собственности.

Сразу же необходимо уточнить понятие стоимости в отношении оценочной деятельности. В Постановлении Правительства РФ от 06.07.2001 №519 «Об утверждении стандартов оценки» понятие стоимости обращено к цене, о которой с наибольшей вероятностью договорятся покупатель и продавец товара или услуги, имеющихся в наличии для продажи. Помимо способности участников рынка, т.е. покупателей и продавцов, купить и продать, стоимость товара или услуги может быть обусловлена альтернативной экономической полезностью или функциями, связанными с ними, или она может отражать необычные или нетипичные рыночные условия.

Экономическое понятие стоимости выражает рыночный взгляд на выгоду, которую имеет обладатель данного товара или клиент, которому оказывают данную услугу, на момент оценки стоимости. Необходимо сразу уточнить, что практикующие оценщики применяют термин стоимость в сочетании с определяющим прилагательным - конкретизирующим, какая именно стоимость имеется в виду.

Под **рыночной стоимостью** объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытом рынке в форме публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме.[50]

Стандартами определены следующие виды стоимостей, отличные от рыночной стоимости [36]:

а) *стоимость объекта оценки с ограниченным рынком* - стоимость объекта оценки, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров;

б) *стоимость замещения объекта оценки* - сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, с учетом износа объекта оценки;

в) *стоимость воспроизводства объекта оценки* - сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки, с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки;

г) *стоимость объекта оценки при существующем использовании* - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из существующих условий и цели его использования;

д) *инвестиционная стоимость объекта оценки* - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях;

е) *стоимость объекта оценки для целей налогообложения* - стоимость объекта оценки, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов (в том числе инвентаризационная стоимость);

ж) *ликвидационная стоимость объекта оценки* - стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов. Срок экспозиции объекта оценки - период времени начиная с даты представления на открытый рынок (публичная оферта) объекта оценки до даты совершения сделки с ним;

з) *утилизационная стоимость объекта оценки* - стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки;

и) *специальная стоимость объекта оценки* - стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости.

На западе стоимость компании является главным критерием, по которому оценивается эффективность ее работы на рынке. К этому постепенно приходят и российские компании. Несмотря на разнообразие целей оценки и видов стоимостей, стоимость всегда должна соотноситься с целями (см. Приложение 1).

В Стандартах также дается определение трех основных подходов к оценке: затратного, сравнительного и доходного [36].

– Затратный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки, с учетом его износа;

– Сравнительный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними.

– Доходный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

Согласно требованиям Стандартов, оценщик при проведении оценки обязан использовать (или обосновать отказ от использования) данные подходы к оценке. При этом оценщик вправе самостоятельно определить в рамках каждого из подходов конкретные методы оценки, определяемые в Стандартах как способ расчета стоимости объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке.

Оценщик на основе полученных в рамках каждого из подходов результатов определяет итоговую величину объекта оценки, при этом согласно требованиям Стандартов итоговая величина стоимости оценки должна быть выражена в рублях в виде единой величины, если в договоре об оценке не предусмотрено иное. Данная стоимость может быть признана рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом оценки, если с даты составления отчета об оценке до даты совершения сделки с объектом или даты представления публичной оферты прошло *не более 6 месяцев*.

Теоретической основой процесса оценки является система оценочных принципов, сформулированных в результате многолетнего опыта зарубежных и отечественных оценщиков. При оценке собственности можно выделить четыре группы взаимосвязанных оценочных принципов (рис.1.2):

1. основанные на представлениях собственника;
2. связанные с эксплуатацией собственности;
3. обусловленные действием рыночной среды;
4. наилучшего и наиболее эффективного использования собственности.

Первая группа принципов включает в себя:

1. *Принцип полезности*, который заключается в том, что чем больше объект собственности способен удовлетворять потребность собственника, тем выше его стоимость. С точки зрения любого пользователя оценочная стоимость собственности не должна быть выше минимальной цены на аналогичный объект собственности с такой же полезностью, кроме того, за

объект не разумно платить больше, чем может стоить создание нового объекта с аналогичной полезностью в приемлемые сроки.

2. *Принцип замещения* - он определяется следующим образом: максимальная стоимость объекта оценки определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью.

3. *Принцип ожидания или предвидения* – заключается в определении текущей стоимости дохода или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения данным объектом собственности.



Рис. 1.2. Принципы оценки собственности [51, 32]

Вторая группа принципов включает в себя:

1. *Принцип вклада* – суть которого заключается в следующем: включение любого дополнительного актива в систему собственности экономически целесообразно, если получаемый прирост стоимости этой собственности больше затрат на приобретение этого актива.

2. *Принцип остаточной продуктивности* – поскольку земля физически недвижима, факторы рабочей силы, капитала и управления должны быть привлечены к ней. Сначала должна быть произведена компенсация за эти факторы, а оставшаяся сумма денег идет в оплату пользования земельным участком ее собственнику. Остаточная продуктивность земельного участка определяется как чистый доход после того, как оплачены затраты на менеджмент (предпринимательскую деятельность), труд и капитал.

3. *Принцип предельной производительности* – заключается в том, что 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.

4. *Принцип сбалансированности (пропорциональности)* – согласно которому любому типу собственности соответствует оптимальное сочетание факторов производства. Если нарушается принцип баланса, то появляется «недоулучшенная» либо «переулучшенная» собственность.

5. *Принцип оптимального размера* – одним из важных моментов действия данного принципа является соответствие размеров собственности потребностям рынка. Так, если предприятие является слишком большим для удовлетворения потребностей рынка, то его эффективность падает, особенно если затруднена доставка ресурсов или товаров.

6. *Принцип экономического разделения и соединения имущественных прав собственности* – имущественные права следует разделить и соединить таким образом, чтобы увеличить общую стоимость объекта. Разделение прав может осуществляться по-разному, например:

- 1) физическое разделение;
- 2) разделение по времени владения;
- 3) разделение по правам пользования (лицензия);
- 4) разделение по видам имущественных прав (партнерство, аренда);
- 5) разделение по залоговым правам.

Третья группа принципов обусловлена действием рыночной среды и включает в себя:

1. *Принцип зависимости от внешней среды* – стоимость оцениваемой собственности зависит от характера и стоимости окружающей собственности. Но и сама собственность влияет на стоимость окружающих объектов.

2. *Принцип соответствия* – заключается в том, что максимальная стоимость возникает тогда, когда уровень архитектуры, удобств, характера использования собственности соответствует потребностям и ожиданиям

рынка. Данный принцип реализуется в виде двух принципов: *регрессии и прогрессии*. Регрессия имеет место, когда собственность характеризуется излишними применительно к данным рыночным условиям улучшениями. Рыночная цена такой собственности, вероятно, не будет отражать ее реальную стоимость и будет ниже реальных затрат на ее формирование. Прогрессия имеет место, когда в результате функционирования соседних объектов, например объектов, обеспечивающих улучшенную инфраструктуру, рыночная цена данной собственности, скорее всего, окажется выше ее стоимости.

3. *Принцип соотношения предложения и спроса* – на стоимость объектов собственности оказывает большое влияние соотношение спроса и предложения. Если спрос превышает предложение, то при постоянстве факторов цены растут; если предложение превышает спрос, цены падают. Обычно спрос оказывает на цену предприятия большее влияние, чем предложение, так как он более изменчив.

4. *Принцип конкуренции* – 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.

5. *Принцип изменения* – изменение политических, экономических и социальных условий влияет на конъюнктуру рынка и уровень цен. Стоимость собственности изменяется. Следовательно, оценка стоимости должна проводиться на определенную дату.

Четвертый принцип – наилучшего и наиболее эффективного использования является основным принципом оценки, так как он определяет выбор факторов, влияющих на стоимость собственности. Он предусматривает разумное и возможное использование объекта оценки, которое обеспечит ему наивысшую текущую стоимость на конкретную дату оценки. При этом данное использование должно быть:

- законодательно разрешено;
- физически осуществимо;
- финансово обосновано с точки зрения окупаемости инвестируемого капитала;
- обеспечит наивысшую стоимость или доходность объекта.

Этот принцип является объединяющим для всех других принципов оценки собственности.

1.3. Регулирование деятельности оценочных организаций в Российской Федерации и за рубежом

В основу регулирования оценочной деятельности в РФ положены следующие принципы:

- независимая оценочная деятельность является самостоятельным видом предпринимательской деятельности;
- оценка является самостоятельным научным направлением, со своей методологией, терминологией, принципами исследований;
- становление и развитие оценки возможно только в условиях рыночных отношений и правового регулирования предпринимательской деятельности;
- базируясь на мировом опыте оценочной деятельности, в современных условиях России, необходимо создавать и развивать национальную систему оценки. Недопустимо как копирование зарубежного опыта, так и создание «принципиально новых» подходов;
- развитие оценочной деятельности возможно только на основе общего правового, методологического и информационного пространства на всей территории Российской Федерации. Создание изолированных региональных или ведомственных нормативных и инструктивных и иных документов, не основанных на общероссийской системе оценки, является недопустимым;
- мероприятия по развитию оценочной деятельности должны отвечать текущим потребностям проводимых экономических реформ;
- государственная и частная оценочная деятельность должны проводиться на общей правовой, методологической и информационной основе и дополнять друг друга;
- эффективным развитие оценочной деятельности может быть только при соблюдении принципа баланса прав и обязанностей всех участников оценочного процесса, при наличии добросовестной конкуренции независимых оценщиков.

Тематика регулирования оценочной деятельности в России на сегодняшний день является актуальным вопросом для обсуждения, особенно в свете грядущих изменений, и, безусловно, заслуживает пристального внимания, как в среде оценщиков, так и в самой широкой аудитории, которая может быть заинтересована в услугах этой профессии.

Согласно определению: «регулирование оценочной деятельности - система мер и процедур, направленных на повышение качества оценочных услуг и соответствие их определенным критериям, устанавливаемым профессиональным сообществом оценщиков (саморегулирование или государственными органами (государственное регулирование), или совместно».

В настоящее время мы находимся на одной из последних стадий становления системы подготовки, организации деятельности, выработки стандартов и этических норм поведения оценщиков. Весь этот процесс проходит достаточно быстро, так как он базируется, во-первых, на имеющемся мировом опыте и, во-вторых, на высоком базовом уровне подготовки людей, занимающихся этой профессиональной деятельностью.

В разных странах становление профессии оценщика происходило по-разному. В каждой стране выработаны свои критерии и требования, предъявляемые к оценщикам.

Для оценщиков в США в свое время был характерен низкий уровень профессиональной подготовки. Сейчас оценочной деятельностью занимаются хорошо подготовленные специалисты с достаточно узкой специализацией. Оценка недвижимости в США – поле деятельности специалистов с большим опытом работы, высшим образованием (на уровне университетского колледжа) и специализированной подготовкой в области оценки. В США оценщики недвижимости, как правило, не занимаются оценкой бизнеса, личной и интеллектуальной собственности.

Оценщики недвижимости в США разделяются на еще более узкие группы специалистов. Существует специализация по месту оценки (например, Западный Лос-Анджелес или графство Санта-Барбара в Калифорнии), по объекту оценки (например, только оценка гостиниц или мини-складов, парков мобильных домов). Есть специалисты по оценке приносящей доход недвижимости или по оценке не приносящих доход объектов.

Принятие федеральных законов в США сделало обязательным лицензирование оценочной деятельности властями штатов. До этого оценочная деятельность регулировалась только профессиональными обществами оценщиков. Таких обществ в США много, но на достаточно высоком профессиональном уровне действовали только три из них: Американский институт оценщиков недвижимости, Общество оценщиков недвижимости и Американское общество оценщиков. Впоследствии первые две профессиональные организации объединились в Институт оценки.

В США оценка – поле деятельности небольших оценочных компаний, как правило, имеющих юридическую форму товариществ. Такие фирмы часто принадлежат одному, реже двум владельцам-партнерам. В таких фирмах обычно заняты 3-10 сотрудников.

Государственного регулирования деятельности профессиональных оценщиков в Великобритании не существует. Любой человек в принципе может заняться бизнесом в качестве оценщика и взяться за оценку недвижимости. Это дает возможность самим оценщикам рекламировать свои услуги с позиций своей репутации как людей компетентных и приверженных профессиональным правилам поведения. Это достигается через профессио-

нальные организации, среди которых лидирующие позиции занимает Королевское общество сертифицированных специалистов по недвижимости. Членство в подобных обществах достигается через сдачу экзаменов и после определенного периода практической работы под наблюдением опытного специалиста. Серьезным доверием на рынке недвижимости пользуются и принимаются в качестве истинных лишь те оценочные документы, которые подписаны квалифицированным оценщиком, являющимся членом соответствующего профессионального объединения.

Поскольку государство в Великобритании не аттестует и не лицензирует оценщиков, оно и не устанавливает стандартов оценки. Тем не менее оценочные стандарты используются в стране с 70-х годов. Но выработаны эти стандарты профессиональными негосударственными объединениями, а не правительством.

Несмотря на перечисленные различия, можно выделить общие требования, которые предъявляются к оценщику во всех странах:

- соответствующие знания;
- постоянная работа по совершенствованию своих знаний и формированию баз рыночных данных;
- опыт работы (считается, что профессионалом оценщик становится после приблизительно 3-5 лет практической деятельности);
- независимость и объективность;
- высокие личностные качества оценщика;
- пунктуальность в соблюдении сроков выполнения контракта (договора);
- активное участие в работе общественных организаций оценщиков.

В нашей стране при рассмотрении вопросов необходимости и способов регулирования принимался во внимание весь спектр существующих механизмов с учетом достоинств и недостатков. Рассмотрим данные механизмы государственного регулирования.

1. Механизм - правовое регулирование оценочной деятельности

Это регулирование с помощью норм права. Осуществляется путем наделения сторон при осуществлении оценочной деятельности соответствующими правами и обязанностями. Законодатель формирует рамки действия субъектов правоотношений. При этом основным способом защиты прав является судебная защита. В случае нарушения норм права, в принципе, отсутствует необходимость обращения в регулирующий орган. Судебное решение имеет большую силу, чем решение такого органа. В случае отмены государственного регулирования оценочной деятельности, правовое регулирование не перестанет иметь силы.

Одной из существующих проблем в области правового регулирования оценочной деятельности является неподготовленность российской пра-

вовой системы к терминологии и методологии профессиональной оценки. Стандарты и законодательство по оценке стран с развитой рыночной экономикой представляют собой достаточно гибкий инструмент. Так, оценщики в США имеют механизмы отхода от стандартов в проведении оценочных работ. Общее содержание регулятивных актов по оценке представляет собой методологическую базу, ориентир для действия, профессиональный кодекс работы. Специфика оценочной деятельности, как работы, требующей не всегда стандартных подходов к объектам и целям оценки, носящей исследовательский характер и требующей, особенно в российских условиях, гибкости в методологии и свободы оценщика в выборе путей проведения оценки, не может регулироваться жесткими законами и стандартами. Общая правовая традиция России, с одной стороны, жестко требующая выполнения буквы закона и тенденция к бесконечному поиску несовершенств в законе и путей его обхода, не совсем совместима с профессиональным самосознанием оценщиков в зарубежных странах, где основной целью регламентационных актов является повышение качества и профессионализма оценщиков, а не жесткое регулирование их деятельности и создание ситуации вечного противоречия между законами и практикой их применения.

Хотя, стоит отметить, принятое законодательство и нормативные акты, регулирующие оценочную деятельность и обязательные к применению, в целом, соблюдаются. Однако, относительно не тщательная детализированность регулирования, не затрагивающая большого круга вопросов методологии и практики оценки, создает ситуацию, когда нормативные акты формально соблюдаются, но оценочные услуги предоставляются крайне некачественно, и, зачастую, носят откровенно заказной характер. Существует и обратная ситуация - качественные отчеты, с точки зрения методологии, где находятся терминологические или иные формальные несоответствия закону и стандартам, обязательным к применению, подвергаются опасности быть из-за этого оспоренными.

2. Механизм - государственное регулирование оценочной деятельности

Необходимость государственного регулирования оценочной деятельности возникла в России в связи с переходным периодом. Как известно, при таком регулировании присутствует насаждение «сверху» профессионального института в целях быстрейшего формирования оценочной деятельности в РФ. Создание института оценочной деятельности сформировано объективными потребностями в экономике, для упорядочивания имущественных отношений, защиты государственного и частного имущества от правонарушений в области оборота имущества. Регулирование оценочной деятельности интегрировано в правовую систему РФ. Так, например, оно связано с некоторыми положениями оборота госсобственности в части приватизации:

с 1997 года приватизация в РФ признается возмездным процессом, а для адекватного определения стоимости, пополнения бюджета и не допущение приватизации государственного имущества с нарушением интересов РФ, необходимы развитые оценочные отношения с участием государства в их становлении для защиты собственных интересов.

Сферу государственного и правового регулирования оценочной деятельности можно разграничить как функции и деятельность государственных органов, направленных на контроль за оценочной деятельностью и сферу действия норм права, определяющих права и обязанности субъектов оценочной деятельности, соответственно. К сфере государственного регулирования оценочной деятельности можно отнести принятие Минимуществом РФ методик оценки некоторых видов объектов имущества, но необязательных к применению. Так, некоторые методические рекомендации (например «Методические рекомендации по оценке объектов интеллектуальной собственности», «Методические рекомендации по определению рыночной стоимости земельных участков») не носят обязательный характер, но являются рекомендательными к использованию. Таким образом, одной из основных целей государственного регулирования является повышение качества оценочных услуг. Однако, стоит отметить другие меры государственного регулирования оценочной деятельности, направленные на защиту прав и интересов граждан в ходе осуществления оценочной деятельности, которые вытекают из сути лицензирования оценочных услуг - это функции государственного регулирования, в задачи которых входит администрирование деятельности лицензиатов (учет, выдача, приостановления или прекращения лицензий), проведение проверок, инспекция отчетов. В настоящее время вместо Минимущества РФ регулирующим органом определено Министерство экономического развития и торговли.

Основными инструментами государственного регулирования оценочной деятельности в РФ являются:

- лицензирование оценщиков и контроль за соблюдением ими лицензионных требований и условий (до 01.07.2006г.);
- установление требований к профессиональной подготовке и переподготовке специалистов в области оценки стоимости (утвержден перечень 97 образовательных учреждений, имеющих образовательные программы в области оценочной деятельности);
- система страхования гражданской ответственности оценщиков;
- формирование методологической базы оценочной деятельности;
- создание условий для становления и развития саморегулируемых организаций оценщиков.

Все эти инструменты реализуются в настоящий момент в полной мере. В тоже время сейчас четко прослеживается тенденция перехода от го-

сударственного регулирования оценочной деятельности к ее саморегулированию.

3. Механизм – саморегулирование.

Основной идеей перехода к саморегулированию является постулат либеральных реформ о том, что в условиях либеральных отношений государство должно ограничить свои регулирующие функции и по возможности передать большинство возможных регулирующих полномочий общественным механизмам. Необходимость отказаться от государственного доминирования продиктована проводимыми либеральными реформами в РФ. Кроме того, реформы проводятся исходя из сложившейся международной практики. Так, в большинстве стран с развитой рыночной экономикой, как уже говорилось, функции по регулированию оценочной деятельности переданы саморегулируемым организациям.

Конечно, проводимая реформа регулирования оценочной деятельности имеет свои проблемы, основной из которых является насаждение перемен «сверху», попытка создания государством общественных механизмов регулирования.

Основным положительным моментом в переходе от государственного регулирования к саморегулированию является то, что профессиональные общественные объединения, кроме контроля над соблюдением законодательства в области оценочной деятельности, могут проводить контроль за соблюдением этических норм профессиональной деятельности, что повышает престиж профессии и обеспечивает качество оценочных услуг.

Этика оценщика представляет собой систему ценностей оценщика, как субъекта определенной профессии. Этичное поведение оценщика направлено на благо профессии в целом, на укрепление доверия к профессии. Этика - это представление о должном и не должном поведении, она не подпадает под сферу государственного или правового регулирования. Нарушение этики не может повлечь юридических или административных санкций со стороны государственных органов, однако может повлечь определенные негативные последствия, исходящие от саморегулируемой организации.

Кроме того, дополнительным преимуществом саморегулирования оценочной деятельности является то, что саморегулируемые организации, как показала международная практика, устанавливают, с одной стороны, более детальную стандартизацию, что улучшает качество оценочных услуг, с другой стороны, международные стандарты предоставляют определенную гибкость в их применении, что не допускает догматизма и «зарегулированности» оценочной деятельности. В российских условиях саморегулирование оценочной деятельности может позволить внедрить международные стандарты оценки, при этом, не адаптируя его терминологию к российскому законодательству и не внося существенных изменений, что необхо-

димо при государственном регулировании оценочной деятельности и является серьезным барьером в регулировании.

Однако, саморегулирование - не идеальный инструмент контроля за оценочной деятельностью. В международной практике профессиональные организации оценщиков устанавливают серьезные барьеры для вступления в профессию оценщиков (например, обязательный стаж в оценочной деятельности в течении нескольких лет). Существует опасность превращения саморегулируемых организаций в закрытые «касты», что снизит конкуренцию на рынке и может отрицательно сказаться на качестве оценочных услуг. Отчасти, для предотвращения этого явления и полного саморегулирования оценочных услуг необходимо участие в сертификации оценщиков потребителей их услуг, однако это, в свою очередь, может стать угрозой независимости оценщиков.

В представленной ниже схеме (рис. 1.3.) приведены основные достоинства и недостатки механизмов регулирования оценочной деятельности как систем контроля.



Рис. 1.3. Преимущества и недостатки различных форм регулирования оценочной деятельности [40]

В то же время вокруг установления той или иной системы регулирования или контролирующего органа разворачивался и до сих пор существует конфликт интересов.

Интересы различных органов, структур, центров влияния на вопросы регулирования оценочной деятельностью связаны со следующими позициями:

- возможность лицензирования и создание барьеров для вступления в деятельность, установления образовательных цензов;
- установление стандартов оценки;
- регулирование качества услуг;
- возможности контроля рынка оценочных услуг;
- определение степени свободы оценщиков, передел рынка, контроль за оценщиками;
- регулирование статуса отчетов об оценке, определение их силы, возможности их оспаривания, пределов возможности служения отчета для частных интересов;
- контроль за привлечением к ответственности оценщиков;
- определения степени независимости оценщиков.
- влияния на процесс утверждения отчета об оценке как документа имеющего силу доказательственного значения
- влияния на потребителей оценочных услуг, использование инструментов вызывания, торможения, ускорения, прерывания хозяйственных процессов и перераспределения собственности

В данный момент можно утверждать, что доминирующим механизмом регулирования оценочной деятельности является государственное регулирование. Однако уже в 2005-2006гг. произошли существенные трансформации в регулировании данной сферы услуг:

1. проводимое с июля 2001г. лицензирование оценочной деятельности с 1 июля 2006г. было отменено, хотя выданные ранее лицензии будут действовать, но в большей степени как имиджевая составляющая работы оценочной фирмы.

Основными лицензионными требованиями и условиями осуществления оценочной деятельности являлись [37]:

- наличие в штате юридического лица как минимум одного работника, для которого данное юридическое лицо является основным местом работы, имеющего соответствующую квалификацию в области оценочной деятельности, полученную в соответствии с согласованными профессиональными образовательными программами и подтвержденную документом об образовании;
- наличие у индивидуального предпринимателя соответствующей квалификации в области оценочной деятельности, полученной в соответ-

ствии с согласованными профессиональными образовательными программами и подтвержденной документом об образовании;

– повышение не реже 1 раза в 3 года квалификации в области оценочной деятельности работника (работников) юридического лица и индивидуального предпринимателя (программа повышения квалификации включает в себя обязательные дисциплины в объеме не менее 72 часов и дисциплины по выбору в объеме не менее 32 часов.). При этом утверждены требования к программам профессиональной переподготовки по оценочной деятельности и список вузов, осуществляющих подготовку в соответствии с этими программами.

– страхование гражданской ответственности лицензиата путем заключения договора страхования по конкретному виду оценочной деятельности (в зависимости от объекта оценки) либо по конкретному договору об оценке объекта оценки;

Лицензия на осуществление оценочной деятельности выдавалась на 5 лет и стоимость ее получения составляла 1 300 руб.

2. Роль лицензирования теперь будет выполнять членство в саморегулируемых организациях. На начало 2006г. их состав выглядел следующим образом (табл. 1.3).

Таблица 1.3

Саморегулируемые организации оценщиков в РФ

	Юридические лица	Физические лица
Российская Коллегия Оценщиков	НП «РКО»	НП «НКСО»
Российское Общество Оценщиков	РОО	НП «ПАРТНЕРСТВО РОО»
Саморегулируемая Межрегиональная Ассоциация Оценщиков	НП «СМАО»	НП «СМАО»
Ассоциация Российских Магистров Оценки	НП «АРМО»	Общероссийская общественная организация «АРМО»
Федерация независимых оценщиков и экспертов	НП «ФНОЭ»	-
Российский Союз Свободных Оценщиков	НП «РОССО»	НП «РОССО-С»
Высшая Школа Приватизации и Предпринимательства	НП «МСО»	НП «МСО»
Высшая Школа Приватизации и Предпринимательства, Межрегиональный союз оценщиков	НП «МПО»	НП «МПО»
Российское общество профессиональных оценщиков и управляющих недвижимостью - сервейеров	НП «РООС»	НП «РООС»

Помимо всего прочего, членство в СРО позволит устранить демпинг, улучшить качество оценочных услуг и, наконец, существенно легче станет

осуществлять контроль за самим рынком, предотвращать появление на нем недобросовестных оценочных компаний.

При этом каждая компания стремится сейчас стать членом первых трех крупнейших профессиональных союзов в списке. Например, из числа участников рейтинга, проводимого среди оценочных организаций Эксперт РА, 54 компании (28% от общего количества участников рейтинга) являются членами РОО, 40 - СМАО и 35 - РКО и (см. рис. 1.4). Причем 16 из них являются членами одновременно двух профессиональных объединений. Кроме того, 42 компании - члены не только этих крупных профессиональных союзов, но и одновременно являются членами других профессиональных объединений, по большей части - региональных.

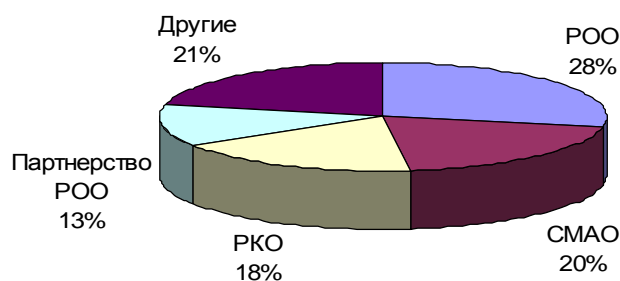


Рис. 1.4. Структура профессиональных объединений оценщиков

Повышение ответственности за результаты своей работы является главной задачей любых мер регулирования.

Оценщик несет ответственность прежде всего за осуществление своей деятельности с соблюдением требований законодательства и за правильное выполнение условий договора. В сфере предпринимательской деятельности выделяют определенные меры реагирования на правонарушения. Их можно разделить на три группы:

- оперативные санкции (получение предписаний и предупреждений об устранении нарушений);
- меры личной ответственности (исключение из членов саморегулируемого общества оценщиков);
- меры имущественной ответственности (в частности закон об ООО предусматривает солидарную субсидиарную ответственность оценщика в течение трех лет с момента государственной регистрации общества при недостаточности имущества при погашении обязательств в связи с завышением стоимости неденежных вкладов).

Законодательством (ст.171 Уголовного кодекса РФ) предусмотрена уголовная ответственность оценщиков как лиц, занимающихся незаконной предпринимательской деятельностью, при заключении договоров об оценке без соответствующего разрешения и извлечении дохода по этому договору в крупном размере (более 200 МРОТ).

Одним из основных требований к оценщику является наличие договора страхования гражданской ответственности оценщика как условие, обеспечивающее защиту прав потребителей услуг оценщиков, в том числе и государства (муниципального образования) как хозяйствующего субъекта, и собственника.

Страхование гражданской ответственности оценщиков является «механизмом защиты потребителей оценочных услуг от ошибок, допущенных оценщиком в процессе профессиональной деятельности».

Оценщик не вправе заниматься оценочной деятельностью без заключения договора страхования. Наличие страхового полиса служит обязательным условием для заключения договора об оценке объекта.

Особенность страхования гражданской ответственности оценщиков заключается в том, что согласно ст. 931 ГК РФ договор страхования риска ответственности за причинение вреда считается заключенным в пользу лиц, которым может быть причинен вред в результате профессиональной деятельности оценщиков. 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 оценщику.

Объектом страхования при страховании гражданской (профессиональной) ответственности оценщиков служат 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, риск наступления страхового случая по которым страховая компания принимает на страхование. Договор страхования гражданской ответственности оценщика должен быть заключен в письменной форме.

Страхование гражданской ответственности оценщиков может осуществляться в форме заключения договора страхования по конкретному виду оценочной деятельности (в зависимости от объекта оценки) либо по конкретному договору об оценке объекта оценки. Страховой случай по данному виду страхования — вступление в законную силу

решения суда, устанавливающего имущественную ответственность оценщика за причиненный им вред, явившийся результатом ненадлежащего выполнения своих обязанностей по оценке объекта и выразившийся в совершении ошибок или упущений. С наступлением страхового случая возникает обязанность страховой компании произвести выплату страхового возмещения.

Ст. 17 Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (1998 г.) не определяет минимальную страховую сумму. Согласно ст. 947 ГК РФ в договорах страхования гражданской ответственности страховая сумма устанавливается сторонами по их усмотрению. В некоторых случаях такая неопределенность приводит к формальному исполнению данного обязательства. Например, в практике работы оценочных компаний встречались такие, у которых имеются договоры со страховой суммой, не покрывающей реальные размеры возможных убытков в связи с осуществлением оценщиком своей деятельности.

В договоре страхования стороны могут оговорить размер некомпенсируемого страховщиком убытка - франшизы. Франшиза может быть условной и безусловной. После заключения договора страхования оценщик уплачивает страховой компании страховую премию, которая служит платой за принятие страховой компанией на себя обязательств при наступлении страхового случая произвести страховую выплату в соответствии с договором страхования. Размер страховой премии зависит от срока страхования, степени сложности объекта оценки, профессиональной подготовки и стажа работы оценщика, а также от других факторов, влияющих на степень риска наступления страхового случая.

1.4. Содержание отчета об оценке объекта собственности

Итогом проведения оценки в отношении различных объектов собственности является составление отчета, который является основным документом, представляющим результаты оценки. «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности», принятые в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 6 июля 2001г. [36], содержат описание основных требований к проведению оценки (табл. 1.4).

Независимыми параметрами оценки, которые определяются при заключении договора, являются масштаб исследования объектов собственности, вид определяемой стоимости и стоимость оценочных работ.

Согласно Федеральному закону «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» надлежащим исполнением оценщиком своих обязанностей является своевременное составление в письменной форме и передача заказчику отчета об оценке стоимости имущества предприятия.

Таблица 1.4.

**Классификация и характеристика основных требований
к проведению оценки [1]**

Классификация основных требований	Характеристика основных требований
1	2
Организация проведения оценки	Этапы проведения оценки: а) заключение с заказчиком договора об оценке; б) установление количественных и качественных характеристик объекта оценки; в) анализ рынка, к которому относится объект оценки; г) выбор метода (методов) оценки в рамках каждого из подходов к оценке и осуществление необходимых расчетов; д) обобщение результатов, полученных в рамках каждого из подходов к оценке, и определение итоговой величины стоимости объекта оценки; е) составление и передача заказчику отчета об оценке
Подготовка к проведению оценки	Оценщик осуществляет сбор и обработку: правоустанавливающих документов, сведений об обременении объекта оценки правами иных лиц; данных, относящихся к объекту оценки; информации о технических и эксплуатационных характеристиках объекта оценки; информации, необходимой для установления количественных и качественных характеристик объекта оценки с целью определения его стоимости, а также другой информации, связанной с объектом оценки. Оценщик определяет и анализирует рынок, к которому относится объект оценки, его историю, текущую конъюнктуру и тенденции, а также аналоги объекта оценки и обосновывает их выбор
Содержание оценки	Оценщик осуществляет необходимые расчеты того или иного вида стоимости объекта оценки с учетом полученных количественных и качественных характеристик данного объекта, результатов анализа рынка, к которому относится объект оценки, а также обстоятельств, уменьшающих вероятность получения доходов от данного объекта в будущем (рисков), и другой информации. Оценщик при проведении оценки обязан использовать (или обосновать отказ от использования) затратный, рыночный (сравнительный) и доходный подходы к оценке. Он вправе самостоятельно определять в рамках каждого из подходов конкретные методы оценки и на основе результатов, полученных в рамках каждого из подходов, определять итоговую величину стоимости объекта оценки
Требования к оценщику	Оценка имущества может проводиться оценщиком только при соблюдении требования о независимости оценщика. При заключении договора об оценке оценщик обязан предоставлять заказчику информацию о требованиях законодательства РФ об оценочной деятельности, в том числе о обязанностях оценщика, требованиях к договору об оценке и отчету об оценке, а также о стандартах оценки. Факт предоставления такой информации фиксируется в договоре об оценке

Отчет не должен допускать неоднозначного толкования или вводить в заблуждение. В отчете должны быть указаны дата составления и порядковый номер отчета, основание для проведения оценки, юридический адрес оценщика и сведения о выданной ему лицензии на осуществление оценочной деятельности по данному виду имущества (до 01.07.2006г.).

В отчете указывается дата проведения оценки – календарная дата, по состоянию на которую определяется стоимость объекта оценки. Это срок, в течение которого осуществляется процесс оценки. Дата оценки может не совпадать со временем проведения оценки. Оценщик может определить стоимость на любую дату с учетом определенных ограничений, которые должны быть указаны в отчете и достаточно обоснованы. Кроме того, в отчете должно быть указано, в каких целях может быть использовано экспертное заключение.

Отчет подписывается оценщиком и заверяется его печатью. Если оценка производилась разными специалистами, то отчет подписывается каждым оценщиком с указанием объектов, по которым он производил оценку. Стоимость собственности, отраженная в отчете, является достоверной, если судом не доказано обратное.



Пример структуры отчета об оценке бизнеса.

1. Введение.

Раздел включает:

- описание задания по оценке (цель оценки, кто выполняет оценку)
- описание рассматриваемой доли компании попадающей под оценку
- определение типа стоимости
- краткое описание предприятия
- краткое описание применяемых методов оценки
- величину стоимости
- дату оценки

2. Описание бизнеса.

Раздел включает пункты:

- использованные источники информации
- тип организации (корпорация, партнерство и т.п.)
- существующее состояние и перспективы развития экономики и отрасли
- история предприятия
- продукты, услуги, рынки и потребители
- чувствительность к сезонным или циклическим факторам.
- конкуренция
- основная производственная деятельность
- поставщики
- средства, в том числе крупные активы, как осязаемые, так и неосязаемые
- персонал (квалификация, текучесть)
- управление

- имущество (собственное и арендуемое)
- перспективы бизнеса
- прошлые сделки с аналогичными долями в бизнесе

В конце следует обобщить факторы положительно и отрицательно влияющие на стоимость предприятия

3. Финансовый анализ.

Раздел включает.

- материалы, содержащие балансовые отчеты, отчеты о прибылях и убытках, финансовые коэффициенты за исследуемый период времени с учетом цели оценки и сущности рассматриваемого бизнеса
- пояснения по поводу корректировок отчетных финансовых данных
- допущения принятые относительно проектировок на будущее
- прогнозные финансовые результаты бизнеса, если нужно
- сравнение финансовых показателей с показателями предприятий аналогов и со среднеотраслевыми показателями

Важно отметить, как влияет величина различных финансовых показателей на величину стоимости предприятия.

4. Методология оценки и выводы.

Раздел включает:

- использованный метод (методы) оценки и основания для их применения
- расчеты и логику рассуждений, которой придерживался оценщик при применении метода (методов) оценки
- способ получения значений переменных, таких, как дисконтные ставки, ставки капитализации или мультипликаторы оценки
- логические рассуждения и данные, приводимые в обоснование применения премий или скидок
- логические рассуждения, лежащие в основе согласования результатов различных оценочных расчетов, приводящего к одному расчетному значению стоимости.
- определение величины стоимости бизнеса.

Общее заключение по оценке.

Кроме указанных выше разделов в отчете следует указать:

- *Отсутствие личной заинтересованности оценщика*
- *Допущения и оговорки, имеющие существенное значение для оценки стоимости*
- *Копии документов о квалификации оценщика*
- *Условия конфиденциальности*

Стандартами оценочной деятельности предусматривается возможность экспертизы отчета об оценке. Данная экспертиза включает совокупность мероприятий по проверке соблюдения оценщиком при проведении оценки объекта требований законодательства РФ об оценочной деятельности и договора об оценке, а также достаточности и достоверности используемой информации, обоснованности сделанных оценщиком допущений, использования или отказа от использования подходов к оценке.

В связи с тем, что сбор и описание информации об объекте оценки и окружающей его среде является во многих методах оценки основопола-

гающей частью проведения расчета величины стоимости (особенно бизнеса), необходимо остановиться на этом вопросе подробнее.

1.5. Сбор, подготовка и анализ внутренней и внешней информации об объекте оценки

Информация, используемая в процессе оценки, должна отвечать требованиям:

- достоверности;
- точности;
- комплексности.

Оценка собственности основана на анализе ее стоимости с учетом прошлых затрат, текущего состояния и будущего потенциала. Для реализации такого комплексного подхода необходимо провести сбор и анализ большого количества информации. Для определения объема требуемой информации необходимо:

1. Изучить договор об оценке (техническое задание);
2. Провести интервью с заказчиком и собственником;
3. Провести осмотр и техническую экспертизу объекта оценки.

Информацию, необходимую для проведения оценки можно условно классифицировать:

- внешняя информация
- внутренняя информация.

Блок *внешней информации* описывает условия функционирования объекта собственности в отрасли и в экономике в целом.

К ним относятся:

- макроэкономические и отраслевые факторы;
- уровень инфляции,
- темпы экономического развития страны,
- нормативно правовая база;
- условия конкуренции на различных сегментах рынка и т.д.

К внешней информации так же относятся политические и социальные факторы, взаимодействие объекта оценки различными с производственно — хозяйственными структурами, со структурами управления и регулирования (налоговыми органами, органами самоуправления); со структурами финансово — кредитной системы (банками, кредитными организациями).

Все эти факторы образуют систематический риск, который возникает из внешних событий и не может быть устранен диверсификацией.

Основными источниками внешней информации являются:

- программы Правительства и прогнозы;

- данные международных финансовых организаций;
- аналитические обзоры информационных агентств;
- периодическая экономическая печать;
- Интернет.

Внутренняя информация характеризует особенности оцениваемой собственности. Данный блок обычно включает (рассмотрим на примере предприятия):

- характеристика отрасли,
- основные показатели текущего финансового состояния предприятия,
- организационно — правовая форма,
- размер уставного капитала,
- сведения о владельцах с наибольшей долей уставного капитала,
- принадлежность предприятия концернам, холдингам.

Также для оценки важны следующие данные, входящие в этот информационный блок:

- Ретроспективные данные об истории предприятия. Здесь важны два аспекта: описание процесса производства продукции по каждому виду продукции и описание истории предприятия.
- Описание маркетинговой стратегии предприятия — определяется, во-первых, внешними факторами, во-вторых, периодом жизненного цикла производимых товаров и, в-третьих, наличием производственных мощностей.
- Производственные мощности;
- Сведения о рабочем и управленческом персонале.

Также к внутренней информации относят финансовую информацию, целью которой служит оценка реального состояния дел на предприятии, анализ текущего состояния дел на дату оценки.

Все это будет служить основанием для ответа на вопрос о действительной величине чистой прибыли, финансового риска и рыночной стоимости материальных и нематериальных активов.

В конечном итоге все зависит опять таки от целей оценки, что влечет за собой и направление анализа финансового состояния фирмы.

Кроме того, для более детального анализа, подтверждающего или вносящего свои дополнительные плюсы или минусы, важна также внутренняя отчетность предприятия (оперативная или управленческая).

Работа оценщика с внутренней финансовой документацией проводится по следующим направлениям:

- Инфляционная корректировка отчетности;

- Нормализация бухгалтерской отчетности;
- Трансформация бухгалтерской отчетности;
- Вычисление относительных показателей.

Целью *инфляционной корректировки* отчетности являются: приведение ретроспективной информации за прошедшие периоды к сопоставимому виду; учет инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконтирования. Осуществляется это двумя способами:

- переоценка всех статей баланса по изменению курса рубля относительно курса более стабильной валюты;
- переоценка статей актива с помощью общего индекса цен (индекс потребительских цен) и определения коэффициента пересчета.

Нормализация отчетности проводится с целью определения доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса. Нормализующие корректировки финансовой документации могут проводиться по следующим направлениям:

1. корректировка разовых, нетипичных и неоперационных доходов и расходов (не связанные с основной деятельностью вложения; расходы, превышающие средние значения по аналогам; нетипичная ценовая политика, необычные расходы самих владельцев предприятия);
2. корректировка метода учета операций (методы учета запасов – ЛИФО, ФИФО; методы начисления амортизации – линейный и нелинейный);
3. корректировка данных отчетности с целью определения рыночной стоимости активов.

Трансформация отчетности не является обязательной в процессе оценки, но в условиях выхода российских предприятий на иностранных инвесторов требуется соответствие Международным стандартам.

Различия между российскими и международными стандартами отчетности можно выделить следующие:

- построение баланса по принципу возрастания или убывания ликвидности;
- состав себестоимости, продажа ниже себестоимости;
- распределение общехозяйственных (управленческих) расходов;
- состав управленческих расходов (% по кредитам банков);
- нормы начисления амортизации и т.д.

Ретроспективная финансовая отчетность за последние 3-5 лет анализируется оценщиком с целью определения будущего потенциала предприятия на основе его текущей и прошлой деятельности. Желательно использовать отчетность, которая прошла аудиторскую проверку. При этом выполняются:

- вертикальный и горизонтальный анализы финансовой отчетности – выявляет динамику изменений;
- расчет финансовых коэффициентов.

Применение в расчетах финансовых коэффициентов (показателей) дает возможность повысить «качество» оценки и составить объективное заключение о финансовом положении предприятия, поскольку позволяет определить тот круг сведений, который важен для пользователей финансовой отчетности с точки зрения принятия решений, а также представляет возможность глубже оценить положение данной отчетной единицы в системе хозяйствования и тенденции его изменения.

С их помощью можно выявить:

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

Результаты финансового анализа непосредственно влияют на прогнозирование доходов и расходов предприятия, на определение ставки приведенной стоимости будущих денежных потоков.

Финансовое состояние предприятия можно оценивать с точки зрения краткосрочной и долгосрочной перспектив. В первом случае критериями оценки являются ликвидность и платежеспособность предприятия. С позиции долгосрочной перспективы финансовое состояние характеризуется структурой источников средств и степенью зависимости предприятия от внешних источников финансирования.

Основными и наиболее доступными источниками исходной информации, для проведения анализа финансового состояния, являются стандартные формы бухгалтерской отчетности: баланс (форма № 1), отчет о прибылях и убытках (форма № 2), отчет об изменениях капитала (форма № 3), отчет о движении денежных средств (форма № 4) и приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5).

Обычно используется следующая методика анализа финансового состояния предприятия (рис.1.5).



Рис. 1.5. Схема методики анализа финансового состояния

Логическое построение предлагаемой методики выбрано согласно основополагающему принципу анализа «от общего к частному» и свойствам финансового состояния предприятия, которое характеризуется обеспеченностью финансовыми средствами, целесообразностью их размещения и эффективностью использования.

Как показано в этой методике, основная цель финансового анализа – получение небольшого числа ключевых (наиболее информативных) параметров, дающих объективную и точную картину финансового состояния предприятия, его прибылей и убытков, изменений в структуре активов и пассивов, в расчетах с дебиторами и кредиторами. Расчет коэффициентов в данном пособии приводиться не будет в связи с тем, что это является отдельным направлением, которое уже должно быть изучено студентами в дисциплинах – «Финансы предприятий», «Финансовая диагностика», «Финансовый менеджмент» [31].

Таким образом, финансовый анализ отражает настоящее положение фирмы, ее прошлые достижения, выявляет зависимость показателей финансово-хозяйственной деятельности от различных факторов, позволяет оценить относительное финансовое положение фирмы, раскрывает степень финансовых рисков.

При необходимости следует сравнить финансовые результаты предприятия с результатами по отрасли.

Подводя итог данного раздела, необходимо отметить, что целью работы по сбору информации является:

- Анализ истории предприятия с целью выявления будущих тенденций;
- Сбор информации для прогнозирования объемов продаж, денежных потоков, прибыли;
- Характерные критерии для данного бизнеса, например несистематический риск, возникающий время от времени;
- Анализ финансовой документации;
- Общение с руководителями предприятия для выявления более реалистического положения состояния предприятия.

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

В настоящее время в России рынок, связанный с оценочной деятельностью, не достаточно развит, поэтому сбор информации для оценки предприятия является наиболее трудоемкой частью всего процесса оценки. С целью частичного облегчения работ можно использовать информацию, размещенную в Интернете.

Остальные разделы отчета, включающие методологию расчетов, будут рассмотрены в следующих главах.

1.6. Становление оценочного бизнеса в России

В условиях отсутствия частной собственности такая профессия, как оценщик, не требовалась, так как государство в лице своих органов (Госкомстат, БТИ и т.д.) само определяло стоимость активов.

С развитием рыночных отношений в нашей стране все больше появляется потребность в профессиональных и независимых оценщиках.

Наибольшая потребность в оценщиках была связана с их участием в трех переоценках основных фондов в 1995-1997 гг., в ходе которых разрешалось привлечение независимых экспертных организаций для определения рыночной стоимости имущества предприятий. В последнее время неуклонно возрастает интерес к проблемам, связанным с оценкой объектов собственности, как со стороны органов власти и управления, так и самих предпринимателей.

Вместе с развитием рынка в России за последние 15 лет оценочная деятельность прошла «с нуля» путь становления и к настоящему времени сформировалась как самостоятельная сфера деятельности в экономике.

Сложился единый рынок оценочных услуг. В настоящее время в рамках единых требований на основании федеральной лицензии оценочную деятельность осуществляют около 8000 юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, следовательно, оценочный бизнес - один из самых высококонкурентных сегментов рынка бизнес-услуг, причем высокая конкуренция характерна как для столицы, так и для остальных субъектов федерации. Это наглядно продемонстрировано на рис.1.6. Более трети оценщиков осуществляют свою деятельность в Центральном федеральном округе, каждый пятый участник рынка действует в Приволжском федеральном округе и примерно каждый десятый – в остальных округах.

Становление самого института оценки стало возможным с появлением товарно-денежных отношений. Однако официальный статус профессия получила совсем недавно, специалистов по оценке в свое время заменяли экономисты и бухгалтеры.

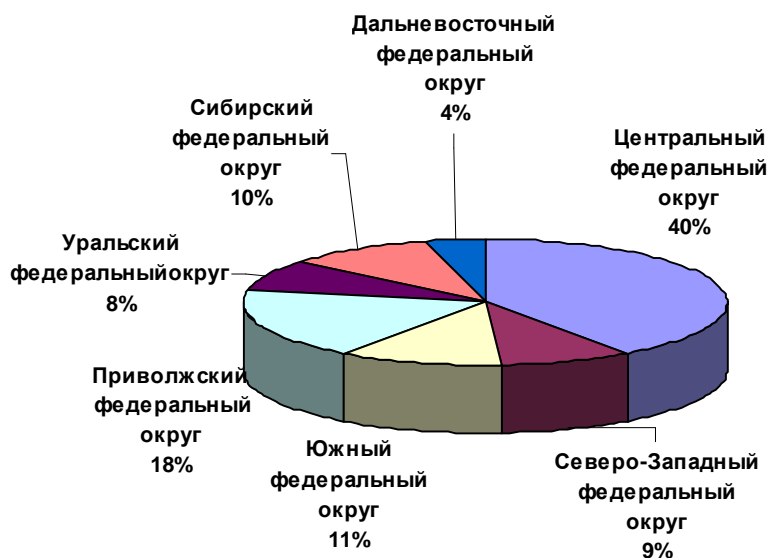


Рис. 1.6. Рынок оценочных услуг в Российской Федерации по округам

Начиная с 1995 года, в соответствии с постановлением Правительства, оценщики начали привлекаться к переоценке основных фондов. Они использовали три подхода к переоценке, но законодательно можно было воспользоваться коэффициентами Госкомстата. Бухгалтеры могли и могут в настоящее время самостоятельно определить рыночную стоимость активов. Но коэффициенты Госкомстата дают искаженную картину, поскольку имеют среднестатистический характер и не учитывают конкретных особенностей зданий и оборудования. Их обязательное применение во всех переоценках вплоть до 1995 года привело к необоснованному завышению стоимости по некоторым имущественным позициям и, как следствие, к увеличению налога на имущество. Поэтому в 1995 году образовался громадный спрос на услуги оценщиков, которые собирают информацию о рыночных продажах и владеют ею и поэтому умеют рассчитать стоимость по сравнимым аналогам. 1996 год стал золотым годом оценки - менее чем за полгода доходы оценочных фирм выросли в несколько раз.

Однако, несмотря на массовость, спрос на оценщика, спровоцированный переоценкой фондов, был и остается локальным, в то время как профессиональная оценка необходима при любой операции или сделке с собственностью. А рыночная экономика по сути своей - сплошная операция на собственности.

Итак, оценочная деятельность возникла в РФ как избранный государством инструмент контроля движения капитала, перераспределения собственности и реализации госпроектов. Соответственно, основной объем оценочных услуг покупается для выполнения политических решений в

экономической сфере (приватизация государственного имущества, реформирование естественных монополий, вовлечение в гражданский оборот земель, развитие ипотеки как финансового инструмента, государственная инвентаризация объектов недвижимости, регистрация прав на них). И сейчас проводится большое количество конкурсов среди оценочных организаций. Их проводили Департамент имущества города Москвы, РФФИ, ФСФО РФ, ЦУМР ВЭС Минобороны РФ, Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом, РАО ЕЭС, ОАО «Газпром», ГК АРКО, Росземкадастр, Агентство по управлению и использованию памятников истории и культуры Министерства культуры РФ, ОАО РЖД и многие другие организации.

Если анализировать рынок оценки в отраслевом разрезе, то наибольшую выручку оценщики получили от оказания услуг в электроэнергетической отрасли. По сравнению с предыдущим годом она увеличилась на треть и составила 425 млн. рублей. В общей структуре рынка на долю этого сектора приходится 14%.

Чуть менее востребованной стала оценка и со стороны предприятий транспорта и связи, а также нефтяной и нефтегазовой промышленности. На долю этих направлений пришлось 11% и 10% соответственно. Выручка оценщиков от оказания услуг по оценке в этих отраслях составили 665 млн рублей (см. рис. 1.7).

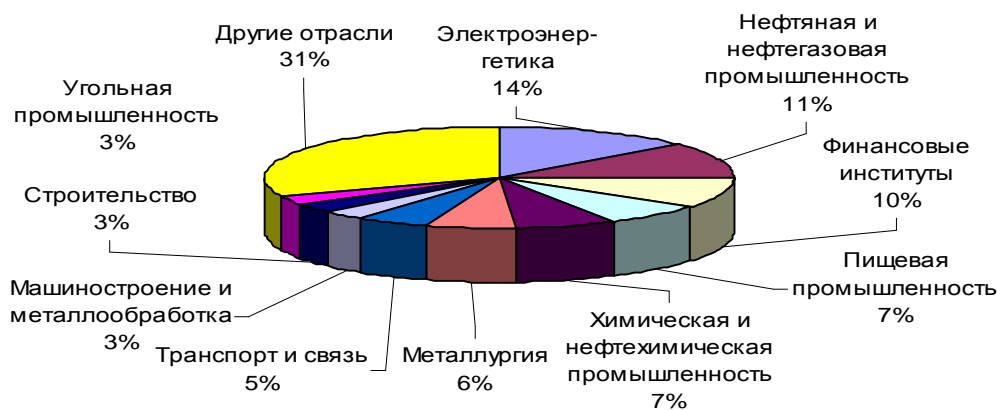


Рис. 1.7. Структура оценочных услуг по отраслям, 2005г.

Напомним, что в 2003 году рынок оценочных услуг вырос на 78%, в 2004 году - уже на 44%. В 2005-м объем выручки 115 оценочных компаний-участников рейтинга за год увеличился на 33% и составил 3,1 млрд рублей, т.е. темпы роста рынка оценки за год снизились на 11 процентных пункта. (см. рис.1.8). Данную тенденцию не нужно воспринимать критиче-

ски, это просто говорит о том, что спрос постепенно удовлетворяется и выходит на стабильный уровень, хотя многие оценщики с ностальгией вспоминают прежнее «золотое время» оценки и связанных с ними высоких доходов.

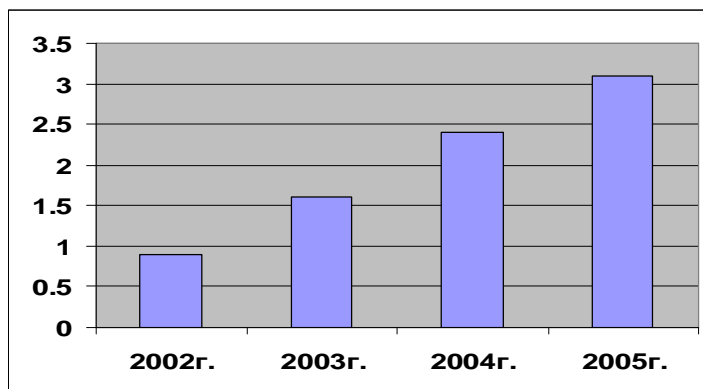


Рис. 1.8. Динамика совокупного объема выручки оценочных организаций РФ (млрд руб.)

Столь бурному развитию раньше способствовали несколько факторов. Во-первых, постоянно увеличивалось количество заказов на проведение оценки со стороны естественных монополий (прежде всего РАО ЕЭС и ОАО РЖД), госсектора и ВПК (чаще всего это предприятия, которые в процессе реформирования обязаны провести оценку всех видов собственности).

Во-вторых, активизировался средний и крупный бизнес, для которого результаты оценки - законное основание для осуществления различных сделок и операций. В-третьих, тогда начал появляться спрос на новые направления деятельности оценщиков - оценку нематериальных активов, интеллектуальной собственности и инвестиционных проектов. Пока это наиболее дорогостоящие виды работ, их рынок не сформирован, и цены диктуют сами оценочные компании.

При этом, оценщики, как правило, грамотно формируют маркетинговую стратегию, больше внимания стали уделять разработке базовых принципов ценообразования. У большинства оценочных фирм существуют специальные прейскуранты, детально разработанные прайс-листы с полным перечнем услуг и их стоимостью. В первом полугодии стоимость одного часа работы квалифицированного оценщика первой категории в среднем по России достигала 2000 рублей, оценщика второй категории - немногим более 1000, а специалиста по оценке - свыше 600. Так, например, выручка на одного специалиста-оценщика за год практически не изменилась (прирост всего 1%) и составила 1,8 млн рублей.

Процессы, стимулированные государством, не могли не оказать влияния на структуру рынка оценочных услуг.

Наиболее востребованной среди оценочных услуг оказалась оценка недвижимости. На долю этого направления в общей структуре рынка приходится 41% (см. рис. 1.9). За год выручка компаний, специализирующихся в предоставлении услуг в этой сфере увеличилась на 23,4%. Именно в сегменте услуг по оценке недвижимости компаниями было подготовлено наибольшее количество отчетов – 27 621.

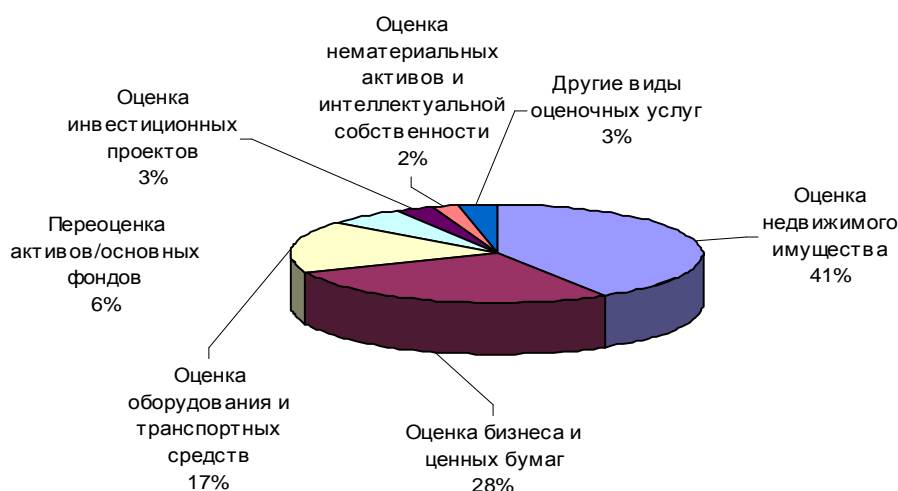


Рис. 1.9. Структура рынка оценочных услуг в Российской Федерации в 2005 г.

Во многом рост этого сектора связан с динамично растущим рынком кредитования. Например, для банковских институтов недвижимое имущество остается наиболее ликвидным видом залога. Немалый вклад в развитие этого направления внесло бурное развитие девелоперского рынка. Банки кредитуют строительство жилых, офисных и торгово-развлекательных центров, коттеджных поселков. Так, совокупная величина кредитов только девелоперам коттеджных поселков, для которых одна из компаний проводила оценку в 2005 году составили более 2 млрд долларов США.

Кроме того, рост этого направления был обусловлен обязательной оценкой имущественных комплексов - объектов жилой и нежилой недвижимости, земельных участков, находящихся в государственной собственности.

Доля сектора услуг по оценке бизнеса и ценных бумаг увеличилась за год на три процентных пункта и составила 28%. Потребность в оценке была обусловлена привлечением инвестиций, сделками на зарубежных рынках, размещением акций на международных рынках, развитием уровня управленческих решений.

Также оценка бизнеса требовалась в рамках укрупнения и реструктуризации крупных компаний и при переходе предприятий на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО). Принятие МСФО предоставляет компаниям возможность провести оценку основных средств по справедливой стоимости и использовать ее в качестве исходной стоимости данных активов на момент составления отчетности. Учитывая, что балансовая стоимость основных средств большинства компаний отличается от справедливой, компании проводят переоценку для повышения качества информации, содержащейся в балансе и, как следствие, своей инвестиционной привлекательности.

По результатам опроса специалистов оценочных компаний, пирамиду их конкурентных преимуществ должен составлять такой набор деловых качеств: безупречная репутация, большой опыт, независимость, высокая квалификация кадров, отменное качество оценочных работ в оптимальном соотношении с их стоимостью. В борьбе за клиентов многие оценщики делают упор на строго индивидуальную работу с ними, постоянное сопровождение проектов. Однако более высокие рейтинговые показатели оказались у оценщиков, имеющих собственную методологическую базу, научно-методический центр и методики, основанные на международных стандартах. К самым важным конкурентным преимуществам оценщики отнесли: наличие стратегических заказчиков, аккредитацию при крупнейших компаниях и госструктурах, взаимодействие с широким кругом кредитных учреждений, деятельность в составе группы компаний, широкое региональное присутствие - наличие партнерской сети, филиалов, представительств, дочерних фирм, специализацию на одном виде оценки, глубокое знание отраслевой специфики и отраслевых технологий, комплексность услуг.

Оценщики должны сейчас предоставить многочисленные документальные подтверждения своей состоятельности в рынке. К ним относятся: документ, удостоверяющий принадлежность к одному из саморегулируемых объединений, аккредитацию при крупнейших компаниях, финансово-банковских структурах, госструктурах, подтверждение успешной деятельности в тесном деловом альянсе с коллегами и многое другое. Таким образом, оценщики вынуждены расширять спектр своих бизнес-возможностей. По итогам проведенного исследования, в 2005 году стала явной тенденция оценщиков к включению в спектр своих услуг «родственных» видов деятельности: консалтинга, аудита, рекрутмента, маркетинга. Данные рис. 1.10 это демонстрируют в развернутом виде.

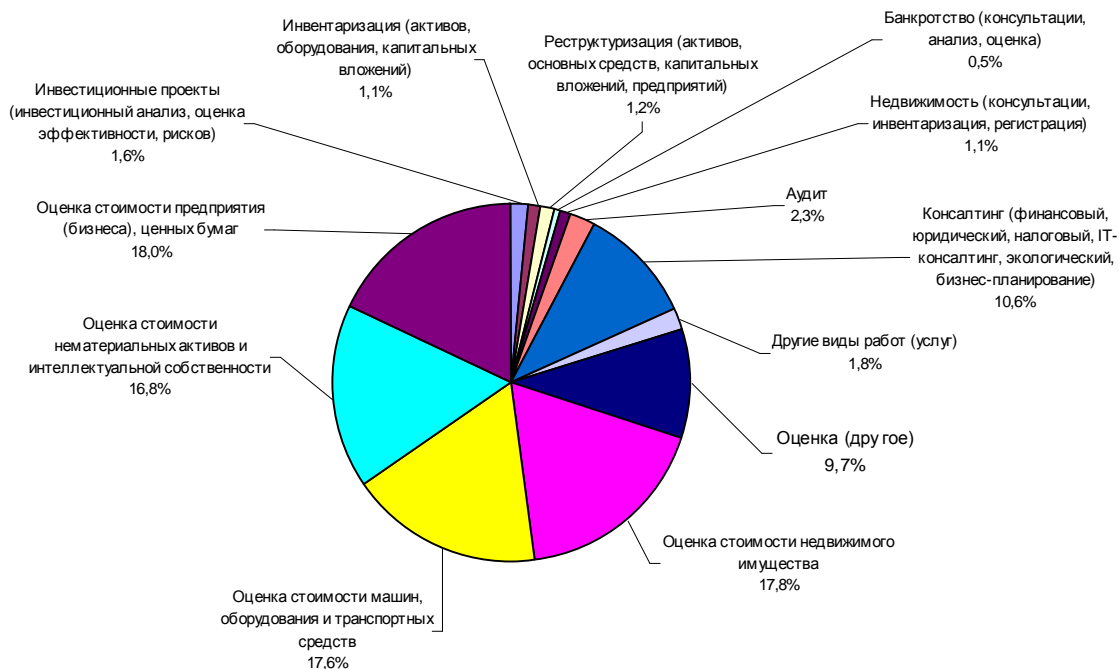


Рис. 1.10. Виды деятельности и специализации оценочных фирм в РФ

Главная положительная тенденция рынка - стабильный рост объема оценочных услуг, включение обязательности оценки в законодательные акты, совершенствование методической базы оценки, использование зарубежного опыта, выбор клиентами качества работы относительно цены на оценочной услуги, формирование совещательных советов представителей оценочных фирм при госучреждениях. Оценщики стали шире развивать систему маркетинга оценочных услуг.

К отрицательным тенденциям эксперты отнесли желание государства передать функции регулирования саморегулируемым организациям без переходного периода, в течение которого одновременно существовало бы гослицензирование и сертификация саморегулируемых организаций. Вызывает неудовлетворенность несоответствие нормативно-правовой базы, регулирующей оценочную деятельность, практике оценки (т.е. несоответствие в стандартах стоимости, закрепленных законодательно и на практике). По-прежнему вызывает неодобрение всего сообщества оценщиков недобросовестная конкуренция, демпинг, дискредитация профессии заказной оценкой, рост объема «договорных» работ, «придворные» оценщики. К отрицательным тенденциям отнесено и перепроизводство оценщиков экспресс-методами. Не нравится участникам рынка и закрытость информации, ее высокая стоимость, и, как следствие, неадекватность используемой информации при проведении работ по оценке.

Конечно, у саморегулирования есть свои недостатки, мы их рассмотрели в предыдущих разделах. Но мировая практика оценочной деятельности базируется на активном участии общественных, некоммерческих, негосударственных структур. Это - одно из требований по цивилизованному вхождению российского бизнеса в международный рынок и ВТО. В ближайшее время на рынке будет происходить укрупнение оценочных фирм, консолидация, слияния и поглощения. В первую очередь это будет вызвано изменением требований к качеству оценочных услуг в связи с вступлением в СРО, а также повышением уровня образования заказчиков. Будет происходить дальнейшая концентрация рынка, укрупнение компаний на фоне сильного кадрового дефицита и фактического прекращения деятельности многих мелких оценочных фирм.

Также будет наблюдаться тенденция к укрупнению оценочных фирм, способных пройти аккредитацию при различных организациях и институтах власти. Уже сегодня многие крупные банки, предприятия, комитеты по имуществу проводят аккредитацию, где основным критерием является опыт, количество профессиональных оценщиков, стоимость услуг. Мелким и начинающим оценочным фирмам будет трудно пройти аккредитацию, и многие из них будут вынуждены работать на субподряде у фирм, прошедших аккредитацию, либо вливаться в их состав. Будет происходить вымывание мелких фирм и концентрация наиболее выгодных заказов в руках ограниченного круга компаний. Причем эти процессы лишь начинаются и будут определять тенденции развития рынка еще долго. Дело в том, что в России пока отсутствуют признанные лидеры рынка, сравнимые с известными западными компаниями. Но появиться они могут уже скоро, после чего можно ожидать начала сегментации и более глубокой специализации участников рынка. Об этом говорят и первые рейтинги оценочных организаций по определению их делового потенциала (см. Приложение 2).

В заключение данной главы необходимо отметить, что независимая оценка стоимости является информационной основой для принятия эффективных решений, как в частном, так и государственном секторах экономики, способствует защите имущественных прав участников гражданских отношений. Таким образом, развитие оценочной деятельности является в современной России важным аспектом развития гражданского общества и рыночных отношений в экономике.

Рассмотрение методологических аспектов процесса оценки начнем с определения стоимости предприятия как имущественного комплекса, как определенного вида предпринимательской деятельности – бизнеса.

ГЛАВА 2. ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ, ПРИМЕНЯЕМЫЕ В ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

*Здравый смысл подсказывает – выберите
какой-нибудь метод и попробуйте его.
Если ничего не выйдет, честно
признайте это и попробуйте другой.
Но в любом случае попробуйте хоть что-нибудь.
Франклин Делано Рузвельт.*

Оценка бизнеса выделяется среди других видов оценочной деятельности сложностью и многообразием объектов оценки, множеством методов, используемых при проведении оценки. Достаточно часто в отчетах об оценке в качестве объекта оценки фигурирует понятие бизнес, которое в контексте никак не определяется. Определение понятия «оценка бизнеса» в нормативных документах впервые появилось в «Положении о лицензировании оценочной деятельности», утвержденном постановлением Правительства РФ от 11 апреля 2001 г. № 285 [37], которое впоследствии было отменено. И хотя, с одной стороны это определение вносило определенную путаницу, смешивая понятие предприятия (особенно, если учитывать определение этого термина в Гражданском кодексе) и бизнеса, с другой стороны, по своей сути соответствовало международной практике, когда под оценкой бизнеса понимается определение стоимости пакетов акций, паев, долей в капитале компаний, а также имущественных комплексов.

Следует также отметить, что имеется национальная специфика, существенно отличающая понимание оценки бизнеса в западных странах, прежде всего в США, от оценки бизнеса в Российской Федерации. Объектами исследования оценщиков бизнеса в западной практике, как правило, являются малые компании и семейный бизнес. Исходя из этого, и основные методические приемы нацелены на изучение именно таких объектов. В отечественной практике подавляющее большинство проектов по оценке бизнеса связано с определением стоимости средних и крупных российских компаний, которые характеризуются многообразием номенклатуры выпускаемой продукции, большим количеством занятых в производстве, количеством зданий измеряемых сотнями и тысячами, а количеством оборудования - десятками и тысячами. Применение методов и приемов, изложенных в зарубежных руководствах, при этом становится зачастую не только сложно реализуемым с точки зрения экономической целесообразности, но и физической выполнимости.

Методы и приемы, рассматриваемые при оценке бизнеса, широко варьируются. В некоторых отношениях оценка бизнеса в такой же степени искусство, как и наука. Она точна и научна в том плане, что существуют

стандартные методы и достоверные данные, рассматриваемые при формулировании оценки. Однако в каждой конкретной оценке может применяться несколько разных методов. Эти методы могут давать различную стоимость бизнеса и, тем самым, создавать впечатление, что общей методологии не хватает системной строгости. Разброс значений является естественным, если учесть, что мы рассматриваем бизнес в условиях рынка, когда различные участники могут придавать неодинаковую ценность одному и тому же предприятию или набору активов, поскольку их предполагаемое использование различными собственниками может быть разным.

Также существуют различия при оценке публичных (открытых) и частных (закрытых) компаний. Наиболее принципиальной разницей между этими оценками является то, что для публичных компаний существует активный рынок, в то время как акции частных корпораций (доли, пай в малом бизнесе) не торгуются. Стоимость акций публичных компаний можно легко узнать, взглянув на цены, по которым они торгуются на рынке. Рыночная стоимость компании представляет собой результат простого математического действия и определяется по формуле:

$$\text{Рыночная стоимость} = \text{Цена акции} * \text{Общее число акций в обращении}$$

В России все значительно сложнее, так как бизнес менее прозрачен, акциями не всех компаний активно торгуют на бирже, и финансовая информация о всех сделках не публикуется. Необходимо проведение оценки компании, поскольку у покупателя и продавца мнения по поводу стоимости бизнеса не всегда совпадают. И так как специфика развития и состояния российского фондового рынка может искажать данные, для более глубокого изучения природы стоимости бизнеса необходимо рассмотреть традиционные подходы и методы оценки.

Может показаться, что у предприятия есть показатель стоимости – балансовая стоимость. Но традиционная практика бухгалтерского учета всегда предполагает движение от прошлого к настоящему. Данные, которые имеются в распоряжении предприятия, – это история прошлой деятельности. Но даже сегодня, когда становится все понятнее, что истинная стоимость компании выходит далеко за рамки цифр ее баланса, многие руководители, возможно, пока еще вынуждены использовать эту информацию для стратегического планирования деятельности своей компании. И все, что они делают, – это разглядывают данные об активах, накопленных фирмой в прошлом, и надеются, что сумеют таким образом определить, хорошо ли она до сих пор работала.

Однако от такой информации немного пользы, если нам нужно рассчитать истинную стоимость компании, – а сегодня это означает ее рыночную, а вовсе не балансовую стоимость.

В данной главе будут рассмотрены основные методы оценки бизнеса, применяемые в настоящее время в Российской Федерации. Степень их применения на практике различна и зависит от множества условий. Сама технология оценки включает в себя две базовые составляющие – аналитическую и расчетную, грамотное сочетание которых позволяет сформировать научно обоснованное мнение о величине стоимости объекта оценки.

Аналитическая составляющая – это анализ прошлой, текущей и прогнозирование будущей ситуации на рынке, изучение предоставленных заказчиком документов, рассуждения о важности тех или иных факторов, влияющих на стоимость объекта оценки, самостоятельный выбор оценщиком источников информации, возможных подходов и методов оценки. Именно аналитическая составляющая объясняет возможность получения различных данных о стоимости одного и того же объекта в отчетах, сделанных разными оценщиками.

Расчетная составляющая – это введение полученных различными способами данных в математические формулы и получение результатов, которые снова будут аналитически перерабатываться и т.д., пока оценщик не придет к конечной искомой цифре.

Хотя оценщики могут прийти к разным результатам, стоимость является объективной величиной, отражающей, с одной стороны, состояние рынка, с другой – состояние объекта. Произведя расчет стоимости объекта, обязательно уточняется, что стоимость определена именно по состоянию на конкретное календарное число – дату оценки. Естественно, что со временем стоимость объекта может значительно меняться в связи с изменением характеристик, как самого объекта, так и окружающей среды. Как уже говорилось ранее, величина стоимости объекта оценки, указанная в отчете, в соответствии с действующими стандартами оценки может быть признана рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом только в течение 6 месяцев, считая с даты оценки. Иногда за эти 6 месяцев стоимость объекта оценки практически не изменяется. А бывают случаи, когда стоимость за это время меняется несколько раз. После объявления компанией «ЛУКойл» оферты на покупку компании «КомиТЭК» акции «КомиТЭК» за сутки взлетели более чем в полтора раза. А вот рыночная стоимость компании «Enron», как только было объявлено о махинациях с финансовой отчетностью, за тот же срок в полтора раза упала.

Зарубежный опыт, на основе которого и зародилась российская оценка, в вопросах методологии очень разнообразен и включает несколько десятков методик оценки предприятий, объединенных в 3 основных подхода: затратный, доходный и сравнительный (или рыночный).

Затратный подход заключается в анализе балансовых счетов предприятия и их корректировке. Он рассматривает стоимость объекта оценки

с точки зрения владельца или продавца, базируется на прошлых событиях и основан на принципах замещения, наилучшего и наиболее эффективного использования, вклада, сбалансированности и экономического разделения.

Доходный подход основан на определении текущей стоимости будущих доходов предприятия. Он рассматривает стоимость объекта оценки с точки зрения потенциального покупателя и основывается на будущих событиях – принципе ожидания.

Сравнительный (или рыночный) подход объединяет методики, базирующиеся на использовании фактических рыночных данных о сделках по аналогичным предприятиям. Он рассматривает стоимость объекта исходя из фактических договоренностей продавца и покупателя о стоимости объектов, аналогичных оцениваемому, т.е. ориентируется на то, что есть сейчас, в данный момент. Основан на принципе замещения.

Отдельно можно выделить *экспертный подход*.

Схематически взаимосвязь всех перечисленных подходов выглядит так (рис.2.1):

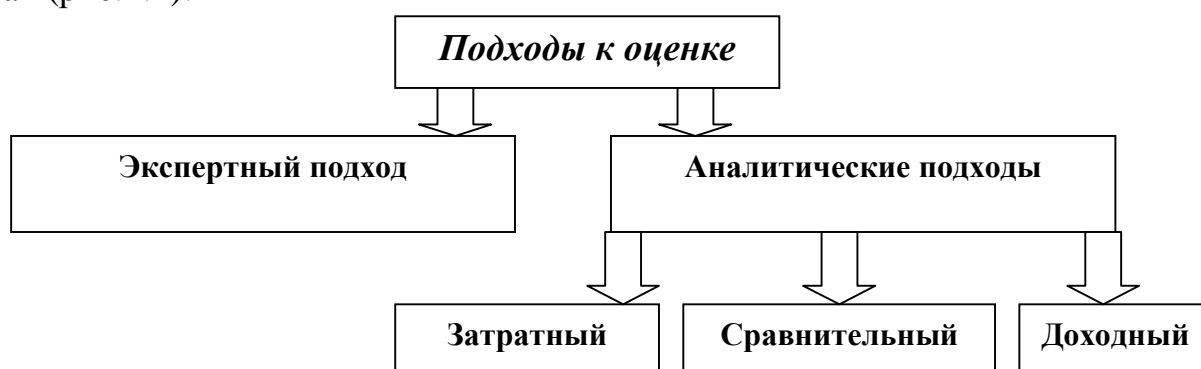


Рис. 2.1. Взаимосвязь подходов к оценке

Этапы оценки каждым из аналитических подходов будут рассмотрены ниже, сейчас же хотелось остановиться на экспертном подходе. Существуют такие объекты, которые очень сложно оценить любым из существующих методов.

Предположим, нам необходимо оценить картину Казимира Малевича «Черный квадрат». Стоимость холста, красок и десяти минут работы студента Академии художеств не будут отражать реальную стоимость шедевра. Поэтому затратный подход использовать не имеет смысла.

В доходном подходе есть вариант: смоделировать стоимость будущих денежных потоков, которые могут возникнуть (а могут и не возникнуть) либо от продажи билетов на осмотр картины на территории владельца, либо от платы за прокат картины в продвинутых галереях мира. Поход в целом применим, но с учетом значительных ограничений и допущений, поэтому в нашем случае не очень объективен.

А сравнительным методом «Черный квадрат» вообще не оценишь. Аналогов произведениям искусства такого рода нет и быть не может. Они индивидуальны.

И в данном случае применим, ни в каких стандартах не прописанный, экспертный подход. Фактически экспертный подход – это мнение оценщика, основанное исключительно на его опыте, без применения каких-либо расчетов. Расчетная часть в экспертном подходе полностью отсутствует. Основываясь на собственном опыте, интуиции, оценщик может достаточно точно определить возможную рыночную стоимость даже самого уникального объекта, не проводя никаких расчетов. Но это уже высший пилотаж. Самое сложное в этом подходе – это отразить его результаты в отчете. Кстати, недавно «Черный квадрат» был выкуплен российским Министерством культуры из частной коллекции за 1 млн. долларов.

Итак, стоимость является выражением ценности чего-либо. Она может быть измерена различными способами. Данный материал будет посвящен в основном финансовой стоимости, хотя следует признать, что в непубличных компаниях на инвестиционные решения часто влияют нефинансовые или личные соображения.

Достоверная оценка требует правильного применения существующих подходов с целью определения стоимости, которая представляет собой ясное понимание инвестиций в бизнес и аккуратное измерение доходов, генерируемых компанией.

2.1. Доходный подход в оценке бизнеса

Одной из задач оценки стоимости предприятия является определение будущих преимуществ и выгод от владения оцениваемыми активами, поскольку при определении, в частности инвестиционной стоимости (привлекательности) предприятия, инвестора, прежде всего, интересуют будущие доходы от владения бизнесом. Поэтому наиболее адекватным сути бизнеса – как объекта инвестирования – является доходный подход, который приобретает все большее значение в российской оценочной практике в связи со стабилизацией макроэкономических факторов и повышением эффективности деятельности российских компаний. В связи с этим суть доходного подхода к оценке стоимости – в определении времени и размеров доходов, которые будет получать собственник, и с каким риском это сопряжено. Данная концепция предполагает составление прогноза доходов и их приведение к текущей стоимости.

Доходный подход предусматривает использование:

- *метода дисконтированных денежных потоков.* Метод ориентирован на оценку предприятия, как действующего, которое и дальше предпо-

лагают функционировать. Применение данного метода наиболее обосновано для оценки предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности (желательно прибыльной) и находящихся на стадии стабильного экономического развития. Следует соблюдать разумную осторожность в применении этого метода для оценки новых предприятий, пусть даже и многообещающих. Отсутствие ретроспективы прибылей затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков бизнеса.

- *метода капитализации.* Метод применяется к тем предприятиям, которые успели накопить активы в результате капитализации их в предыдущие периоды; иными словами, этот метод наиболее адекватен оценке «зрелых» по своему возрасту предприятий.

2.1.1. Метод дисконтированных денежных потоков (ДДП)

Это метод определения капитализированной стоимости доходов, при работе с которым последовательно каждый доход или группа доходов со своими ставками дисконтирования приводятся к величине, равной сумме их текущих стоимостей. Таким образом, данный метод можно еще назвать методом последовательного определения стоимости будущих денежных потоков на дату оценки.

В соответствии с этим методом при определении стоимости предприятия нужно решить две задачи: проанализировать и спрогнозировать будущие потоки денежных доходов с точки зрения их структуры, величины, времени и частоты их поступлений и определить ставки, по которым их необходимо дисконтировать.

Метод дисконтированных денежных потоков используется в следующих случаях:

- ожидается, что будущие уровни денежных потоков будут существенно отличаться от текущих;
- предприятие представляет собой крупный многофункциональный коммерческий объект;
- потоки доходов и расходов носят сезонный характер.

С теоретической точки зрения метод ДДП самый лучший, однако, он весьма трудоемок. Технология процесса оценки методом ДДП включает следующие этапы:

1. Производится выбор модели денежного потока.
2. Определяется длительность прогнозного периода.
3. Осуществляется ретроспективный анализ и прогнозирование финансовых результатов деятельности оцениваемого объекта; прогнозируется изменение денежного потока на будущее.
4. Определяется ставка дисконтирования.

5. Производится расчет величины стоимости денежных потоков в прогнозный и постпрогнозный периоды.

6. Осуществляется расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период. В итоге они суммируются.

7. Вносятся итоговые поправки.

Выбор модели денежного потока

С финансовой точки зрения для оценки стоимости предприятия в рамках доходного подхода более важным показателем (по сравнению с чистой прибылью или величиной дивидендов) является денежный поток (Cash Flow). Он является комплексным показателем оценки деятельности предприятия: источниками образования и расхода Cash Flow является производственная (основная, текущая), инвестиционная и финансовая деятельность предприятия. Кроме того, необходимо отметить, что Cash Flow показывает только действительные изменения в денежном потоке, а именно, изменения соотношений денежных поступлений и денежных отчислений (оттоков), а не просто данные о сделках, отражаемые в бухгалтерском учете (объем реализации, затраты, прибыль, убыток). Схематично это представлено на рис.2.2.

1. *ДП от основной деятельности.*

1.1. Чистая прибыль.

1.2. Износ (+).

1.3. Увеличение (-) / уменьшение (+) дебиторской задолженности.

1.4. Увеличение (-) / уменьшение (+) производственных запасов.

1.5. Увеличение (+) / уменьшение (-) кредиторской задолженности.

1.6. Чистый ДП от основной деятельности.

2. *ДП от инвестиционной деятельности.*

2.1. Прирост (-) основных средств.

2.2. Прирост (-) капитального строительства.

2.3. Прибыль (+) от продажи основных средств и капитальных вложений.

2.4. Чистый ДП от инвестиционной деятельности.

3. *ДП от финансовых операций.*

3.1. Увеличение (-) / уменьшение (+) долгосрочных финансовых вложений в денежной форме.

3.2. Увеличение (-) / уменьшение (+) краткосрочных финансовых вложений в денежной форме.

3.3. Чистый ДП от финансовой деятельности.

Итого: $ДП=1.6 + 2.4 + 3.3$

Рис. 2.2. Общая методика расчета денежного потока (ДП)

При оценке бизнеса мы можем применять одну из двух моделей денежного потока:

- денежный поток для собственного капитала;
- денежный поток для всего инвестированного капитала (бездолговой).

При применении первой модели рассчитывается рыночная стоимость *собственного (акционерного) капитала* предприятия.

Применяя модель денежного потока для всего инвестированного капитала, мы условно не различаем собственный и заемный капиталы предприятия и считаем совокупный денежный поток. Исходя из этого, мы прибавляем к денежному потоку выплаты процентов по задолженности, которые были вычтены при расчете чистой прибыли. Поскольку проценты по задолженности вычитались из прибыли до уплаты налогов, возвращая их назад, следует уменьшить их сумму на величину налога на прибыль. Альтернативным вариантом является другое начало расчета – с прибыли до уплаты процентов и налогов (ЕВИТ).

Так как в этой модели мы условно не различаем собственный и заемный капиталы, изменение долгосрочной задолженности не учитывается при расчете денежного потока. Итогом расчета по этой модели является рыночная стоимость всего *инвестированного капитала* предприятия.

В обеих моделях денежный поток может быть рассчитан как на номинальной основе (в ценах будущих периодов), так и на реальной основе (в ценах базисного периода, т.е. периода, когда составляется соответствующий прогноз, т.е. с учетом фактора инфляции). На рис. 2.3. показано, как рассчитываются данные денежные потоки.



Рис. 2.3. Расчет моделей денежного потока

Стоимость инвестированного капитала целесообразно использовать при оценке бизнеса российских компаний в двух случаях:

1. Деятельность компании финансируется за счет как собственного капитала, так и процентного заемного капитала. При этом сумма процентного заемного капитала значительна по отношению к величине собственного капитала и такая структура финансирования сохранится в прогнозном периоде.

2. Оценка бизнеса компании проводится с целью определения инвестиций в оцениваемую компанию при совершении сделок слияний и поглощений.

В первом случае определяется стоимость компании при текущей структуре финансирования ее деятельности. Во втором случае стоимость инвестированного капитала характеризует целесообразность вложения средств в покупку компании для потенциального инвестора, для которого затраты на капитал могут быть ниже затрат на капитал оцениваемой компании, что увеличивает инвестиционную стоимость последней. Это связано с тем, что покупатель может рефинансировать капитал приобретаемой компании за счет собственного, более дешевого, долгового финансирования.

Определение длительности прогнозного периода

Согласно методу дисконтированных денежных потоков стоимость предприятия основывается на будущих, а не на прошлых денежных потоках. Поэтому задачей оценки является разработка прогноза денежного потока на какой-то будущий временной период, начиная с текущего года. В качестве прогнозного берется период, продолжающийся до тех пор, пока темпы роста предприятия не стабилизируются (предполагается, что в постпрогнозный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечный поток доходов).

С одной стороны, чем длиннее прогнозный период, тем больше число наблюдений и более обоснованной с математической точки зрения выглядит итоговая величина текущей стоимости предприятия. С другой стороны, чем длиннее прогнозный период, тем сложнее прогнозировать конкретные величины выручки, расходов, темпов инфляции, потоков денежных средств. В странах с рыночной экономикой прогнозный период составляет 5-10 лет. В условиях нестабильности, характерных для экономики России, целесообразная длительность прогнозного периода не должна превышать 3-5 лет. Тем не менее, при любой длительности прогнозного периода возможность существенных отклонений от спрогнозированных денежных потоков велика.

Определенным средством нейтрализации этого может стать выполнение трех сценариев прогноза: оптимистичного, наиболее вероятного и пессимистичного. В первом случае считают, что предприятие функционирует в наиболее благоприятных условиях, во втором – в наиболее вероятных, в третьем – в наихудших.

Например, строится прогноз для компании, проработавшей 15 лет и имевшей в последние 10 лет среднегодовой темп роста денежного потока 5%. Весьма вероятно и в дальнейшем получение 5%-го годового прироста прибыли. Возможно, компания выиграет от более качественного менеджмента и улучшенных технологий, которые станут доступны. Поэтому темп роста в 7,5% считается оптимистическим, но возможным. Но может существовать обеспокоенность в отношении стабильности роста объемов продаж при быстром проникновении на этот рынок конкурентов, поэтому годовой темп роста в размере 2,5% считается пессимистичной альтернативой.

Для дальнейших расчетов возможно определение возможного диапазона стоимости или определяют средневзвешенную доходность для каждого периода по формуле:

$$E = \frac{O + 4B + П}{6},$$

где O – оптимистичная прогнозная оценка;

B – наиболее вероятная оценка;

П – пессимистичная оценка.

Расчет всех трех вариантов прогноза требует от оценщика больших усилий по сравнению с одновариантной оценкой, но и придает весомость конечным результатам, уменьшая субъективность и неточность расчетов.

Ретроспективный анализ и прогноз финансовых результатов

Следует придерживаться общего правила, гласящего, что прогноз должен быть логически совместим с ретроспективными показателями деятельности предприятия и отрасли в целом. Оценки, основанные на прогнозах, которые заметно расходятся с историческими тенденциями, будут неточными.

Анализ финансовых результатов деятельности предприятия предусматривает рассмотрение динамики ряда параметров, среди которых наиболее важными могут быть:

- номенклатура выпускаемой продукции;
- объемы производства и цены на продукцию;
- ретроспективные темпы роста предприятия;
- спрос на продукцию;
- темпы инфляции;

- имеющиеся производственные мощности;
- перспективы и возможные последствия капитальных вложений;
- общая ситуация в экономике, определяющая перспективы спроса;
- ситуация в конкретной отрасли с учетом существующего уровня конкуренции;
- доля оцениваемого предприятия на рынке;
- долгосрочные темпы роста в постпрогнозный период;
- планы менеджеров данного предприятия;
- структура расходов (особенно соотношение постоянных и переменных издержек);
- амортизационные отчисления исходя из наличия активов и их будущего прироста и выбытия.

Обязательным также является расчет излишка или недостатка чистых оборотных средств (в западной литературе применяется термин «рабочий капитал»), так как излишек увеличивает рыночную стоимость предприятия, а недостаток должен быть восполнен, поэтому он уменьшает рыночную стоимость. Анализ осуществляется на основе прогноза отдельных компонентов чистых оборотных средств или в процентах от изменения объемов продаж. В результате анализа необходимо составить таблицу и показать динамику изменения факторов за оцениваемый период.

Технология выполнения прогнозов может быть различной, она зависит от обеспеченности ретроспективной информацией.

Наиболее целесообразно формирование математических моделей и их реализации с помощью компьютерных техники и технологии. Ценность таких прогнозов состоит в том, что возможно получение всех трех разновидностей прогноза: оптимистичного, наиболее вероятного и пессимистичного, а также выявленных факторов, определяющих величину прогнозируемых параметров.

Определение ставки дисконтирования

С математической точки зрения ставка дисконтирования — это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей (сегодняшней) стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости бизнеса. В экономическом смысле в роли ставки дисконтирования выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или — это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Ставка дисконтирования, или стоимость привлечения капитала, должна рассчитываться с учетом трех факторов:

1. Наличие у многих предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации.

2. Необходимостью учета для инвесторов стоимости денег во времени.

3. Факторов риска или степени вероятности получения ожидаемых в будущем доходов.

Существуют различные методики определения ставки дисконтирования денежного потока, при этом используемая ставка должна соответствовать денежному потоку:

- для денежного потока для собственного капитала должна использоваться методика расчета ставки дисконтирования для собственного капитала;

- для бездолгового денежного потока (для всего инвестированного капитала) должна использоваться ставка дисконтирования, определяемая по модели средневзвешенной стоимости капитала (WACC — Weighted Average Cost of Capital);

- если прогнозная оценка рассчитывается на реальной основе (очищенной от инфляции), то ставка дисконтирования также должна рассчитываться на реальной основе.

Существуют два основных метода оценки ставки дисконтирования для собственного капитала:

- модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model – CAPM);

- метод кумулятивного построения (Build-up Approach).

Рассмотрим каждый метод расчета ставки дисконтирования.

Модель оценки капитальных активов (CAPM)

$$\text{Формула: } R = R_f + b \times (R_m - R_f),$$

где: R – ожидаемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал);

R_f – номинальная безрисковая ставка;

b – коэффициент бета;

R_m – среднерыночная ставка дохода;

$(R_m - R_f)$ – рыночная премия.

Безрисковая ставка является нормой прибыли, которую инвестор получил бы от безрисковых инвестиций. Иными словами, это доходность, обеспечиваемая, когда инвестор расстается с капиталом, но имеет полную гарантию получения его назад вместе с прибылью в качестве компенсации за отказ от потребления. В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике используется обычно ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям или казначейским векселям)

(США – десятилетние казначейские облигации) (табл.2.1). Считается, что государство является самым надежным гарантом по своим обязательствам (вероятность его банкротства практически исключается). В отличие от краткосрочных (до 1 года) государственных ценных бумаг, практически лишенных риска дефолта и риска процентной ставки, долгосрочные более подвержены влиянию изменений процентной ставки и содержат риск реинвестирования.

Как показывает практика, в условиях России, государственные ценные бумаги не воспринимаются как безрисковые. Поэтому в качестве безрисковой ставки часто принимают ставки по вложениям с наименьшим уровнем риска: государственным европейским облигациям, депозитам в Сбербанке или других наиболее надежных банках.

Таблица 2.1

Номинальные безрисковые ставки дохода в различных странах, (%)

Страна	Ставка дохода по правительственным облигациям со сроком погашения 10 лет, (%)	Инфляция (%)
Австралия	6,6	2,0
Бельгия	6,5	2,7
Канада	6,4	1,8
Франция	5,6	2,1
Германия	5,6	4,1
Голландия	5,5	2,1
Италия	8,5	4,2
Япония	3,8	1,1
Испания	7,9	4,5
Швеция	6,7	4,7
Швейцария	4,1	3,4
Англия	6,4	1,6
США	5,7	3,0
Среднее арифметическое	6,1	2,9

Как уже говорилось выше, если используется номинальный денежный поток, учитывающий при расчете ожидаемых прибылей цены в их прогнозируемой действительной величине (включая инфляционный рост цен), то и ставка дисконта должна быть номинальной, т.е. включать в себя инфляционные ожидания. Или, другими словами, если по какой-либо причине при дисконтировании ожидаемых от бизнеса доходов в качестве стабильной за весь срок бизнеса номинальной безрисковой нормы дохода нельзя рассматривать фактическую рыночную ставку доходности государственных облигаций (в первую очередь из-за нестабилизировавшейся инфляции), и трудно прогнозировать на этот срок среднюю ожидаемую их

доходность, то для определения номинальной ставки необходимо применить формулу Фишера:

$$R_{f \text{ ном.}} = R_{f \text{ реал}} + R_{f \text{ реал}} * i + i,$$

где $R_{f \text{ реал}}$ – реальная (без учета компенсации за инфляцию) безрисковая ставка ссудного процента (ставка реальной доходности ссуд, «очищенная» от иллюзорных доходов, всего лишь покрывающих инфляционный рост цен);

i – инфляционные ожидания (применительно к будущим денежным потокам). Ее определение является определенной проблемой. Чаще всего ее определяют исходя из официальных правительственных прогнозов инфляции, которые, как известно, по всем мире имеют тенденцию к ее занижению, что объясняется попытками правительств с помощью оптимистических прогнозов инфляции оказать понижающее влияние на фактическую будущую инфляцию.

Если же стоит обратная задача по вычислению реальной безрисковой ставки при расчете реального денежного потока, то формула Фишера преобразуется:

$$R_{f \text{ реал}} = (R_{f \text{ ном.}} - i) / (1 + i).$$

Коэффициент бета. Так как трудно оценить абсолютную долю риска вложений в оцениваемую компанию, на практике применяют относительный коэффициент, который показывает, насколько вложения в эту компанию рискованней вложений в среднем по рынку (так называемый фактор бета).

На фондовом рынке выделяются два вида риска: специфический для конкретной компании, еще называемый *несистематическим* (определяется микроэкономическими факторами), и общерыночный, характерный для всех компаний, акции которых находятся в обращении, называемый также *систематическим* (определяется макроэкономическими факторами).

Коэффициент бета измеряет систематический риск и рассчитывается исходя из амплитуды колебания цен на акции данной компании по сравнению с изменениями на фондовом рынке в целом. Коэффициент бета для рынка в целом равен 1 и ее можно считать ковариацией ставки дохода на ценную бумагу оцениваемой компании с рыночной ставкой дохода.

Условно это можно выразить формулой:

$$\beta = \frac{\text{Колебания цен на акции компании}}{\text{Изменение котировок в целом по фондовому рынку}}$$

Инвестиции в компанию, курс акций которой отличается высокой изменчивостью, являются более рискованными, поскольку курс акций

данной компании может быстро упасть. Таким образом, чем выше коэффициент бета, тем выше и риск. Курс акций компании, для которой коэффициент бета равен 1,3, при возрастающей тенденции на рынке будут расти в среднем на 30% быстрее по сравнению со среднерыночным уровнем. И, наоборот, при депрессивном состоянии рынка курс акций данной компании будет уменьшаться на 30% быстрее среднерыночного. Поэтому, если курс акций на фондовом рынке снизится на 10%, можно ожидать, что курс акции данной компании упадет на 13%. Как показывает опыт, бета больше 2, или меньше 0,1 встречается чрезвычайно редко. Графически это можно представить на рис. 2.4.



Рис. 2.4. Модель оценки капитальных активов

Коэффициенты бета в мировой практике обычно рассчитываются путем анализа статистической информации фондового рынка. Эта работа проводится специализированными фирмами. Если акции оцениваемой компании обращаются на открытом рынке, можно воспользоваться публикуемыми показателями. Данные о коэффициентах бета публикуются в ряде финансовых справочников и в некоторых периодических изданиях (табл. 2.2).

Таблица 2.2.

Анализ коэффициентов бета на примере ряда отраслей

	Строительство, генеральные подрядчики	Электроэнергетика общего пользования
Количество компаний	210	156
Среднее значение коэффициента β	1,88	0,75
Доля предприятий с β больше 1,00	85,0%	29,0%
США	1,44	0,51
Европа (без Великобритании)	2,12	1,07
Япония	1,78	1,20

В России первой стала публиковать данные о коэффициенте известная консалтинговая фирма АК&МК.

Величину коэффициента бета можно найти, исходя из какого-либо существующего российского биржевого индекса. В таком случае мы рискуем опереться на недостоверные данные. На российском фондовом рынке преобладает внебиржевая активность, и он обладает низкой степенью информационной эффективности. Поэтому данный коэффициент можно принимать равным нулю. Однако на практике данный коэффициент рассчитывается при помощи анализа ключевых факторов, которые необходимо принимать при определении уровня риска. К таким факторам относятся: ликвидность, стабильность дохода, доходность, долгосрочная задолженность, текущая задолженность, ожидаемый рост доходов, доля на рынке, диверсификация клиентуры и продукции, циклический характер производства, конкуренция, препятствия вхождения на рынок, уровень инфляции, обменный курс и др. Определение влияния этих составляющих рассчитывается путем ранжирования с шагом 0,25 для каждой группы показателей финансового риска (низкий, средний и высокий риск). Далее выявляется количество наблюдений, попадающих в эту группу, и рассчитывается средневзвешенное значение коэффициента бета, который и представляет собой его бета для данной компании (табл.2.3).

Таблица 2.3.

Определение коэффициента бета - β для оцениваемого предприятия путем анализа факторов риска

Фактор риска	Шкала риска								
	Низкий риск			Средний риск			Высокий риск		
	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50
1. Факторы финансового риска									
Ликвидность					1				
Стабильность дохода							1		
Доходность					1				
Долгосрочная задолженность						1			
Текущая задолженность						1			
Ожидаемый рост доходов								1	
Доля на рынке				1					
Диверсификация потребителей						1			
Диверсификация продукции				1					
Диверсификация по территории				1					
2. Отраслевые факторы риска									
Отраслевое регулирование			1						
Циклический характер производства	1								
Конкуренция								1	
Препятствия вхождения на рынок							1		

Продолжение таблицы 2.3									
Регулирование местными органами власти	1								
Капиталоемкость производства					1				
3.Макроэкономические факторы									
Уровень инфляции			1						
Процентные ставки					1				
Экономический рост								1	
Обменный курс валюты			1						
Стабильность государственной политики							1		
<i>Количество наблюдений</i>	2		3	3	4	3	3	3	
<i>Взвешенный итог</i>	1	0	3	3,75	6	5,25	6	6,75	0
<i>Итого (сумма итогов)</i>	31,75								
<i>Количество факторов</i>	21								
<i>Итоговый коэффициент «бета»</i>	1,512								

R_m (уровень рыночного дохода) - определяется исходя из величины доходов на рынке ценных бумаг за достаточно долгий период времени в ретроспективе. Данный показатель может быть измерен следующими способами:

1) средней доходностью корпоративных ценных бумаг на всем отечественном фондовом рынке. В практических целях достаточно использовать среднюю доходность представительного для экономики портфеля корпоративных ценных бумаг, отражаемую текущей доходностью по корпоративному портфелю АК&М, которая регулярно публикуется, например, в еженедельнике «Эксперт»; по многим другим странам наиболее точные представительные корпоративные портфели ведутся американской компанией «Standard and Poor's»;

2) средней, по разным отраслям, годовой рентабельностью операционных издержек, рассчитываемой по данным за последний квартал (год).

В оценке часто используется понятие *рыночной премии за риск* ($R_m - R_f$), которая представляет собой превышение ретроспективных ставок дохода для собственного капитала над безрисковой ставкой дохода на фондовом рынке (табл. 2.4). Применительно к компаниям США исходят из 5-6%-ой рыночной премии за риск (при этом в исследованиях брался период 1926-1992гг.).

Таблица 2.4.

Премии за риск для собственного капитала на примере
европейских стран

Страна	Рыночная премия, %
Великобритания	5,3
Германия	2,1
Италия	3,3
Швейцария	4,3
Франция	4,8
Нидерланды	3,9
Испания	6,1
Среднее арифметическое	4,3
Среднее арифметическое (без учета Германии)	4,6

На основе среднего избыточного дохода за 1988-1993 гг. (в пересчете на год).

Избыточный доход представляет собой превышение над ставкой дохода по государственным облигациям со сроком погашения 10 лет.

В случае если производится оценка компаний *закрытого типа*, помимо этих коэффициентов должны учитываться в виде дополнительной премии:

- риск для малых компаний;
- риск, характерный для отдельной компании;
- страновой риск.

Премия для малых компаний: при расчете уровня рыночного дохода и коэффициента бета используются данные, полученные при изучении риска инвестирования в крупные компании, акции которых котируются на фондовых биржах и доступны широкой публике. Однако чаще приходится оценивать мелкие компании. Как показали проведенные исследования, существует премия для малых компаний. Согласно исследованию фирмы Ibbotson она составляет 5,1% (рассматривались самые малые 10% компаний, которые котировали свои акции на фондовых биржах США). Инвесторы назначают цену на акции мелких компаний таким образом, чтобы обеспечить получение большего по сравнению с крупными компаниями дохода. Это, прежде всего, должно компенсировать дополнительную нестабильность доходов с малого бизнеса в связи с недостаточной для хорошего доступа к кредитам имущественной базы как обеспечения кредитов, а также из-за небольшого числа клиентов или поставщиков;

Премия за риск, характерный для отдельной компании: в некоторых случаях при оценке компании обнаруживается, что для нее характерен определенный инвестиционный риск, связанный с характером ее деятельности. Это служит основанием для назначения дополнительной премии за риск и чаще всего это поправка вносится за закрытый характер бизнеса (компенсирует для акционеров меньшинства риск блокирования капитала

в компании и неопределенность будущих дивидендных доходов даже при наличии определенности в будущих операционных прибылях компании, на чью дивидендную политику акционеры меньшинства не могут оказать действенного влияния). Также может использоваться для компаний, связанных с опасными видами деятельности – токсичное производство, химическая отрасль и т.п.

Страновой риск: как показывают проведенные исследования, в многонациональных компаниях сложилась практика учета фактора странового риска при расчетах требуемой ставки дохода. Также он характерен для иностранных инвесторов. Если покупатель предприятия не является гражданином данной страны, его деятельность сопряжена с дополнительными рисками, включая:

- риск, связанный с конвертированием иностранной валюты;
- потерю активов вследствие экспроприации или национализации;
- ограничительные меры по отношению к движению капитала;
- регулирование цен;
- и многие другие факторы.

Обычно страновой риск оценивают экспертным путем и на основе рейтингов страновых рисков страны инвестирования, которые выставляются ведущими в мире рейтинговыми компаниями типа компании «Standard and Poor's». При вложении в Россию как в страну со средним уровнем риска страновой риск принимается на уровне 7-10% (в периоды кризиса достигал 45%).

В отношении двух первых поправок сложился широко признаваемый инвестиционный обычай, согласно которому они могут назначаться (экспертно) в интервале примерно до пяти шестых наблюдавшейся в стране инвестирования безрисковой ставки процента, т.е. до 5% при среднемировой ставке дохода в 6%.

Итоговая формула модели CAPM с учетом поправок на риск выглядит следующим образом:

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C,$$

где S_1 - премия для малых компаний;

S_2 – премия за риск, характерный для отдельной компании;

C – страновой риск.

Обобщая материал по модели оценки капитальных активов (CAPM), необходимо подчеркнуть, что этот способ определения ставки дисконта почти целиком опирается на объективно наблюдаемые на рынке данные. В этом главное его достоинство. Однако в этой модели существуют ряд допущений, что снижает его достоверность:

- она не учитывает индивидуальных предпочтений к рискам разных инвесторов, так как расчет идет на среднестатистического инвестора;
- эта модель учитывает в основном только систематические риски бизнеса.

Метод кумулятивного построения

При использовании метода кумулятивного построения, так же как и при расчетах по САРМ, первоначально производится оценка безрисковой ставки дохода.

При этом в данном методе устраняется фактор «бета», который принимается равным единице, что соответствует средней волатильности рынка. Поэтому все отличия профиля риска рассматриваемой компании от рынка в целом должны быть отражены в премиях за размер и специфику компании. Неявно это предполагает, что здесь будут включены свойственные компании факторы риска, которые сделали бы ее «бета» (если бы она имела этот коэффициент) больше или меньше единицы. К безрисковой ставке дохода прибавляется совокупная премия за инвестиционные риски, которая состоит из премий за отдельные несистематические, относящиеся именно к данному бизнесу риски и, кроме этого, прибавляются премии за риски вложения в малые компании, в связи с недостаточной ликвидностью и страновой риск, описанные выше. Методические указания по определению премий публикуются в специальных журналах, посвященных проблемам оценки.

$$\text{Формула: } R = R_f + \sum_{j=1}^J g_j + S_1 + S_2 + C,$$

где: $j=1, \dots, J$ – множество учитываемых по отношению к данному бизнесу факторов риска;

g_j – премия за отдельный риск по фактору с условным номером j .

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

- «ключевой фигуры» в составе менеджеров предприятия, качества управления финансами (повышенной доли долгосрочной задолженности в структуре капитала предприятия, повышенной доли постоянных расходов в операционных издержках);
- узости набора источников финансирования (особенно в случаях неформирования надлежащего амортизационного фонда и его недоиспользования как важнейшего источника самофинансирования, недооценки важности привлеченных средств, неиспользования финансового лизинга и других прогрессивных схем финансирования);
- размера компании;

- недостаточной финансовой устойчивости предприятия (риски недостаточного обеспечения оборота собственными оборотными средствами, недостаточного покрытия краткосрочной задолженности ликвидными текущими активами и всей суммой ликвидных активов и пр.);
- недостаточной диверсифицированности продукции (хозяйственной деятельности) предприятия;
- недостаточной диверсифицированности источников приобретения покупных ресурсов (включая труд);
- недостаточной диверсифицированности рынков сбыта предприятия, клиентуры и др.

Все перечисленные риски, будучи несистематическими, характеризуют не рискованность бизнеса как рода деятельности, а рискованность управления предприятием, ведущим бизнес. Определение же данных рисков проводится экспертно. Западная практика указывает на то, что средние премии за отдельные указанные риски в промышленно развитых странах Европы и США достигают в отдельных случаях 50-60% номинальной безрисковой ставки ссудного процента. Экспертная оценка премии за риск обычно располагается в интервале от 0 до 5%.



Рассмотрим пример расчета данных премий за риск для оценки стоимости ОАО «Сибнефть» на 2002г.

Расчет нормы доходности, покрывающей риски, характерные для данной компании

<i>Фактор риска</i>	<i>Значение, %</i>	<i>Примечание</i>
<i>Качество управления</i>	<i>1-2</i>	<i>Хорошее, годовые отчеты компании включают финансовую отчетность, составленную по стандартам USGAAP с 1996г.</i>
<i>Размер компании</i>	<i>1-2</i>	<i>Одна из крупнейших нефтяных компаний России, занимает 4-6 место по объему добычи и переработки</i>
<i>Финансовая структура</i>	<i>2</i>	<i>Доля собственного капитала в валюте баланса (по консолидированному отчету) – 69%. Данный показатель чуть выше нормы.</i>
<i>Производственная и территориальная диверсификация</i>	<i>2,5</i>	<i>Компания с широкой номенклатурой продукции. Доля экспорта нефти – 32,5%, нефтепродуктов – 19,75. Данные показатели соответствуют средним по отрасли.</i>
<i>Диверсификация клиентуры</i>	<i>3,5</i>	<i>?</i>
<i>Доходность: рентабельность и ретроспективная прогнозируемость</i>	<i>3,5</i>	<i>Рентабельность продаж – 31%, что соответствует среднеотраслевому уровню. Ожидается рост чистой прибыли по стандартам GAAP с \$674,8 млн. до \$1 млрд.</i>
<i>Прочие риски</i>	<i>?</i>	<i>?</i>
<i>Итого</i>	<i>13,5-15,5</i>	

Необходимо отметить тот факт, что если анализ составляющих кумулятивного построения ставки дохода проведен тщательно и корректно, то оба результата, полученные и методом CAPM и методом кумулятивного построения, должны совпасть.

Метод средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Как уже указывалось, если планируемые денежные потоки по своей структуре относятся к категории бездолговых, ставка дисконта должна рассчитываться как средневзвешенная стоимость капитала предприятия на момент начала оценки. В этом случае в итоге расчетов будет получена стоимость инвестированного капитала. Для оценки рыночной стоимости собственного капитала предприятия из получаемой суммы дисконтированных по этой ставке ожидаемых денежных потоков для оценки рыночной стоимости собственного капитала предприятия необходимо вычесть долгосрочную задолженность предприятия на момент оценки.

Средневзвешенная стоимость капитала представляет собой сумму стоимости привлечения единицы собственного капитала предприятия (капитал его учредителей) и стоимость единица заемного капитала с учетом доли собственных и заемных средств в единице капитала предприятия, т.е. WACC рассчитывается исходя из:

- стоимости для фирмы собственного капитала и задолженности;
- структуры капитала компании, то есть доли в ней каждого компонента.

В случае, если инвестированный капитал включает собственный капитал (при отсутствии привилегированных акций у акционерных обществ) и процентный заемный капитал, формула расчета WACC имеет следующий вид:

$$R = d_{ск} \times R_{ск} + d_{зк} \times R_{кр} \times (1 - h),$$

где $d_{ск}$ – доля собственного капитала предприятия в финансировании;

$R_{ск}$ – ставка дисконта для собственного капитала, определенная по методу CAPM или по методу кумулятивного построения;

$d_{зк}$ – доля заемных средств;

$R_{кр}$ – затраты на заемный капитал;

h – ставка налога на прибыль.

Затраты на заемный капитал компании – это процентная ставка по привлеченным кредитам и займам (на посленалоговой основе). В зависимости от того, как соотносятся процентные ставки оцениваемой компании и среднерыночные процентные ставки, можно говорить о совпадении или несовпадении балансовой и рыночной стоимостей заемного капитала. Так, если процентные ставки близки к среднерыночным значениям, балансовая стоимость заемного капитала (сумма кредитов и займов компании, отра-

женная в ее бухгалтерском балансе) приблизительно равна его рыночной стоимости. В обратном случае балансовая и рыночная стоимости заемного капитала могут отличаться.

Тем не менее, поскольку процентные ставки по кредитам и займам, привлекаемым компаниями, в большинстве случаев приблизительно соответствуют среднерыночным значениям для аналогичных инвестиций, для расчета затрат на весь инвестированный капитал можно сделать допущение, что балансовая стоимость заемного капитала равна его рыночной стоимости. Данное допущение не распространяется на собственный капитал компании, рыночная стоимость которого практически никогда не совпадает с его балансовой стоимостью.

В случае, если в составе акций компании – акционерного общества имеются привилегированные акции, они рассматриваются как отдельный источник финансирования в дополнение к собственному и заемному капиталу. Затраты на привилегированные акции представляют собой норму дивидендных выплат по данным ценным бумагам. В этом случае формула WACC выглядит следующим образом:

$$R = d_{\text{прив.ак}} \times R_{\text{прив.ак}} + d_{\text{об.ак}} \times R_{\text{об.ак}} + d_{\text{зк}} \times R_{\text{кр}} \times (1 - h),$$

где $d_{\text{прив.ак}}$ – доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;

$R_{\text{прив.ак}}$ – стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);

$d_{\text{об.ак}}$ – доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия;

$R_{\text{об.ак}}$ – стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции).

При оценке компаний, акции которых торгуются на открытых рынках, стоимость собственного капитала для расчета доли собственного капитала в структуре капитала компании может быть определена исходя из их рыночной капитализации. В остальных случаях оценщику необходимо самому определить веса собственного и заемного капитала, не допустив при этом существенного искажения стоимости инвестированного капитала.

Необходимо отметить, что многие компании при расчете WACC принимают во внимание только долгосрочные источники финансирования, пренебрегая издержками краткосрочного заимствования. В принципе это неправильно. Кредиторы, владеющие краткосрочными долговыми обязательствами, — такие же инвесторы, как и все остальные, и вправе претендовать на свою долю операционной прибыли. Не беря в расчет подобные претензии, оценщики рискуют неверно оценить требуемую доходность инвестиций в компанию.

Впрочем, «обнуление» краткосрочного долга — это не слишком серьезная ошибка, если такой долг носит временный, сезонный или случайный характер, либо если он компенсируется наличием у компании достаточных денежных средств и легко реализуемых ценных бумаг. При этом, если суммы выданного и взятого кредитов уравниваются, нет смысла включать издержки краткосрочного заимствования в формулу средневзвешенных затрат на капитал, поскольку у компании нет чистой краткосрочной задолженности.

Но когда краткосрочный долг является важным и постоянным источником финансирования — что типично для малых фирм — его следует также учитывать в расчетах, где процентные платежи по краткосрочному долгу становятся при этом одним из элементов формулы средневзвешенных затрат на капитал.



Структура внешнего капитала

В связи с развитием рынка заимствований российских предприятий, интересно обратить внимание на особенности заемного капитала Германии и Японии.

В общем объеме германских долговых обязательств преобладают институциональные, а не рыночные источники. Примерно 85% внешнего капитала обеспечивают заемные средства. Но, в основном, это долговые обязательства перед банками, размещенные частным образом. Практически не используются коммерческие векселя — популярный источник краткосрочного заемного финансирования в США. А корпоративные облигации, поступившие в открытую продажу, составляют всего 0,14% от общего объема германских облигаций, находящихся в обращении. Похожая ситуация сложилась и в Японии. Львиная доля (78%) внешнего финансирования осуществляется за счет заимствования у частных финансовых институтов. Корпоративные облигации, поступившие в открытую продажу, обеспечивают всего 2,8% внешнего капитала, а выпуск обыкновенных акций — только 8,9%. Крупные держатели ценных бумаг в Японии приобретают акции главным образом для укрепления деловых связей и очень редко торгуют ими. Таково своеобразие рынков капитала в этих странах.

«Налоговый парадокс»

Именуемое таким образом явление состоит в том, что если стоимость собственного капитала предприятия достаточно высока по сравнению со стоимостью заемных средств, то чем больше (а не меньше) ставка налога с прибыли, тем, вследствие возрастающей экономики на этом налоге, средневзвешенная стоимость капитала для предприятия оказывается ниже.

В свою очередь тогда окажется ниже и оцененная по методу дисконтированного денежного потока рыночная стоимость (текущая остаточная стоимость) рассматриваемого предприятия.

Подобная ситуация может иметь место в результате:

- *установившейся на рынке высокой номинальной безрисковой ставки ссудного процента;*
- *высокого инфляционного «фона» в экономике.*

Интересно, что описанная ситуация близка к той, что сегодня реально складывается в отечественной экономике.

Решающим тогда будет то, какова относительная разница между стоимостью заемного и собственного капитала для данного предприятия. В ряде случаев она в состоянии оказаться настолько низкой, что «вес» каждого процента экономии на налоге на прибыль при достаточно высоких ставках данного налога станет больше, чем значимость этой разницы. Такое может произойти, если, например, кредитная ставка процента по конкретным кредитным соглашениям предприятия окажется меньше рыночной ставки по кредитам с сопоставимым уровнем рисков.

Причем, если «налоговый парадокс» имеет место, то особенно уменьшаются оценки рыночной стоимости тех предприятий, которые имеют лучший доступ к кредитам (способны брать их в большем объеме и по менее высоким, в том числе значительно ниже рыночных, ставкам процента).

«Налоговый парадокс», однако, сказывается не столько на стоимости определенных предприятий, сколько на оценке их стоимости для определенных инвесторов, имеющих соответствующую кредитоспособность и учитывающих в своих инвестиционных расчетах указанный парадокс.

Прочие методы определения ставки дисконта

1. Если бизнес заключается в выпуске продукции, на которой специализируются несколько открытых компаний с ликвидными или хотя бы регулярно котируемым акциями, то систематические риски могут быть отражены в ставке дисконта, которая представляет собой величину, обратную соотношению Цена/Чистая прибыль (P/E, «Price/Earnings») по указанным компаниям, т.е.:

$$R = \frac{1}{(\text{Цена} / \text{Чистая прибыль})_{\text{отп}}},$$

где Цена – суммарная рыночная стоимость акций компании (компаний), находящихся в обращении;

Чистая прибыль – объявляемая компанией (компаниями) чистая прибыль.

Данный способ исчисления ставки дисконта корректен, только если коэффициент «Цена/Чистая прибыль» стабилизировался во времени.

2. Если оценивается бизнес, направленный на расширение или поддержание выпуска и продаж той продукции, которую данное предприятие уже выпускает и специализируется на ней, тогда в качестве ставки дисконта можно использовать уже достигнутую отдачу с ранее сделанных инвестиций, которая хорошо отражается наблюдаемым по балансу предприятия стабилизированным финансовым коэффициентом «Доход на инвестиции» (ROI).

Расчет величины стоимости денежных потоков в прогнозный и постпрогнозный периоды

Одной из проблем, возникающих при оценке стоимости бизнеса, является неопределенная продолжительность его жизни. Один из подходов к ее решению – составить прогноз свободного денежного потока на 100 лет и не принимать во внимание его дальнейшую «судьбу», так как за пределами этого периода его дисконтированная стоимость будет ничтожно мала.

Ведь, чем длиннее прогнозный период, тем больше число наблюдений и более обоснованной с математической точки зрения выглядит итоговая величина текущей стоимости компании. С другой стороны, чем длиннее этот период, тем сложнее прогнозировать конкретные величины выручки, расходов, темпов инфляции, потоков денежных средств.

Другими словами, весьма часто выявляется то, что остаточный срок бизнеса больше длительности прогнозного периода, для которого реально составить план-прогноз денежных потоков. Это обычно связано с тем, что:

- бизнес-план предприятия, необходимый для составления плана-прогноза его денежных потоков, как правило, делают не больше чем на два-три года;
- на более длительный срок невозможно серьезно прогнозировать конъюнктуру сбыта продукции предприятия и условия предложения ему покупных ресурсов;
- на срок, превышающий три года, невозможно получить документированный прогноз темпов инфляции, обменного курса и т.п.

Существуют два основных метода расчета величины потока денежных средств в *прогножном периоде*: косвенный и прямой.

Косвенный метод анализирует движение денежных средств по направлениям деятельности. Он наглядно демонстрирует использование прибыли и инвестирование располагаемых денежных средств.

Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, т.е. по бухгалтерским счетам.

В результате всего проведенного анализа определяются прогнозные данные основных показателей деятельности компании и на определенное количество прогнозных периодов рассчитывается стоимость денежных потоков по выбранной модели – для собственного капитала или на бездолговой основе. Следует отметить, что российские оценщики достаточно редко рассчитывают при этом *свободный денежный поток*, останавливаясь в расчетах на чистом денежном потоке. Это является не совсем верным, так как при этом не учитываются денежные средства на счетах предприятия.

Само же определение стоимости в *постпрогнозный период* основано на предпосылке, что предприятие (бизнес) способно приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания

прогнозного периода доходы предприятия стабилизируются, и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные равномерные доходы.

Возникает такое понятие как *продленная стоимость*. Это — стоимость ожидаемого денежного потока компании за рамками определенного прогнозного периода. В англоязычной литературе помимо данного понятия (*continuing value*) насчитывается, по меньшей мере, четыре термина, обозначающих продленную стоимость:

Terminal value (final value) – окончательная стоимость;

Residual value – остаточная стоимость;

Postprognosis value – постпрогнозная стоимость;

Horizon value – стоимость за прогноznым горизонтом.

Правильное и точное определение продленной стоимости очень важно для любой стоимостной оценки, поскольку на нее зачастую приходится весьма существенная часть совокупной стоимости компании. На рис. 2.5 показано, какую долю занимает продленная стоимость в совокупной стоимости компаний четырех отраслей.

В этих примерах продленная стоимость оценивается в пределах 56—125% совокупной стоимости. И хотя указанные значения весьма велики, из этого вовсе не следует, что большая часть стоимости компаний создается в «продленный» период. Как правило, это просто означает, что приток денежных средств в первые годы перекрывается капитальными затратами и вложениями оборотных средств, то есть инвестициями, которые должны породить более крупный денежный поток в последующие годы.

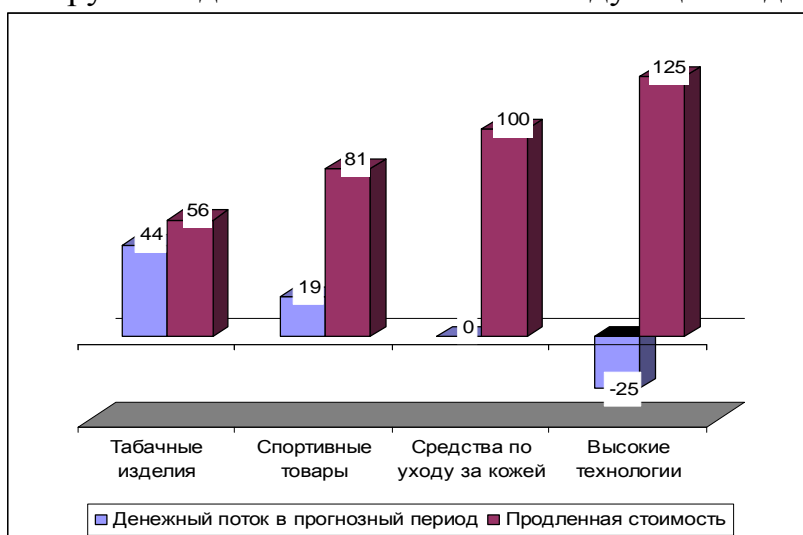


Рис. 2.5. Продленная стоимость как доля совокупной стоимости (прогнозный период 8 лет) [53]

Для оценки продленной стоимости советуют использовать три метода: долгосрочный прогноз; формула бессрочно растущего свободного денежного потока; формула факторов стоимости.

Долгосрочный прогноз. Как уже говорилось, один из подходов к продленной стоимости — полностью исключить ее из анализа путем составления прогноза на очень продолжительный период времени (75 или более лет), за пределами которого любая стоимость несущественно мала. Но поскольку такой долгосрочный прогноз едва ли будет достаточно подробным, с равной пользой — и при этом с меньшими усилиями — можно прибегнуть к двум приведенным ниже формулам.

Формула бессрочно растущего свободного денежного потока (модель Гордона). Годовой доход после прогнозного периода капитализируется в показатели стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста. При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконта. Модель Гордона исходит из следующих основных предложений:

- владелец компании не меняется;
- в остаточный период величины износа и капиталовложений равны;
- прогнозный период должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются; предполагается, что в остаточный период должны сохраняться стабильные долгосрочные темпы роста.

Расчет постпрогнозной (остаточной) стоимости в соответствии с моделью Гордона производится по формуле:

$$\text{Продленная_стоимость} = \frac{FCF_{t+1}}{R - g}$$

где FCF_{t+1} — нормальный свободный денежный поток в первый год после завершения прогнозного периода;

R — ставка дисконтирования;

g — ожидаемые темпы роста свободного денежного потока в бессрочной перспективе.

Данная стоимость по модели Гордона определяется на момент окончания прогнозного периода.

Эта методика обеспечивает такой же результат, как и долгосрочный прогноз, когда предполагается, что свободный денежный поток компании будет расти одинаковыми темпами. Формула имеет смысл только при условии, что g меньше R .

Формула факторов стоимости. Третий метод позволяет выразить формулу бессрочно растущего свободного денежного потока через факто-

ры стоимости — рентабельность инвестированного капитала и темпы роста:

$$\text{Продленная_стоимость} = \frac{NOPLAT_{t+1} * (1 - g / ROIC)}{R - g},$$

где $NOPLAT_{T+1}$ — нормальный уровень прибыли от основной деятельности за вычетом скорректированных налогов ($NOPLAT$) в первый год после завершения прогнозного периода;

g — ожидаемые темпы роста $NOPLAT$ в бессрочной перспективе;

$ROIC$ — ожидаемая рентабельность чистых новых инвестиций;

Формула факторов стоимости обеспечивает тот же результат, что и формула бессрочно растущего свободного денежного потока, поскольку знаменатели у них одинаковые, а в числителе свободный денежный поток выражен через ключевые факторы стоимости. Соотношение $g/ROIC$ представляет собой долю посленалоговой операционной прибыли, инвестированную в дополнительный капитал, или норму инвестирования. Таким образом, все выражение в числителе — а именно, посленалоговая операционная прибыль, умноженная на разность единицы и нормы инвестирования, — есть не что свободный денежный поток

Итак, все три подхода приносят одинаковый результат (правда, значение, полученное в процессе долгосрочного прогнозирования, слегка отличается от других, так как в этой методике не учитывается денежный поток за пределами 150 лет).

При выборе из подходов, можно посоветовать применять формулу факторов стоимости, поскольку это проще, чем составлять прогноз на 75 лет, и к тому же здесь не так легко допустить ошибку, как в применении формулы бессрочно растущего свободного денежного потока. А кроме того, она побуждает напрямую задумываться о факторах стоимости при оценке продленной стоимости.

Помимо методов дисконтированного денежного потока для оценки продленной стоимости иногда используют методы, не связанные с денежным потоком. Четыре наиболее употребляемых из них основаны на: ликвидационной стоимости, затратах на замещение основных средств, коэффициенте цена/прибыль, коэффициенте рыночная/балансовая стоимость.

Согласно *методу ликвидационной стоимости*, продленная стоимость равна оценочной выручке от реализации активов бизнеса после оплаты его обязательств в конце определенного прогнозного периода. Ликвидационная стоимость зачастую весьма отличается от стоимости действующей компании. В растущей прибыльной отрасли ликвидационная стоимость компании, вероятнее всего, окажется существенно ниже стоимости компании в действующем состоянии. В умирающей же отрасли ликвидационная стоимость может превысить стоимость действующей компании. В связи с

этим такой подход не стоит использовать — за исключением тех случаев, когда ликвидация с большой вероятностью должна прийти на конец прогнозного периода.

Согласно *методу затрат на замещение основных средств*, продленная стоимость равна ожидаемым затратам на замену активов компании. У этого подхода есть несколько изъянов, важнейшие из которых таковы.

- Замещению поддаются лишь материальные активы. «Организационный капитал» компании можно оценить лишь на основе порождаемого им денежного потока. Затраты на замещение материальных активов компании порой существенно занижают ее стоимость.

- Не все активы компании будут когда-либо замещены. Представьте себе оборудование, используемое только в одной определенной отрасли. Затраты на замещение такого актива могут оказаться настолько высоки, что замещать его попросту неэкономично. Но пока актив создает положительный денежный поток, он обладает ценностью для компании. В подобном случае затраты на замещение актива могут превысить стоимость бизнеса в действующем состоянии.

Метод коэффициента цена/прибыль (Ц/П) предполагает, что стоимость компании кратна ее будущим прибылям в «продленный» период. Это, разумеется, так и есть, но трудности возникают при попытке определить подходящий коэффициент Ц/П. Допустим, мы выбрали текущий среднеотраслевой коэффициент Ц/П на сегодняшний день. Он отражает экономические перспективы отрасли на определенный прогнозный период, равно как и на «продленный» период. Однако такие перспективы в конце прогнозного периода, вероятнее всего, будут выглядеть существенно иначе, чем с точки зрения сегодняшнего дня. Значит, нам нужен и иной коэффициент Ц/П, отражающий перспективы компании в конце прогнозного периода. Основные детерминанты коэффициента Ц/П компании — ее темпы роста, рентабельность нового капитала и затраты на капитал. А это как раз те факторы, которые присутствуют в формуле факторов стоимости.

Метод коэффициента рыночная/балансовая стоимость предполагает, что рыночная стоимость компании находится в некоем кратном отношении к его балансовой стоимости; часто за такое отношение принимаются текущий коэффициент самой компании либо коэффициенты, характерные для сопоставимых компаний. Теоретически этот подход аналогичен предыдущему (основанному на коэффициенте цена/прибыль) и, в силу этого, сопряжен с теми же проблемами. Помимо сложностей с определением подходящего коэффициента, балансовая стоимость сама по себе подвержена искажениям в результате инфляции и применения основных бухгалтерских допущений.

Рассмотрим теперь такой фактор при расчетах продленной стоимости, как продолжительность выбранного прогнозного периода. Она весьма важна, но она влияет не на стоимость компании, а лишь на распределение этой стоимости между собственно прогнозируемым периодом и последующими годами. Это иллюстрирует рис. 2.6. В данном примере стоимость компании составляет 900 млн дол. вне зависимости от продолжительности прогнозного периода. Но при горизонте прогноза 5 лет приведенная продленная стоимость оценивается в 79% совокупной стоимости, тогда как при горизонте 10 лет — лишь в 60%.

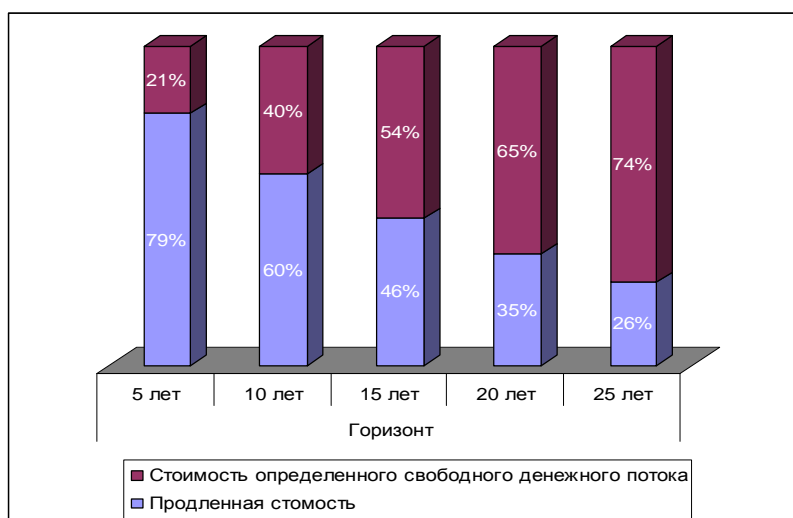


Рис. 2.6. Сравнение оценок совокупной стоимости, основанных на разных прогнозных горизонтах [53]

Необходимо соблюдать фундаментальное правило: оценка параметров, определяющих продленную стоимость, должна быть неотъемлемой частью общего процесса прогнозирования. В параметрах продленной стоимости должен воплощаться четкий и внутренне согласованный прогноз долгосрочного экономического положения компании и отрасли, к которой она относится. А главное, эти параметры должны базироваться на ожидаемом устойчивом условии, что компания будет продвигаться вперед именно по тому сценарию, который мы оцениваем.

На рис. 2.7 показано, как соотносятся между собой различные отрасли по разным параметрам продленной стоимости.

В заключение необходимо отметить, что данные методики и расчеты могут показаться достаточно сложными, однако их неприменение с игнорированием остаточной текущей стоимости бизнеса в постпрогнозный период способно приводить к резкой недооценке бизнесов — только из-за того, что оценщик не в состоянии сколь-либо точно спрогнозировать денежные потоки по бизнесу за пределами прогнозного периода или из-за отсутствия бизнес-плана предприятия на более длительный горизонт времени.

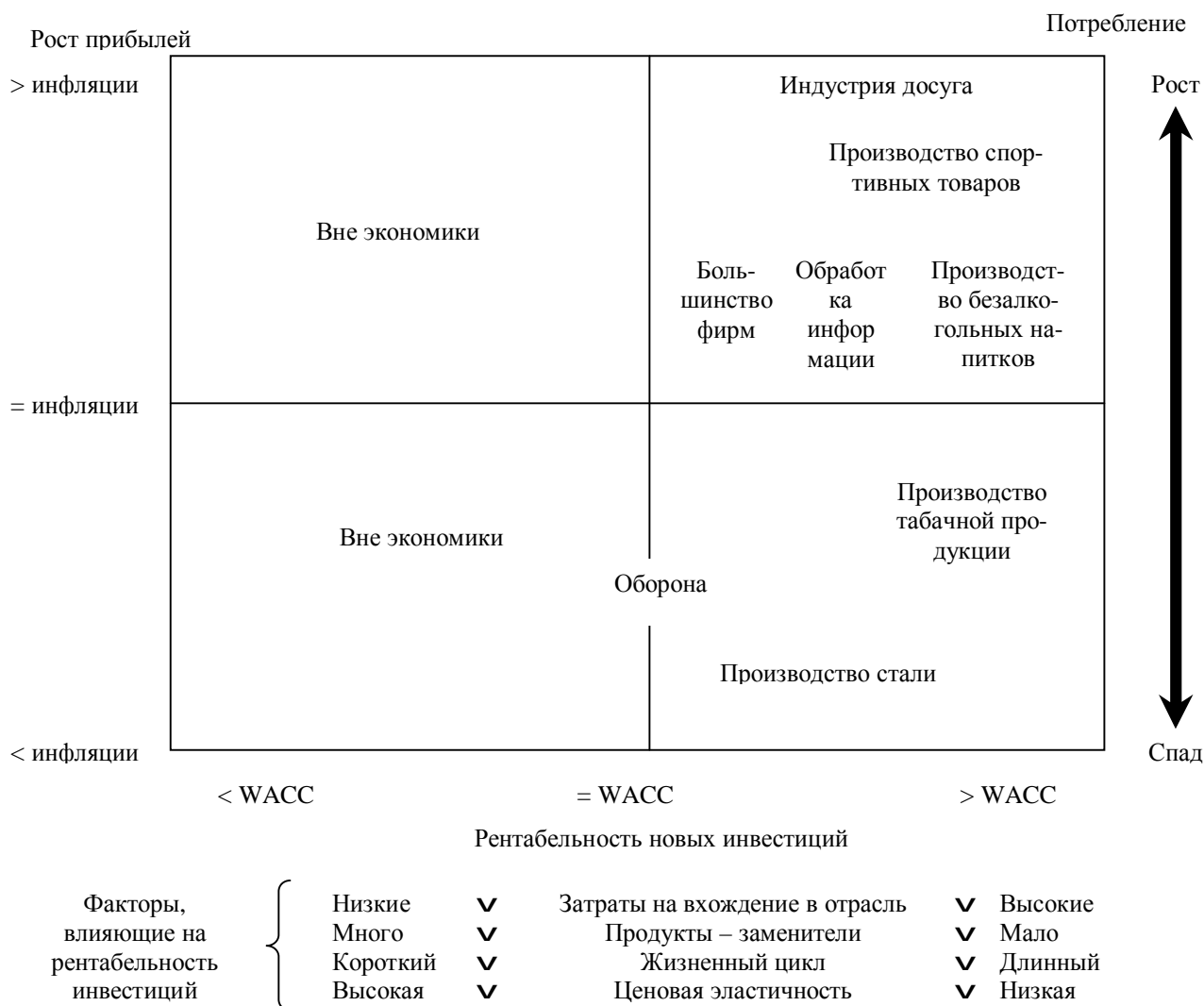


Рис. 2.7. Соотношение отдельных отраслей по параметрам продленной стоимости [53]

С другой стороны, конечно, включение в оценку величины остаточной текущей стоимости бизнеса в постпрогнозный период может приводить и к слишком оптимистичным завышенным оценкам. Чтобы этого не случилось, необходимо возможно более консервативно подходить к прогнозу денежных потоков в постпрогнозный период, к его длительности, а также к выставлению нормы дохода и возврата капитала для постпрогнозного периода.

Расчет величины текущей стоимости денежных потоков в прогнозный и постпрогнозный периоды

Расчет текущей стоимости выполняют известным способом дисконтирования. Все потоки дисконтируют по одной и той же ставке дисконта. Предварительная величина стоимости бизнеса включает две составляющие:

- текущую стоимость денежных потоков в течение прогнозного периода;
- текущее значение стоимости в постпрогнозный период.

В итоге эти стоимости суммируются и становятся предварительной величиной рыночной стоимости бизнеса на момент оценки.

Внесение итоговых поправок

После того как определена предварительная стоимость предприятия, для получения окончательной величины его рыночной стоимости необходимо внести поправку на величину стоимости нефункционирующих активов и провести коррекцию величины собственного оборотного капитала.

Первая поправка связана с тем, что при расчете стоимости учитываются активы предприятия, которые участвуют в производстве, получении прибыли, т. е. в формировании денежного потока. Но у любого предприятия в каждый конкретный момент времени могут быть активы, не занятые непосредственно в производстве. Их стоимость не учитывается в денежном потоке, но это не значит, что они не имеют стоимости. В настоящее время у многих российских предприятий есть в наличии такие нефункционирующие активы (в основном недвижимость, машины и оборудование). Многие такие активы имеют определенную стоимость, которая может быть получена, например, при продаже. Поэтому необходимо определить рыночную стоимость таких активов и суммировать ее со стоимостью, полученной при дисконтировании денежных потоков.

Вторая поправка – это учет фактической величины собственного оборотного капитала. В модель дисконтированного денежного потока необходимо включить требуемую величину собственного оборотного капитала, соответствующую прогнозируемому уровню реализации (обычно она определяется по отраслевым нормам). Фактическая величина собственного оборотного капитала может не совпадать с требуемой. Соответственно нужна коррекция: избыток собственного оборотного капитала должен быть прибавлен, а дефицит – вычтен из величины предварительной стоимости.

В результате оценки предприятия методом ДДП получится стоимость контрольного ликвидного пакета акций. Если же оценивается некон-

трольный пакет, необходимо сделать скидку. Об этом подробнее в следующих разделах.



Обоснование ставки дисконтирования в российских условиях

Без должного обоснования ставки дисконта теряют смысл все предыдущие этапы расчетов - прогноз будущих поступлений, дохода, платежей оказывается ненужным, «подвешенным в воздухе».

Большинство отчетов страдают недостаточной проработкой вопроса оценки ставки дисконтирования. В результате величина текущей стоимости оказывается завышенной (реже заниженной - это зависит от «целей оценщика»). Связано это с высокой чувствительностью результата расчетов от величины ставки дисконта (например, если период прогнозирования составляет хотя бы 3-5 лет, то 1% изменения ставки дисконтирования изменяет текущую стоимость на 1,5-2%). Серьезные инвесторы не могут не замечать такой возможности манипуляции результатами оценки. В нормально функционирующей рыночной экономике ставка дисконтирования, определенная различными методами, должна быть примерно одинаковой. В условиях России применение методов WACC и CAPM приводит к совершенно разным результатам. Применение модели WACC осложняется тем, что цена собственного капитала (дивиденды акционеров) не соответствует рыночному уровню доходности (отсутствуют котировки акций на открытом рынке). Цена заемного капитала (в тех редких случаях, когда он используется) часто искажена ввиду льготного характера предоставляемых кредитов, запутанности схем кредитования или наличия просроченной задолженности.

Применение метода CAPM сталкивается с проблемой определения безрисковой и среднерыночной ставки доходности, коэффициента бета (определение этого показателя вообще затруднительно для большинства отечественных предприятий), а также экспертной (опять же, в ущерб объективности) оценке сопутствующих рисков (страновых, за закрытость компании, ее величину и т.п.).

Приведенные доводы свидетельствуют о необходимости разработки единой системы индикаторов и/или методики расчета нормы дисконтирования, адаптированной к российским условиям.

Итак, подводя итоги, необходимо отметить, что метод ДДП требует от оценщика высокого уровня знаний и профессиональных навыков, так как этот метод во всем мире признан наиболее теоретически обоснованным методом оценки рыночной стоимости действующего предприятия. В странах с развитой рыночной экономикой при оценке крупных и средних предприятий этот метод применяется в 80-90% случаев. Главное достоинство метода ДДП состоит в том, что он единственный из известных методов оценки, основанный на прогнозах будущего развития рынка, а это в наибольшей степени отвечает интересам инвестиционного процесса.

2.1.2. Метод капитализации доходов

Для упрощения расчета текущей стоимости бизнеса, когда нужно сделать экспресс-оценку бизнеса, но с учетом его рисков, применяют так называемый метод капитализации ожидаемого дохода.

Данный метод заключается в расчете текущей стоимости будущих доходов, полученных от использования объекта, с помощью коэффициента капитализации:

$$V = D / C,$$

где V — рыночная стоимость;

D — периодический доход;

C — коэффициент капитализации.

Метод капитализации доходов в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины дохода (или темпы его роста будут постоянными). В отличие от оценки недвижимости данный метод применяется редко ввиду нестабильности получаемых предприятием доходов.

Тем не менее, практическое применение метода капитализации предусматривает следующие основные этапы:

1. Проведение анализа финансовой отчетности, ее нормализация и трансформация (при необходимости).

2. Осуществление выбора величины прибыли, которая будет капитализирована.

3. Проведение расчета ставки капитализации.

4. Определение предварительной величины стоимости.

5. Внесение поправок.

При применении этого метода возникает целый ряд проблем. Во-первых, как определить чистый доход предприятия, во-вторых, как выбрать ставку капитализации.

При расчете чистого дохода важно правильно выбрать период времени, за который производятся расчеты. Это могут быть несколько периодов в прошлом, обычно пять периодов, а могут использоваться данные о доходах за несколько периодов в прошлом и прогнозы на ближайшее будущее.

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

Ставка капитализации по определению – это множитель или делитель, используемый для пересчета дохода предприятия в его стоимость.

Ставка дисконтирования по определению – это ставка дохода, используемая для приведения денежных сумм, подлежащих уплате или получению в будущем, к текущей стоимости.

Таким образом, ставка дисконта применяется к будущим денежным потокам и представляет собой требуемую инвестором ставку дохода. Ставка капитализации используется применительно к некоторому отдельно взятому денежному потоку (например, денежному потоку за прошлый год) с целью определения стоимости.

Ставка капитализации может быть рассчитана на основе ставки дисконтирования (вычитанием из ставки дисконта ожидаемых среднегодовых темпов роста денежного потока или прибыли, в зависимости от объекта капитализации). Таким образом, для одного и того же предприятия ставка капитализации ниже или равна ставке дисконтирования:

$$C = R - g,$$

где C – ставка капитализации;

R – ставка дисконтирования;

g – долгосрочные темпы роста дохода.

Последние этапы применения метода капитализации доходов являются несложными операциями. Применяется основная формула капитализирования доходов, и вносятся итоговые поправки на нефункционирующие активы (как в методе ДДП), на контрольный характер и недостаток ликвидности (об этом подробнее в конце рассмотрения всех подходов в оценке бизнеса).

2.2. Сравнительный подход в оценке бизнеса

Сравнительный подход базируется на рыночной информации и учитывает текущие действия потенциальных продавцов и покупателей. Он заключается в том, чтобы, опираясь на прогнозные (на момент ожидаемой перепродажи) оценки величин чистой (за вычетом задолженности) балансовой стоимости, прибыли или денежного потока предприятия, определить его рыночную стоимость, делая это по аналогии с соотношением в настоящее время этих показателей и цен на их акции у сходных (принадлежащих к той же отрасли) предприятий. При этом в качестве сходных предприятий берутся фирмы данной отрасли, чьи акции ликвидны и достаточно надежно котируются на биржевом или внебиржевом фондовом рынке.

Рыночная цена акции любого предприятия — важный показатель. Как отмечает Дж. Ван Хорн: «оценивая истинную стоимость компании, инвесторы обращают внимание в основном на цену ее акций; она отражает

потенциальную прибыль компании, дивиденды на ее ценные бумаги, деловой риск, структуру ее капитала, стоимость активов и другие факторы, поддающиеся оценке».

По сходным предприятиям в форме ОАО - информация об их активах, прибылях и производном от них показателе денежного потока – как предполагается, публикуется и доступна оценщику (например, в виде издаваемых открытыми акционерными обществами финансовых отчетов и проспектов эмиссии — либо в форме копий финансовых отчетов, которые по запросам «общественности» открытые акционерные общества так или иначе по закону обязаны предоставлять, пусть и за счет затребовавшего подобную информации).

Очевидно, что подбор фирм, сходных с оцениваемым предприятием, должен отвечать определенным критериям — так, чтобы выдерживалась та же, что и у оцениваемого предприятия, доля профилирующего аналогичного продукта, размер предприятия, чтобы сходными с ним были стадия жизненного цикла фирмы, рынки сбыта, территориальное местоположение, соотношение собственного и заемного капитала и пр.

На базе информации о сходных фирмах рассчитываются так называемые «мультипликаторы» (коэффициенты) – «Цена/чистая балансовая стоимость», «Цена/прибыль», «Цена/денежный поток» и др. (могут даже существовать предприятия, специализирующиеся на мониторинге и продаже, в той или иной форме, данных об этих коэффициентах).

Эти мультипликаторы представляют собой взятое за максимально возможный (на основании времени, за которое по данным фирмам осуществлялись рыночные котировки) период отношение цены акций сходных с оцениваемым предприятием фирм к, соответственно, их чистой балансовой стоимости, прибыли, денежному потоку и др. При этом мультипликатор «цена/прибыль» может рассчитываться как применительно к балансовой прибыли, так и к прибыли после налогообложения — либо до налогообложения, но после уплаты процентов по долгосрочным кредитам.

Общая идея данного подхода сводится к тому, что, прогнозируя будущую рыночную стоимость предприятия, эту еще не подтвержденную рынком стоимость оценивают по аналогии с рыночной стоимостью котироваемых на фондовом рынке аналогичных предприятий. Причем в качестве таковых берутся те предприятия, по которым уже выявились относительно устойчивые соотношения, характеризующиеся соответствующими мультипликаторами.

Фондовый рынок, таким образом, как бы помогает оценить предприятие, которое само еще на нем не появилось. Очевидно, это возможно лишь при условии достаточной степени развитости и стабильности самого фондового рынка в части акций фирм конкретной отрасли. Данные о ры-

ночных сделках по компаниям, долям акционеров в капитале компаний или ценными бумагами могут служить источником объективной информации для выведения стоимостных показателей, применимых в оценке бизнеса. Этот подход можно использовать и для оценки стоимости предприятия, акции которого не участвуют в купле-продаже на фондовом рынке или они мало ликвидны, сравнивая с аналогичными по своей производственной деятельности предприятиями, акции которых участвуют в биржевых операциях.

При сравнительном подходе используются:

– *метод рынка капитала* – базируется на ценах, реально выплаченных за акции сходных компаний на фондовых рынках.

– *метод сделок* – является частным случаем метода рынка капитала. Он основан на ценах приобретения контрольных пакетов акций сходных предприятий либо цен приобретения целых аналогичных предприятий. Цена акций принимается по результатам сделок на мировых фондовых рынках.

– *метод отраслевых коэффициентов* – основан на специальных формулах и ценовых показателях, используемых в отдельных отраслях производства. Формулы и ценовые показатели выводятся эмпирическим путем из данных о продажах предприятий.

Методы рынка капитала, сделок и отраслевых коэффициентов пригодны при условии строгого выбора предприятия-аналога, которое должно относиться к тому же типу, что и оцениваемое предприятие.

2.2.1. Метод рынка капитала

Данный метод основан на рыночных ценах акций сходных предприятий. Предполагается, что инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), может инвестировать либо в эти предприятия, либо в оцениваемое им предприятие. Практика применения данного метода предполагает определенную последовательность этапов и выполнение стандартных процедур.

Начальный этап.

Необходимо получить финансовую отчетность оцениваемой компании за репрезентативный период. Длительность в каждом конкретном случае определяется индивидуально, но общее требование – он должен охватывать период деятельности предприятия, чтобы выявить существующие в его развитии закономерности и тенденции. Как правило, продолжительность анализируемого периода от 2 до 5 лет. Данная отчетность должна быть трансформирована, нормализована и проанализирована.

Второй этап – поиск и подбор сопоставимых компаний.

Для проведения оценки бизнеса данным методом необходимо собрать по компаниям–аналогам общую финансовую и технико-экономическую информацию, сведения о ставках дохода по альтернативным капиталовложениям, об операциях со свободно обращающимися акциями, о слияниях и поглощениях компаний в данной отрасли. Для этого проводят маркетинговые исследования, изучают специализированные СМИ и материалы консалтинговых фирм и рейтинговых агентств. Финансовая информация может быть получена и на основании письменного запроса либо непосредственно на предприятии в ходе собеседования.

Отбор предприятий для сравнения производят по следующим критериям:

- принадлежность к той или иной отрасли;
- вид выпускаемой продукции или услуг;
- диверсификация продукции или услуг;
- стадия развития компаний;
- географические факторы;
- размеры предприятий;
- стратегия их деятельности и перспективы развития;
- финансовые характеристики.

Важная составляющая часть оценки по данному методу — анализ финансового положения предприятий и сопоставление полученных результатов с оцениваемым предприятием. Финансовый анализ при этом включает:

- анализ структуры капитала;
- анализ ликвидности;
- сопоставление балансовых отчетов, отчетов о прибылях и убытках;
- анализ дохода на активы, на собственный капитал и т.д.

Система аналитических показателей и критериев сравнения, используемых при анализе финансового положения предприятия, так же как и методология оценки стоимости предприятия в целом, зависит от целей и функций оценки. Например, при оценке влияния системы налогообложения на результаты оценки предприятия наиболее важными показателями являются: структура имущества предприятия и рентабельность активов и продукции. При купле-продаже предприятия: платежеспособность предприятия, ликвидность активов, динамика рентабельности; при реорганизации предприятия — деловая активность, структура капитала.

Установление периода, за который производится финансовый анализ, также зависит от цели и методов оценки. Стоимость предприятия в целях его реорганизации или купли-продажи основывается преимущест-

венно на прогнозных оценках, тогда как для целей налогообложения используются в основном данные о текущей деятельности предприятия.

При составлении финансового отчета о деятельности предприятия, как правило, исходят из основных принципов ведения бухгалтерского учета, установленных «Положением о бухгалтерском учете и отчетности в РФ». Однако общие правила и принципы конкретизируются исходя из условий и особенностей деятельности на каждом предприятии, что находит отражение в собственной учетной политике предприятия. Определенная степень свободы предприятия в формировании учетной политики отражается на величине отчетных показателей.

Например, по-разному реализуются в практике конкретного предприятия основные приемы и методы бухгалтерского учета: оценка материалов и запасов производится либо по средней себестоимости, по стоимости единицы, методом LIFO, методом FIFO. Стоимость основных средств погашается либо по стандартным нормам амортизационных отчислений, либо ускоренным способом.

В зависимости от принятых методов бухгалтерского учета будут различаться не только величина прибыли, но и стоимость отдельных активов, а это, в свою очередь, отражается на величине отдельных статей балансового отчета. Поэтому при сравнительном анализе балансовых отчетов предприятий-аналогов и оцениваемого предприятия рекомендуется учитывать различия в применяемых методах бухгалтерского учета и вносить поправки в соответствующие статьи балансового отчета.

Третий этап. Определение рыночной стоимости собственного капитала предприятия основано на использовании ценовых мультипликаторов.

Ценовой мультипликатор — это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой. Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Существует много оценочных мультипликаторов, применяемых при оценке стоимости бизнеса. Выбор наиболее уместного из них определяется в каждой конкретной ситуации, например:

– P/R — *цена/валовые доходы* (применяется, когда оцениваемое и сопоставимые предприятия имеют сходные операционные расходы — сфера услуг);

– P/EBT — *цена/прибыль до налогообложения* (более предпочтителен для сопоставления предприятий, имеющих различные налоговые условия);

– P/E — *цена/чистая прибыль* (особенно уместен, когда прибыль относительно высока и отражает реальное экономическое состояние предприятия);

– P/D — *цена/дивиденды* (рассчитывают как на базе фактически выплаченных, так и потенциальных дивидендов по компаниям, акции которых свободно обращаются на фондовом рынке). Используется довольно редко, несмотря на доступность информации. Это связано с тем, что порядок выплат в компаниях открытого и закрытого типов существенно различается;

– P/CF — *цена/денежный поток* (уместен, когда предприятие имеет относительно низкий доход по сравнению с начисляемой амортизацией);

– P/BV — *цена/балансовая стоимость активов* (наиболее применим при оценке холдинговых компаний либо необходимости быстро реализовать крупный пакет акций).

Необходимо отметить, что мультипликаторы *цена/прибыль* и *цена/денежный поток* распространены для определения цены, так как информация о прибыли оцениваемой предприятия и предприятий-аналогов является наиболее доступной.

Четвертым этапом оценки будущей стоимости предприятия является применение реально наблюдаемых в настоящий момент на фондовом рынке мультипликаторов, основанных на отношении цен акций сходных фирм к финансовым показателям.

Стоимость оцениваемой компании (V) определяется как произведение отношения рыночной цены компании-аналога ($V_{ан}$) и ее базового финансового показателя (R_2) на базовый показатель (R_1) оцениваемой компании:

$$V = V_{ан} / R_2 * R_1,$$

где $V_{ан} / R_2$ – рассчитанный мультипликатор по компании-аналогу. Если таких компаний несколько, мультипликаторы можно усреднить или взять в диапазоне.

И, так как, при оценке стоимости бизнеса для получения более объективных данных рекомендуется применять несколько мультипликаторов одновременно, получаемые этим способом величины рыночной стоимости будут несколько отличаться друг от друга, что является вполне естественным в силу разной тесноты корреляции между фактическими ценой акций сходных с оцениваемым предприятием фирм и их чистой балансовой стоимостью, прибылью, денежным потоком и др. (что, в свою очередь, легко объясняется влиянием факторов, не учтенных при выборе в качестве аналога оцениваемому предприятию конкретных сходных фирм).

В связи с этим итоговая оценка может быть представлена как, например, средневзвешенная из указанных оценок, с учетом степени доверия оценщика к статистике по каждому из используемых мультипликаторов.

Итоговая величина стоимости должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств. Наиболее типичными являются следующие поправки: *портфельная скидка* – предоставляется при наличии непривлекательного для покупателя характера диверсификации производства; учитываются имеющиеся *активы непроизводственного назначения*; вычитаются выявленные в процессе финансового анализа *недостаточность собственного оборотного капитала* и экстренная *потребность в капитальных вложениях*.

Возможность использования метода рынка капитала в решающей мере зависит от доступности информации с фондового рынка, необходимой для определения рассматривавшихся выше мультипликаторов по фирмам, которые могут быть признаны аналогами оцениваемого предприятия.

В нашей стране эта информация только начинает регулярно публиковаться. Так в еженедельных журналах «Коммерсантъ» и «Эксперт» по предприятиям, чьи акции в достаточной мере ликвидны приводятся текущие коэффициенты «Цена /прибыль» и «Цена/выручка» (их часто именуют в международно принятом обозначении как P/E ratio, т.е. коэффициент «price/earnings», где под «earnings» понимается чистая прибыль и P/S ratio, т.е. коэффициент «price/sale», где под «sale» понимается объем продаж, реализации).

Журнал «Эксперт» постоянно публикует рейтинг крупнейших российских компаний по объему реализации и рыночной стоимости. Эти рейтинги являются сводными аналитическими обзорами финансово-хозяйственного состояния отдельных (прошедших аудит, проведенный солидными отечественными и зарубежными аудиторскими фирмами) предприятий, которые считаются достаточно показательными для соответствующих отраслей (например, РАО энергетики и электрификации «ЕЭС России», «Газпром», АвтоВАЗ, «Мобильные телесистемы», «Ростелеком» и др). В этих рейтингах также имеется информация по коэффициентам «Цена/прибыль» и «Цена/выручка», однако кроме нее содержатся и сведения по рыночной капитализации, балансовой прибыли, числу акций, дивидендам и пр., что дает возможность оценивать и другие рассматривавшиеся выше мультипликаторы.

В приложении 3 можно ознакомиться с различным представлением рейтингов, в том числе и крупнейших компаний в мире. Ознакомиться и проанализировать полный список можно на интернет-сайтах специализированных рейтинговых агентств.

2.2.2. Метод сделок

Метод сделок (продаж) имеет своей целью оценку контрольного пакета акций (50% + одна акция) или же оценку целиком небольших объектов. В нем используются цены компаний-аналогов, подвергшихся слияниям и поглощениям.

Суть данного метода сводится к тому, что стоимость оцениваемой компании (контрольного пакета) представляет собой скорректированную стоимость (продажную цену) аналогичного предприятия (контрольного пакета). Предприятие-аналог должно удовлетворять требованиям сопоставимости - принадлежать той же отрасли, не слишком отличаться размером, форма владения должна быть аналогичной. Только если эти условия выполняются, рыночную цену предприятия-аналога можно корректировать с целью учета даты продажи, типа предприятия, условий продажи и другой информации по сделкам.

Иначе говоря, данный метод дает оценку рассматриваемого предприятия глазами его нового хозяина с учетом «премии за контроль», которая содержится в цене одной акции, если она приобретается в составе крупной доли предприятия.

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

В расчетах метод сделок сводится к тому же алгоритму, что и в методе рынка капитала, с тем различием, что применяемые мультипликаторы, как упомянуто выше, вычисляются на основе цен по отслеживаемым на фондовом рынке сделкам с контрольными пакетами акций.

2.2.3. Метод отраслевых коэффициентов

Метод отраслевых коэффициентов называют также методом отраслевых соотношений или правилом «золотого сечения». Этот метод предполагает наличие отраслевых, достаточно стабильных, мультипликаторов. В условиях развитой экономики данные о специальных соотношениях для различных отраслей аккумулируются в торговых ассоциациях, непосредственно у владельцев предприятий, они регулярно публикуются в специальных изданиях.

Суть метода отраслевых коэффициентов заключается в том, что на основе анализа практики продаж бизнеса в той или иной отрасли выводится определенная зависимость между ценой продажи и определенными финансовыми параметрами. Этот метод в основном используется для оценки малых предприятий и носит вспомогательный характер. В результате ста-

тистического обобщения опыта западных оценочных фирм (в отечественной практике такой опыт практически отсутствует) были разработаны довольно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия.

Например, ориентировочная стоимость объектов оценки составляет:

- в машиностроении – 1,5-2,5-кратную величину от сумм чистого дохода и производственных запасов;
- автозаправочные станции – 1,2-2,0-кратную величину от месячной выручки;
- в розничной торговле – 0,75-1,5-кратную величину от суммы чистого дохода, оборудования и запасов;
- рестораны, кафе и пр. – 0,25-0,5-кратную величину от годовой валовой выручки;
- туристические фирмы – 0,004-0,1-кратную величину от годовой валовой выручки;
- рекламные агентства – 0,7-кратную величину от годовой выручки;
- бухгалтерские и аудиторские фирмы – 0,5-кратную величину от годовой выручки.

В целом для этого метода существует «золотое правило» оценки: покупатель никогда не заплатит за предприятие больше 4-кратной величины среднегодовой прибыли до налогообложения.

Проблема применения данного метода заключается в отсутствии надежной статистики в российских условиях. Только сейчас в нашей стране начал наблюдаться процесс активизации купли-продажи готовых малых бизнесов в различных отраслях.



Информация для обсуждения

Особенность применения сравнительного подхода в России: при купле-продаже фирм покупателю поступает минимум информации о сделке. Соответственно, даже если известна стоимость проданной компании-аналога, нельзя сказать, какие конкретно факторы ее сформировали, не было ли при этом каких-либо «подводных течений» и взаимных обязательств продавца и покупателя, скрытых от посторонних глаз. Пока в России не сформируется полноценный рынок покупки-продажи компаний, данный подход будет оставаться наиболее недостоверным. По поводу сопоставимости информации для оценки российской и иностранной компании оценщики говорят, что количество работников, занятых на иностранной компании – аналоге российской фирмы по объемам продаж, может различаться на порядок (на Западе — полтора-три десятка рабочих, у нас — до полутысячи). Использование данных по аналогичным компаниям на зарубежных рынках нуждается в тщательной корректировке применительно к российским условиям, которая учитывает не только поправку на страновой риск, но и соотношение емкости рынков, покупательную способность населения, потенциал страны, региона.

2.3. Затратный подход в оценке бизнеса

Затратный подход рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек на его функционирование. Следовательно, идеологическая основа данного подхода состоит в оценке рыночной стоимости еще остающихся в распоряжении объекта оценки активов. Чаще всего в качестве таких активов выступает остающееся в распоряжении объекта имущество, а не результаты его производственно-хозяйственной деятельности. Поэтому во многих литературных источниках этот подход называют имущественным.

В практике оценки затратный подход используется в следующих случаях:

- наравне с двумя другими подходами, если нет ограничений на его использование, для более полного итогового согласования стоимости;
- для объектов специального назначения, по которым нет аналогичных продаж;
- в условиях пассивного рынка, когда нет аналогичных продаж;
- для целей страхования. Здесь предпочтение этому подходу отдается потому, что страховая сумма, сумма страхового взноса и страхового возмещения определяются исходя из затрат страхователя;
- при анализе наилучшего и наиболее эффективного использования свободного земельного участка;
- в инвестиционных проектах – при реконструкции существующего объекта или строительстве нового;
- для целей налогообложения;
- для получения кредита в банке.

С финансовой точки зрения применение затратного подхода необходимо в двух случаях.

Во-первых, затратный подход незаменим при оценке некотирующихся компаний, чаще всего зарегистрированных в форме ООО, ЗАО, ГУПов, которые, как правило, имеют непрозрачные финансовые потоки.

Во-вторых, применение затратного подхода вместе с другими подходами, и, прежде всего, с доходным, позволяет принимать эффективные инвестиционные решения. Приведем два примера.

Допустим, что субъект хозяйственного права (физическое или юридическое лицо) является собственником предприятия. Пусть оценка стоимости предприятия, осуществленная методом ликвидационной стоимости, составила 100 денежных единиц, тогда как оценка стоимости, произведенная на основе доходного подхода, составила 80 денежных единиц. В этой ситуации ясно одно: владение предприятием при существующем статус-

кво нецелесообразно с экономической точки зрения – надо либо ликвидировать его, распродав активы, либо осуществить реструктуризацию.

Предположим теперь, что инвестор, анализируя деятельность одного предприятия, получил две оценки его стоимости: 500 денежных единиц согласно методу накопления активов и 700 денежных единиц согласно доходному подходу. В такой ситуации при условии реалистичности прогнозов ожидаемых денежных потоков используемых в доходном подходе можно сделать вывод о том, что деятельность этого предприятия является успешной: предприятие зарабатывает (а не проедает) добавочную стоимость, что и отражает результат оценки доходным подходом.

Таким образом, применение затратного подхода оправдано и необходимо как в случаях затруднительности применения иных подходов, так и для целей принятия инвестиционных решений.

Финансовой основой затратного подхода служит баланс объекта. Однако балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате встает задача проведения корректировки баланса предприятия. Для осуществления этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств. Эта процедура также охватывает добавление активов, не отраженных в балансе, и удаление из баланса всего, что не имеет рыночной стоимости. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала предприятия. Базовой моделью для такого расчета является:

$$СК = PV_{\text{акт}} - PV_{\text{обяз}}$$

где СК – собственный капитал объекта оценки;

$PV_{\text{акт}}$ – совокупная текущая рыночная стоимость всех активов предприятия;

$PV_{\text{обяз}}$ – текущая стоимость обязательств предприятия.

Затратный подход в оценке бизнеса исходит из предпосылок либо действующего бизнеса, либо ликвидации. Предпосылка о действующем бизнесе базируется на том, что бизнес продолжает функционирование, и активы оцениваются по их «рабочей» стоимости. Наоборот, если предполагается прекращение деятельности компании и произойдет ее ликвидация, уместна предпосылка о ликвидации.

В связи с этим, затратный подход к оценке предприятия в основном реализуется с помощью двух методов:

– *метод стоимости чистых активов (NAV – Net Asset Value)*. При применении данного метода предприятие оценивается с точки зрения издержек на его создание при условии, что предприятие останется действующим, и у него имеются значительные материальные активы. При использовании этого метода определяется рыночная стоимость контрольного пакета акций;

– *метод ликвидационной стоимости (LV – Liquidation Value)* - применяется, когда предприятие находится в ситуации банкротства или ликвидации, либо есть серьезные сомнения в способности предприятия оставаться действующим. Это отражается в информации о низких или даже отрицательных доходах на активы, что служит показателем экономического устаревания данного бизнеса.

2.3.1. Метод стоимости чистых активов

В мировой практике данный метод нередко называют *методом накопления активов*. Метод целесообразно использовать, если:

- доходы не поддаются точному прогнозу;
- предприятие обладает значительными материальными и финансовыми активами (ликвидными ценными бумагами, инвестициями в недвижимость и т. д.);
- требуется оценить новое предприятие, у которого отсутствуют ретроспективные данные о прибылях.

Проведение оценки с помощью метода чистых активов основывается на анализе финансовой отчетности. Она является индикатором финансового состояния предприятия на дату оценки, действительной величины чистой прибыли, финансового риска и рыночной стоимости материальных и нематериальных активов.

Основные документы финансовой отчетности, анализируемые в процессе оценки:

- бухгалтерский баланс;
- отчет о финансовых результатах;
- отчет о движении денежных средств;
- приложения к ним и расшифровки.

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

Расчет методом стоимости чистых активов включает несколько этапов:

1. Оценивается недвижимое имущество предприятия по рыночной стоимости.
2. Определяется рыночная стоимость машин и оборудования.

3. Выявляются и оцениваются нематериальные активы.
4. Определяется рыночная стоимость финансовых вложений как долгосрочных, так и краткосрочных.
5. Товароматериальные запасы переводятся в текущую стоимость.
6. Оценивается дебиторская задолженность.
7. Оцениваются расходы будущих периодов.
8. Обязательства предприятия переводятся в текущую стоимость.
9. Определяется стоимость собственного капитала путем вычитания из рыночной стоимости суммы активов текущей стоимости всех обязательств.

Первые три этапа данного метода подробно будут рассмотрены в следующих главах в связи с тем, что *определение рыночной стоимости недвижимости, машин и оборудования и нематериальных активов* является основной работой оценщика и должно рассматриваться более детализировано.

Внесение корректировок в статьи активов включает следующие процедуры.

Оценка рыночной стоимости финансовых вложений

К финансовым вложениям относятся инвестиции предприятия в ценные бумаги и в уставные капиталы других организаций, а также предоставленные другим организациям займы на территории Российской Федерации и за её пределами. Оценка финансовых вложений осуществляется, исходя из рыночной стоимости на дату оценки, и является предметом пристального внимания оценщика. Если определяется рыночная стоимость вложений в ценные бумаги, котирующиеся на рынке (на бирже, на специальных аукционах), то информация берется из официальных источников. Если же ценные бумаги не котируются, то оценщик должен самостоятельно определить их рыночную стоимость.

Определение рыночной стоимости *облигаций с постоянным уровнем выплат*:

$$PV_{обл} = \sum_{n=1}^N \frac{Y}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^N},$$

где $PV_{обл}$ - текущая стоимость облигаций, ден. ед.;

Y - годовые процентные выплаты;

r - требуемая норма доходности, %;

M - номинальная стоимость облигации (сумма, выплачиваемая при погашении облигации), ден. ед.;

n - число лет до момента погашения.

Оценка *бессрочных облигаций* (облигации с периодической выплатой процентов, но без обязательного погашения):

$$PV_{обл} = \frac{Y}{r},$$

где Y - купонный доход, ден. ед.

Оценка *привилегированных акций* (с точки зрения инвестора):

$$PV = \frac{D}{r},$$

где PV - текущая стоимость привилегированной акции;

D - объявленный уровень дивидендов;

r - требуемая норма прибыли (требуемая ставка доходности).

Оценка *обыкновенных акций*. Получение доходов по этому виду акций характеризуется неопределенностью, как в плане величины, так и времени их получения. В случае, если предполагается, что дивиденды компании будут расти одинаковыми темпами в неопределенном будущем, то:

$$PV = \frac{D_0(1+g)}{(r-g)},$$

где D_0 - базовая величина дивиденда;

r - требуемая норма доходности;

g - прогноз темпов роста дивидендов.

Оценка товарно-материальных запасов

Состав товарно-материальных запасов компании меняется в зависимости от характера отрасли, но в большинстве случаев включают следующие категории:

- сырьевые материалы (LIFO, FIFO, по средней стоимости – в зависимости от реальности отражения стоимости, вносятся корректировки на потери, устаревание);
- незавершенное производство (сырьевые издержки плюс затраты рабочих и распределенные накладные расходы на дату оценки) – обычно очень низкая стоимость реализации;
- готовая продукция (общая стоимость производства без учета прибыли).

Оценка дебиторской задолженности

В первую очередь рассматривается вопрос о возможностях 100% взыскания. Изучаются:

- история погашения долгов предприятия;
- обзор старения дебиторской задолженности;
- характерная для отрасли доля безнадежных долгов в общей сумме дебиторской задолженности;
- политика компании в вопросах предоставления кредита;

- состояние экономики;
- статус и перспективы доминирующих клиентов компании и т.п.

Оценка дебиторской задолженности должна исходить из определения задолженности как части имущества должника (ст.128 и 132 ГК РФ). Дебиторская задолженность является имуществом особого рода. В результате реализации (продажи) дебиторской задолженности продавец передает покупателю требования для:

- своевременного погашения дебиторской задолженности покупателя, возникающей по другой сделке;
- получения от дебитора выгодных покупателю товаров (услуг);
- установления контроля над дебитором;
- иных случаев.

При оценке следует учитывать, что покупатель с приобретением дебиторской задолженности, получает право требовать пени, штрафа, неустойки, предусмотренных договором между должниками и дебитором (ст. 330, 395 ГК РФ). В связи с этим основным подходом к ее оценке является доходный.

На оценку дебиторской задолженности влияют такие факторы как: условия прекращения обязательств; сроки расчетов, предусмотренные договором; наличие обеспечения по соответствующему обязательству и т.д.

На основании имеющихся у предприятия документов о возникновении, составе и наличии дебиторской задолженности составляется перечень организаций-дебиторов имеющих задолженность, в том числе просроченную. После проведения предварительного анализа исходной информации производится оценка и учет безнадежных долгов. Далее проводится анализ финансового состояния организаций – дебиторов.

Для определения рыночной стоимости дебиторской задолженности каждой из организаций-дебиторов величина суммы дебиторской задолженности дисконтируется. Величина рыночной стоимости дебиторской задолженности определяется путем умножения величины дебиторской задолженности за вычетом безнадежных долгов на величину коэффициента дисконтирования, в зависимости от срока неплатежа по денежным обязательствам.



Информация для обсуждения

Оценка рыночной стоимости дебиторской задолженности является дискуссионной проблемой, как в российской, так и международной практике. Совершенно очевидно, что она определяется текущей стоимостью ожидаемого потока поступлений денежных средств от дебиторов в счет погашения дебиторской задолженности. Если имеется четкий график погашения задолженности, и есть основания полагать, что он будет строго выполняться, тогда в качестве рыночной стоимости дебиторской задолженности следовало бы принять текущую стоимость ожидаемого потока. При этом в качестве ставки дисконтирования можно было бы принять доходность соб-

ственного капитала компании. Проблема осложняется тем, что значительная часть задолженности задерживается на длительный срок или не возвращается никогда. В этих условиях ее рыночная стоимость в большой степени зависит от вероятности возврата и существенно падает, когда эта вероятность уменьшается.

Поскольку ожидаемые поступления определяются с одной стороны политикой предприятия в области управления дебиторской задолженности, с другой платежной дисциплиной дебиторов, для надежного определения стоимости необходим полный финансовый анализ каждого из дебиторов. Однако обычно выполнить такую работу в рамках работ по оценке бизнеса в силу очевидных обстоятельств не представляется возможным. При оценке бизнеса чаще всего ограничиваются информацией о структуре дебиторской задолженности по срокам возникновения. Эта информация позволяет составить обобщенный образ должников компании и оценить параметры, характеризующие платежное поведение клиентов. При этом можно использовать общие сведения и соответственно общие параметры, отражающие поведение российских должников на данном этапе.

Оценка расходов будущих периодов

Они оцениваются по номинальной стоимости, если еще существует связанная с ними выгода или возмещение предварительной оплаты. Если же выгода отсутствует, то величина расходов будущих периодов не принимается во внимание.

Оценка денежных средств

Эта статья не подлежит переоценке, так как денежные средства являются ликвидным товаром и их стоимость равна рыночной. Наиболее распространенное исключение возникает, когда денежная позиция является избыточной или дефицитной.

При оценке активов предприятия необходимо учитывать наличие нетипичных или внеоперационных активов. Эти активы не являются необходимыми для поддержания планируемых уровней основного бизнеса, но тем не менее могут увеличивать стоимость всего бизнеса.

Совокупная рыночная стоимость материальных, финансовых и нематериальных активов представляет собой рыночную стоимость всего капитала предприятия.

Краткосрочные и долгосрочные обязательства предприятия переводят в текущую стоимость.

Разность между рыночной стоимостью всего капитала предприятия и текущей стоимостью его обязательств представляет рыночную стоимость предприятия, полученную по методу чистых активов.

Метод накопления активов по сравнению с другими методами дает наиболее пессимистическую оценку, независимую от рыночной конъюнк-

туры, но требует большой аналитической работы с отчетными документами предприятия. В условиях России, где фондовый рынок только формируется, затратный подход к оценке основных производственных фондов часто остается единственно возможным.

2.3.2. Метод ликвидационной стоимости

Второй метод затратного (имущественного) подхода – *метод ликвидационной стоимости*. Технически он аналогичен методу чистых активов. Факторы, определяющие стоимость предприятия при ликвидации будут рассмотрены в конце раздела.

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

Работы по оценке этим методом включают в себя несколько этапов:

1. Берется последний балансовый отчет.
2. Разрабатывается календарный график ликвидации активов, так как продажа различных видов активов предприятия требует различных временных периодов.
3. Определяется валовая выручка от ликвидации активов.
4. Оценочная стоимость активов уменьшается на величину прямых затрат. К прямым затратам, связанным с ликвидацией предприятия, относятся комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы, которые платятся при продаже. С учетом календарного графика ликвидации активов, скорректированные стоимости оцениваемых активов дисконтируются на дату оценки по ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск.
5. Ликвидационная стоимость активов уменьшается на расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, сохранения оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до его ликвидации.
6. Прибавляется (или вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода.
7. Вычитаются преимущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами.

Таким образом, ликвидационная стоимость предприятия рассчитывается путем вычитания из скорректированной стоимости всех активов баланса суммы текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также величины всех обязательств.

Особенности оценки ликвидационной стоимости предприятия

Основой возникновения рассматриваемой в данном подразделе ликвидационной стоимости является наличие чрезвычайных или условно чрезвычайных обстоятельств, приводящих к нарушению рыночных факторов. К таким обстоятельствам относится *фактор ограниченности времени продажи* и *фактор вынужденности продажи*.

Можно выделить, по крайней мере, два типа вынужденности реализации – экономическую и неэкономическую. Экономическая вынужденность реализации отличается от неэкономической тем, что все же оставляет для субъекта некоторую степень свободы в принятии решений о реализации объекта. Эта «свобода» может выражаться в возможности выбора какой именно объект реализовывать, либо в возможности участия субъекта в установлении цены реализуемого объекта и т.п. Неэкономическая же вынужденность реализации не оставляет субъекту практически никакой свободы в принятии решений о реализации объекта и, как правило, не требует осуществления каких-либо экономических расчетов, в том числе и оценки ликвидационной стоимости.

Примером экономической вынужденности реализации может служить ситуация, когда субъекту приходится продавать свой актив для погашения своих обязательств. В подобной ситуации, субъект, по-видимому, все же обладает определенной свободой и в выборе объекта, и в установлении его цены и т.д., и, следовательно, может понадобиться осуществление экономических расчетов, например, оценка ликвидационной стоимости. Примером неэкономической вынужденности реализации может являться ситуация, в которой субъекту приходится продавать свой актив «под дулом пистолета». Очевидно, что последняя ситуация не оставляет субъекту свободы ни в выборе объекта, ни в установлении его цены и т.п., и следовательно не требует осуществления каких-либо экономических расчетов. В данной работе будет рассматриваться *экономическая* вынужденность реализации.

Рассмотрим типичные случаи, которым присущи указанные факторы (рис.2.8) и остановимся подробнее на каждой из анализируемых ситуаций.

При *ликвидации предприятия* возникает необходимость в разработке четкого графика реализации имущества и погашения имеющейся у предприятия задолженности (причем нередки ситуации, когда суммарная величина дохода от реализации имущества не покрывает всех долгов). При

этом сроки экспозиции (предпродажных мероприятий и самой продажи) сильно ограничены в силу необходимости достаточно быстрого освобождения от активов и погашения задолженности. Именно вопрос наличного времени играет в данном случае решающую роль в величине стоимости (при прочих равных условиях).



Рис. 2.8. Типичные случаи возникновения ликвидационной стоимости

В свою очередь, продолжительность временного периода определяется условиями каждого конкретного случая ликвидации. При этом необходимо иметь в виду, что само решение о ликвидации может быть как добровольным (то есть имеет место запланированная акция), так и вынужденным. Как правило, первый случай дает большую вариативность в принятии решений и позволяет разработать более эффективные планы ликвидации предприятия.

Вынужденная ликвидация в процессе банкротства осуществляется при принятии решения об открытии конкурсного производства по итогам внешнего управления. Образованная конкурсная масса подлежит реализации на открытых торгах. При этом сроки реализации имущества крайне ограничены.

Реализация объектов залога в контексте данного вопроса представляет собой скорее гипотетическое понятие. В данном случае определение ликвидационной стоимости необходимо для обоснования нижней границы кредита, обеспечением которого является заложенное имущество, и речь не идет о реальном факте реализации объекта. Однако для предоставления ссуды кредитору необходимо знать, по какой цене будет возможно реализовать предмет залога в сжатые сроки при невозврате выданного кредита. Данная стоимость в некоторых источниках литературы получила название залоговой. Однако можно утверждать, что по своей экономической сути, она также является ликвидационной, поскольку здесь присутствуют факторы ограниченности во времени и вынужденности продажи.

Ускоренная реализация иного имущества в силу ограниченности сроков экспозиции также вызывает необходимость определения ликвидационной стоимости. При этом также существует несколько вариантов такой реализации – либо это инициативная (добровольная) реализация, либо вынужденная (по принуждению), предусмотренная действующим законодательством. Так, в процессе исполнительного производства осуществляется реализация арестованного по решению суда имущества, причем в срок, не превышающий двух месяцев со дня наложения ареста.

Таким образом, ликвидационная стоимость имущества практически всегда ниже его рыночной стоимости. И этот факт является негативным для продавца имущества и, безусловно, положительным – для покупателя.

Конечно, ситуация банкротства и ликвидации предприятия является чрезвычайной. Вероятность позитивного решения проблемы неплатежей, которая обычно сопровождает данную ситуацию, зависит от ценности имущества, которым обладает данное предприятие. И не только проблемы неплатежей, но и решение вопросов, связанных с материальным благополучием работников предприятия, в определенной степени зависят от ценности имущества ликвидируемого предприятия.

Однако оценка стоимости предприятия необходима не только в случае ликвидации предприятия. Она важна во многих других случаях, например при финансировании предприятия должника; при финансировании реорганизации предприятия; при изменении предприятия, осуществляемой без судебного разбирательства; при выработке плана погашения долгов предприятия-должника, оказавшегося под угрозой банкротства; при анализе и выявлении возможности выделения отдельных производственных мощностей предприятия в экономически самостоятельные организации; при оценке заявок на покупку предприятия; при экспертизе мошеннических сделок по передаче прав собственности третьим лицам; при экспертизе программ реорганизации предприятия.

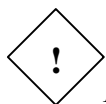
Оценка ликвидационной стоимости предприятия в ситуации банкротства обладает рядом особенностей, обусловленных в основном характером самой чрезвычайной ситуации. Эти особенности должны учитываться при оценке.

Этот вид оценки относится к так называемым активным видам, когда на основе полученных результатов многими заинтересованными сторонами принимаются соответствующие управленческие решения.

Другая особенность оценки ликвидационной стоимости предприятия – это высокая степень зависимости третьих сторон от результатов оценки.

Итак, оценка ликвидационной стоимости предприятия осуществляется в следующих случаях:

- предприятие находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно его способности оставаться действующим предприятием;
- стоимость предприятия при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности.



Информация для обсуждения

В повседневной практике существует проблема нормативно-законодательного регулирования применения ликвидационной стоимости и закрепления ее однозначного толкования.

Например, в соответствии с Федеральным законом от 21 июля 1997 года №119-ФЗ «Об исполнительном производстве» требуется рассчитывать рыночную стоимость имущества, которое должно быть реализовано с торгов в течение 2 месяцев. Но, если оно будет реализовываться с торгов, то есть за ограниченный промежуток времени, что характерно для нерыночных условий продажи, то это не соответствует понятию рыночной стоимости, закрепленному в статье 3 федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Тем более, что понятие ликвидационной стоимости определено в «Стандартах оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности», утвержденных постановлением Правительства РФ.

В данном случае оценщикам следует исчислять не рыночную, а ликвидационную стоимость арестованного имущества. Налицо противоречие между различными законодательными актами.

В практике оценки бизнеса ликвидационная стоимость подразделяется на три вида.

1. *Упорядоченная ликвидационная стоимость.* Распродажа активов предприятия осуществляется в течение разумного периода времени, чтобы можно было получить высокие цены за продаваемые активы. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около 2 лет.

2. *Принудительная ликвидационная стоимость.* Активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.

3. *Ликвидационная стоимость прекращения существования активов предприятия.* В этом случае активы предприятия не распродаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое предприятие, дающее значительный экономический либо социальный эффект. В этом случае стоимость предприятия является отрицательной величиной, так как требуются определенные затраты на ликвидацию активов предприятия.

На основании общих правил о ликвидации юридических лиц, установленных в ст. 61-65 ГК РФ, главное отличие ликвидации юридического лица (предприятия) от его реорганизации в любой форме заключается в том, что ликвидация не предполагает правопреемства, т. е. перехода прав и обязанностей ликвидируемого предприятия к другим субъектам.

Добровольная ликвидация юридического лица (предприятия) возможна по решению его участников. ГК РФ (п. 1 ст. 61) прямо предусматривает следующие основания ликвидации юридического лица по решению его участников:

- а) истечение срока, на который создано юридическое лицо;
- б) достижение цели, ради которой оно создавалось;
- в) признание судом недействительной регистрации юридического лица в связи с допущенными при его создании нарушениями закона или иных правовых актов при условии, что эти нарушения носят неустранимый характер, а также по иным основаниям, которые могут определяться как усмотрением акционеров, так и указанием закона.

Существует возможность добровольной ликвидации (самоликвидации) предприятия, в частности в связи с банкротством. В соответствии со ст. 24 ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)», при отсутствии возражений кредиторов должник, являющийся юридическим лицом, может объявить о своем банкротстве и добровольной ликвидации.

Следует полагать, что акционеры — владельцы голосующих акций — вправе в установленном порядке принять решение о ликвидации предприятия в связи с нецелесообразностью продолжения его деятельности по любым определяемым ими причинам.

Особый интерес для оценщика представляет детальный анализ факторов, обуславливающих отличие ликвидационной стоимости от рыночной. Все факторы, лежащие в основе ликвидационной стоимости или сопутствующие ей, можно условно классифицировать (рис. 2.9).



Рис. 2.9. Факторы ликвидационной стоимости

Объективные факторы присутствуют при определении ликвидационной стоимости в любой ситуации. Их влияние невозможно не учитывать, и, по сути, они практически не зависят от положения дел на конкретном предприятии (за исключением общего состояния имущества). При этом все объективные факторы оказывают взаимное влияние один на другой. Так, например, благоприятная конъюнктура рынка может снизить оптимальные сроки экспозиции и т.д.

Важнейшим фактором, влияющим на различия в рыночной и ликвидационной стоимостях, выступает *срок экспозиции имущества*. При этом, чем ниже планируемый срок экспозиции ликвидируемого имущества по сравнению с оптимальным, тем сильнее снижается возможная стоимость.

На рис.2.10-2.12 представлено соотношение рыночной и ликвидационной стоимостей недвижимого имущества в г.Москве в 1998-2000гг.

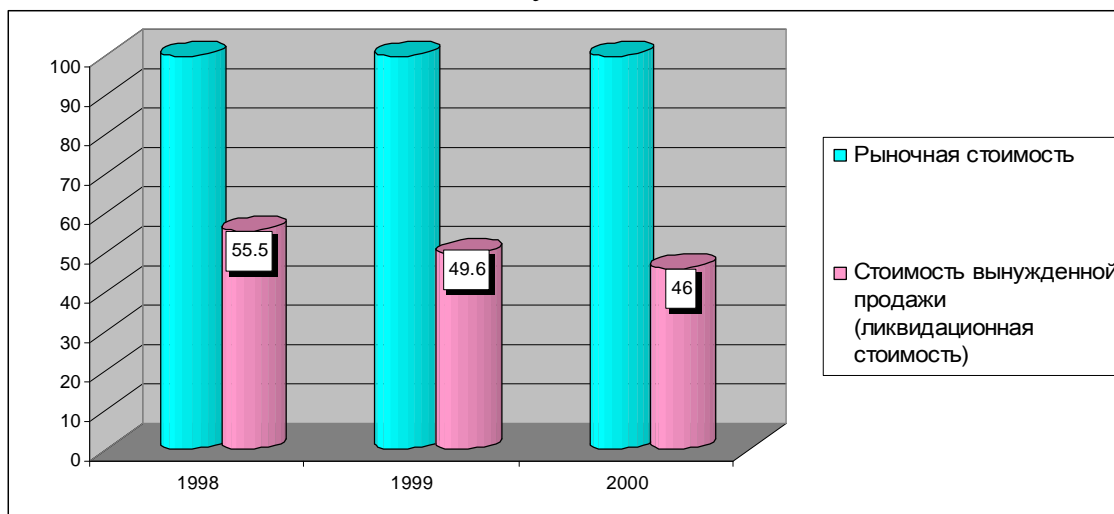


Рис. 2.10. Соотношение рыночной стоимости и стоимости вынужденной продажи офисных зданий и помещений, %

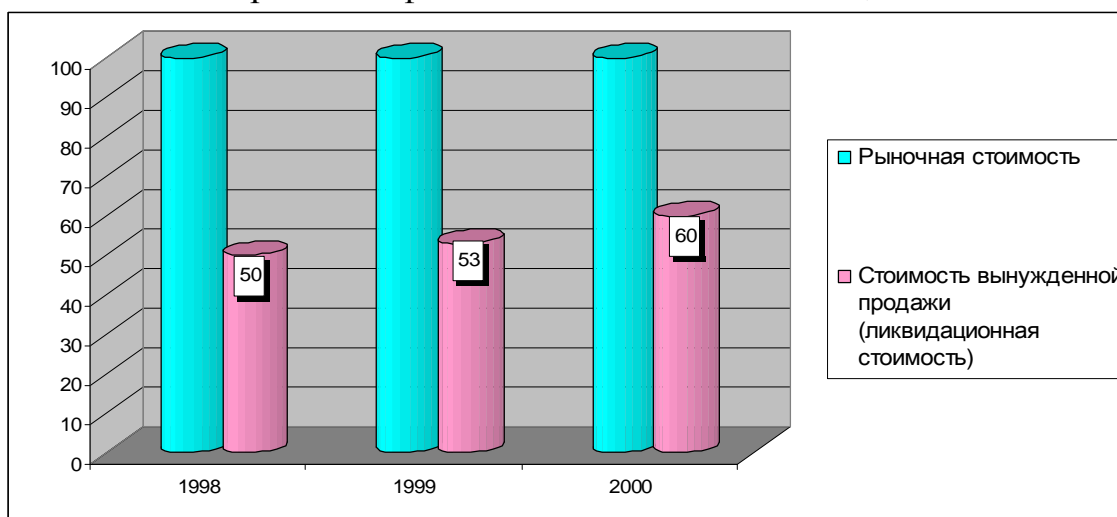


Рис. 2.11. Соотношение рыночной стоимости и стоимости вынужденной продажи торговых зданий и помещений, %

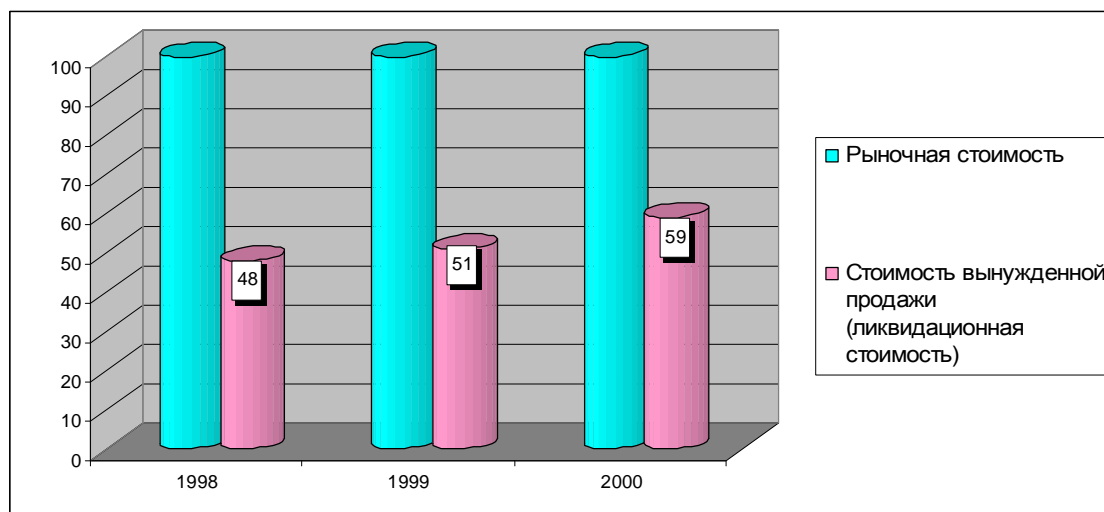


Рис. 2.12. Соотношение рыночной стоимости и стоимости вынужденной продажи складских и производственных зданий и помещений, %

Фактически срок экспозиции имущества является основополагающим фактором, существенно влияющим на все остальные факторы как в сторону усиления их воздействия, так и ослабления. Очевидно, что при увеличении планируемого срока экспозиции появляется больше реальных возможностей для использования эффективных маркетинговых мероприятий, нивелирования негативного влияния краткосрочных конъюнктурообразующих факторов и т.д.

Общая инвестиционная привлекательность объекта основывается на индивидуальных характеристиках имущества (функциональном назначении, физическом состоянии) и оказывает непосредственное влияние на уровень потребительского спроса.

В рассматриваемом случае (при ликвидации предприятия) активизируются специфические факторы, которые можно условно назвать «*факторами выделения*» (в принципе, эти факторы очень близки к фактору инвестиционной привлекательности). Суть действия данных факторов сводится к тому, что многие объекты имущественного комплекса индивидуально не представляют из себя никакой ценности и фактически не могут быть реализованы по нормальной цене в то время, как в рамках ликвидируемого предприятия данные объекты играли значительную роль. Особенно негативно воздействие анализируемого аспекта на, так называемые, неосязаемые активы и, в первую очередь, на деловую репутацию фирмы (гудвилл), который включает в себя ценность персонала, связи с поставщиками, отлаженность структуры бизнеса и т.д. При ликвидации компании реализовать этот, подчас один из самых ценных активов, не представляется возможным.

Абсолютная величина рыночной стоимости объекта оказывает обратное воздействие на уровень ликвидности – чем выше рыночная стоимость объекта, тем меньше становится платежеспособный спрос на него в связи с уменьшением количества потенциальных покупателей.

К факторам непосредственного воздействия на уровень стоимости объектов относится и *конъюнктура рынка* в ликвидационный период. Чем дольше этот период, тем больше возможностей у предприятия проанализировать ситуацию на рынке и выбрать наиболее оптимальный вариант действий в сложившихся обстоятельствах. И, наоборот, при непродолжительном периоде экспозиции и неблагоприятной конъюнктуре рынка потери при продаже объектов будут еще больше возрасти. А надеяться на общий подъем рынка именно в непродолжительный период ликвидации компании, по меньшей мере, неразумно.

Эффективность маркетинга также значительно осложняется краткосрочностью периода, отведенного для проведения соответствующих мероприятий. Однако она в равной степени зависит и от конкретных средств, используемых для увеличения цены реализации объекта.

Еще одним важным объективным фактором является *психологический аспект* вынужденной продажи, который выражается в определенном воздействии на инициативу покупателей. Причем воздействие данного фактора также достаточно двоякое – с одной стороны, чувствуя, что продавец находится в изначально невыгодных условиях, покупатели начинают демпинговать, но с другой стороны, ощущая конкуренцию друг с другом, они боятся упустить реализуемое имущество и вынуждены идти на компромисс.

Субъективные факторы отражают специфику каждого конкретного предприятия. Особенно негативно данные факторы проявляются на предприятиях с неэффективными управленцами, что приводит к значительным затруднениям во время ликвидации. К подобным факторам относится целая система явлений. Так, инвентаризация и оценка основных фондов обанкротившихся предприятий почти всегда затруднена состоянием бухгалтерских регистров, отсутствием технических паспортов на оборудование и паспортов БТИ на объекты недвижимости. Данный ряд продолжает отсутствие юридических документов на имущество, запутанность ведения учета, отсутствие сотрудников, которые могут дать необходимые разъяснения. Все эти факты приводят к тому, что перед составлением конкретного плана и определения сроков ликвидации приходится в полном смысле этого слова «разгребать» имущество предприятия, восстанавливать цепочки возникновения тех или иных обязательств как со стороны самого предприятия, так и его партнеров. Это приводит к колоссальному осложнению процесса ликвидации.

Однако будет неверным думать, что рассмотренные факторы всегда носят только негативный характер. Наоборот, четкая организационная структура и эффективная добросовестная работа подразделений предприятия могут способствовать значительному ускорению ликвидационных процессов.

Действительно, вместо того, чтобы потратить 3-6 месяцев на выявление текущего состояния имущества предприятия в случае его бесхозности лучше было бы использовать этот период для увеличения времени продажи имущественного комплекса, что очень немаловажно.

В таблице 2.5 приведен анализ возможных сложностей и факторов, обуславливающих эти сложности, в разбивке по отдельным видам имущества.

По возможности необходимо применять несколько способов оценки ликвидационной стоимости.

1. *Расчет рыночной стоимости активов (метод чистых активов).* Он выполняется на основе баланса на последнюю отчетную дату и желательно одновременно с инвентаризацией имущества предприятия на дату оценки.

Очевидно, что степень детализации оценки будет зависеть от полноты и достоверности стоимости предоставленной в распоряжение оценщика информации. Величина ликвидационной стоимости в данном случае численно равна полученной методом чистых активов рыночной стоимости и будет зависеть от таких факторов, как срок маркетинговых исследований и операций, который в данном случае составляет длительный период (до 18 месяцев), и затрат, связанных с маркетингом и процедурой ликвидации предприятия.

Наиболее вероятными заинтересованными лицами в данном виде оценки ликвидационной стоимости будут учредители и акционеры, которые чаще всего хотят сохранить предприятие в его нынешнем виде.

2. *Оценка ликвидационной стоимости в соответствии с «Методическими рекомендациями по ускоренному порядку применения процедур банкротства»*, утвержденными Распоряжением ФСДН России от 27 августа 1998 г. № 16-р. Данный вид ликвидационной стоимости является нормативно-расчетной ликвидационной стоимостью, имеющей место в связи с плановой ликвидацией предприятия.

Согласно «Методическим рекомендациям», ликвидационная стоимость предприятия может быть представлена в следующих двух вариантах:

1) как сумма денежных обязательств и обязательных платежей с учетом начисленных санкций, или так называемая начальная цена продажи;

Таблица 2.5

Влияние факторов ликвидационной стоимости на различные виды имущества

Фактор воздействия	Срок экспозиции	Инвест. привлекательность	Факторы «выделения»	Рыночная стоимость	Конъюнктура рынка	Маркетинг	Субъективные факторы
Вид имущества							
Здания, сооружения и земельные участки	высокий	высокий	средний	средний	высокий	средний	очень высокий
Комментарии							
<i>Крайне важны юридические аспекты оформления недвижимости, наличие технической документации, индивидуальные характеристики имущества. Ликвидационная стоимость, как правило, существенно отличается от рыночной.</i>							
Нематериальные активы	высокий	высокий	высокий	средний	средний	средний	высокий
Комментарии							
<i>При оценке ликвидационной стоимости данного вида имущества также крайне важны юридические аспекты его оформления, а также та реальная польза, которую тот или иной нематериальный актив может принести новому собственнику с учетом вычленения этого объекта из рамок ликвидируемого предприятия. Покупатели на подобные активы достаточно специфичны, их поиск затруднен. Ликвидационная стоимость часто колоссально отличается от рыночной.</i>							
Незавершенное строительство	очень высокий	очень высокий	высокий	средний	средний	средний	средний
Комментарии							
<i>Здесь крайне важны индивидуальные характеристики объекта и затруднен поиск потенциальных покупателей. Ликвидационная стоимость очень существенно отличается от рыночной.</i>							
Машины, оборудование и транспортные средства	средний/высокий	высокий	высокий	средний	средний	высокий	средний
Комментарии							
<i>При оценке стоимости данного имущества крайне важны индивидуальные характеристики объекта, его функциональный (моральный) износ. В зависимости от возраста имущества отличия ликвидационной стоимости от рыночной оцениваются как достаточно высокие и средней степени.</i>							
Финансовые вложения	высокий	очень высокий	средний	средний	средний	высокий	средний
Комментарии							
<i>Данный вид имущества чаще всего является очень специфичным, что осложняет поиски потенциальных покупателей. Во многих случаях финансовые вложения предприятий вообще оказываются абсолютно неликвидными. Ликвидационная стоимость может как значительно отличаться от рыночной, так и несутественно вплоть до совпадения (например, для ценных бумаг, торгуемых на фондовом рынке).</i>							

Продолжение таблицы 2.5							
Сырье и материалы	средний	высокий	средний	средний	высокий	средний	средний
Комментарии							
<i>Эт, один из немногих видов активов, который может быть реализован в достаточно короткие сроки в зависимости от своих индивидуальных характеристик. Ликвидационная стоимость, как правило, не очень значительно отличается от рыночной.</i>							
НДС	очень высокий	очень высокий	очень высокий	-	-	-	средний
Комментарии							
<i>Это очень специфический вид актива, который можно отнести к имуществу условно. Некоторую часть невозмещенного НДС можно отнести к отложенной дебиторской задолженности со стороны бюджета, которая может быть использована в течение срока функционирования предприятия до его полной остановки при окончании процесса ликвидации. Как таковой реализовать данный актив невозможно, но можно частично возместить, тем самым сохранив деньги, полученные, например, от реализации основных фондов организации.</i>							
Дебиторская задолженность	очень высокий	очень высокий	средний	низкий	низкий	низкий	средний
Комментарии							
<i>Данный вид актива также очень специфичен. Важное значение в определении его ликвидационной стоимости имеет надежность дебитора, а также сроки погашения задолженности. Если срок погашения находится за пределами периода ликвидации, то придется прибегать к форфейтинговым операциям, продавая долги, что обусловит значительное снижение реальных денег, которое получит ликвидируемое предприятие. Ликвидационная стоимость актива может отличаться от рыночной как существенно, так и не очень.</i>							
Денежные средства	-	средний	-	-	-	-	-
Комментарии							
<i>В данном случае получение денежных средств в полном объеме будет зависеть от надежности банка, в котором открыты расчетные счета предприятия.</i>							
Расходы будущих периодов	высокий	высокий	высокий	низкий	низкий	низкий	низкий
Комментарии							
<i>Данный вид имущества возможно реализовать только при условии сохранения каких-либо выгод от его использования. Например, полезные программные продукты и т.д.</i>							

2) как сумма денежных обязательств и обязательных платежей без учета задолженность перед учредителями, иначе называемая ценой отсечения.

Результатом такой оценки ликвидационной стоимости и продажи предприятия в соответствии с ней становится появление двух предприятий: одно из них остается с долгами, но без имущества, тогда как другое становится обладателем имущества, но без долгов.

3. *Оценка ликвидационной стоимости классическим аукционным способом* — путем отдельной распродажи имущества предприятия с торгов.

Результатом альтернативного расчета ликвидационной стоимости становятся три возможные цены продажи, которые могут быть приняты во внимание.

Выбор величины степени снижения рыночной стоимости до уровня ликвидационной учитывает следующие факторы:

- дисконтированную величину затрат, связанных с маркетингом и процедурой ликвидации предприятия. В значительной степени зависит от календарного графика ликвидации, расходов по маркетингу, содержанию ликвидационной комиссии, проведению аукциона, комиссионных вознаграждений и т. п.;

- степень снижения рыночной стоимости до уровня ликвидационной – используется с целью косвенного учета величины возможных финансовых потерь в ходе вынужденной продажи предприятия или его имущества. Очевидно, что возможные потери будут наименьшими в случае продажи предприятия как целого по ликвидационной стоимости, полученной методом чистых активов или нормативно-расчетным методом, тогда как в случае отдельной распродажи имущества с аукционных торгов возможные финансовые потери могут быть достаточно высоки;

- ликвидационная стоимость, полученная нормативно-расчетным методом предполагает короткий маркетинговый период и календарный срок ликвидации, поэтому степень снижения в данном случае отражает лишь фактор возможных случайных потерь и представляет достаточно малую величину. Объясняется это тем, что вероятность покупки не может быть априорно принята равной 100%, потому что, во-первых, реакция покупателя на цену, определяемую суммой долгов, может оказаться негативной, и он может скорее отказаться от покупки, чем согласиться; во-вторых, размер долгов предприятия может оказаться элементарно несопоставим с реальным размером имущества предприятия (как в большую, так и в меньшую сторону);

- оценка рыночной стоимости методом чистых активов в наименьшей степени содержит компоненты гипотез, предположений, версий,

догадок, психологических нюансов и, наоборот, в наибольшей степени отражает данные оперативного и бухгалтерского учета. В данном виде оценки, прежде всего, заинтересованы учредители акционеры и работники, т. е. владельцы предприятия и лица, имеющие к нему непосредственное отношение в текущий момент. В силу этого степень снижения рыночной стоимости до уровня ликвидационной учитывает только затраты, связанные с длительным календарным сроком маркетинга и ликвидации, и предполагает нулевую вероятность возможных рыночных потерь от неудачной продажи предприятия.

Существует несколько способов определения скидки на вынужденный характер продажи: метод сравнения парных продаж (при котором анализируются цены продажи идентичного имущества в обычных условиях и в сжатые сроки экспозиции), метод прямого анализа характеристик и экспертный метод.

Чаще всего обращаются к третьему, экспертному методу, что обусловлено фактом ограниченности необходимой информации. Как правило, скидка на вынужденный характер продажи находится в диапазоне от 20% до 50%. Безусловно, значение поправочного коэффициента может быть и иным, в зависимости от конкретных условий ликвидации.

В любом случае расчет данного коэффициента предполагает обоснование и выделение факторов, определяющих снижение рыночной стоимости каждого конкретного вида имущества.

Так, возможно использование в качестве отправной точки предложенной в анализе факторов, обуславливающих отличие ликвидационной стоимости от рыночной. Для этого необходимо провести ранжирование всех факторов по значимости в рамках каждого конкретного объекта с приданием определенного диапазона, в котором может варьироваться величина скидки. При этом надо иметь в виду, что суммарная величина значений верхних диапазонов всех факторов не должна превышать 100%.

Например, при оценке объекта недвижимости возможно осуществить следующее ранжирование факторов (естественно, при использовании предложенной схемы на практике необходимо тщательно учитывать специфику конкретной ситуации, что может привести к иному варианту ранжирования) по 10-ти балльной схеме (табл. 2.6).

После определения диапазонов скидки на вынужденность продажи в разрезе факторов производится тщательный анализ ситуации и выбор конкретного значения скидки для каждого фактора, после чего полученные значения суммируются.

Аналогичные расчеты производятся для всех видов имущества, принадлежащих ликвидируемому предприятию.

Таблица 2.6

Оценка факторов воздействия на величину ликвидационной стоимости

Фактор воздействия	Степень влияния на конечный результат	Оценка (по 10-ти балльной шкале)	Диапазон скидки на вынужденность продажи
Срок экспозиции	Высокая	8	$8/47*100\% = 0-17\%$
Инвестиционная привлекательность	Высокая	8	$8/47*100\% = 0-17\%$
Факторы «выделения»	Средняя	5	$5/47*100\% = 0-10,7\%$
Рыночная стоимость	Средняя	5	$5/47*100\% = 0-10,7\%$
Конъюнктура рынка	Высокая	7	$7/47*100\% = 0-15\%$
Маркетинг	Средняя	5	$5/47*100\% = 0-10,6\%$
Субъективные факторы	Очень высокая	9	$9/47*100\% = 0-19\%$
Суммарная величина		47	0-100%

В заключение необходимо отметить, что определение ликвидационной стоимости имеет своей целью решение ряда задач, которые непосредственно зависят от потребителей данной информации. В качестве основных пользователей (в большинстве случаев и заказчиков) итогового расчета ликвидационной стоимости выделяют кредитных менеджеров, арбитражных управляющих и менеджеров предприятия.

Кредитные менеджеры

При предоставлении кредита, обеспечением которого является заложенное имущество, важным этапом является оценка этого имущества. Данный расчет целесообразно доверить квалифицированным специалистам в области оценки, то есть осуществить независимую оценку. Именно поэтому кредитные организации и другие структуры могут воспользоваться услугами оценщиков, заключив договор со специализированной организацией для определения ликвидационной стоимости. Реальный факт реализации объекта может и не иметь места. Однако для предоставления ссуды в обоснованной сумме кредитору необходимо знать по какой цене при невозврате средств можно будет реализовать предмет залога, то есть при вынужденной продаже и сокращенном сроке экспозиции. Своевременный расчет ликвидационной стоимости позволяет избежать выдачи кредитов необоснованно завышенной величины и ускорить процесс реализации объектов залога.

Арбитражные управляющие

В процессе ликвидации предприятия для ускорения процесса реализации активов арбитражный управляющий должен способствовать проведению оценки объектов. Заблаговременное определение ликвидационной стоимости наряду с анализом финансового состояния должника приводит к принятию обоснованного решения о порядках и сроках проведения торгов.

Таким образом, увеличение срока экспозиции активов способствует росту их стоимости.


Руководящие менеджеры

Значимость расчета ликвидационной стоимости для руководящих менеджеров двойка.

Во-первых, приобретение активов по ликвидационной стоимости позволяет предприятиям-покупателям получать очевидную выгоду как в случае дальнейшей перепродажи имущества по рыночной стоимости (в виде разницы между рыночной и ликвидационной стоимостями), так и в случае его эксплуатации (в иной ситуации приобретение аналогичного имущества обошлось бы дороже).

Во-вторых, руководящим менеджерам необходимо помнить, что одним из направлений реструктуризации (реорганизации) бизнеса является стратегическое направление. В его рамках проводятся мероприятия по слиянию, присоединению компаний, по частичной ликвидации бизнеса в сжатые сроки. Как правило, любое решение о дальнейшей судьбе предприятия основывается на разработке нескольких вариантов развития, среди которых предусматривается и возможность его ликвидации.

Таким образом, привлечение квалифицированных специалистов по оценке позволит максимизировать эффективность и сроки расчета ликвидационной стоимости, что является важной составляющей итогового результата процесса ликвидации в целом.

 *Практическое применение показателя «чистых активов» в оценке акций*
Обычно в рамках работы по оценке акций не проводится детальная оценка рыночной стоимости каждого из объектов недвижимости, машин и оборудования, поскольку такая работа потребовала бы неоправданно больших затрат времени и ресурсов. Поэтому в оценочной практике обычно ограничиваются упрощенными схемами оценки. Наиболее простой путь оценки рыночной стоимости чистых активов проходит через использование расчетной стоимости, определенной в соответствии с методикой бухгалтерской оценки, изложенной в «Порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ», утвержденных приказом Министерства финансов РФ от 29 января 2003 г. № 10н и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 29 января 2003 г. № 03-б/пз.

В соответствии с этим положением под стоимостью чистых активов акционерного общества понимается величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его пассивов, принимаемых к расчету.

Однако напрямую использовать этот расчет при оценке бизнеса нельзя, поскольку приведенная в балансе стоимость активов даже после всех требуемых переоценок не может считаться их рыночной стоимостью.

Соотношение между стоимостью чистых активов, рассчитанной с применением вышеописанной методики и суммарной рыночной стоимости всех акций (капитализацией) можно увидеть из их сопоставления по компаниям, по которым такие

данные опубликованы. В качестве исходной информации можно взять данные о значениях капитализации различных компаний, опубликованные в журнале «Эксперт». Эти значения рассчитаны на основе данных о биржевых котировках акций, и, таким образом, отражают их реальную рыночную стоимость. Из анализа этой информации можно увидеть, что для большинства компаний стоимость чистых активов превышает капитализацию в 5-10 раз. Причем это выясняется при рассмотрении наиболее развитых и больших компаний, акции которых торгуются на открытых рынках. Есть основания предполагать, что для малых и средних компаний разрыв между суммарной стоимостью акций и чистыми активами еще больше.

Поэтому использование метода чистых активов в таком виде для оценки рыночной стоимости акций не представляется возможным. Рассмотрим причины этого и возможные пути их преодоления.

Во-первых, не учтена стоимость прав, связанных с использованием земельного участка, если акционерное общество не выкупило причитающуюся ему землю. Это приводит к искусственному занижению рыночной стоимости объектов недвижимости. Соответствующая поправка, однако, привела бы к увеличению стоимости чистых активов и, тем самым, увеличила бы разрыв между чистыми активами и капитализацией.

Вторая причина связана с тем, что дебиторская задолженность не является гарантированным денежным поступлением. Оценка ее рыночной стоимости должна учитывать риск невозврата, который имеет место всегда и особенно сильно увеличивается для просроченной задолженности. Рыночная стоимость запасов также может отличаться от стоимости, указанной в балансе. Но как показывает оценочная практика, эти факторы обычно не оказывают существенного влияния на расчетную стоимость чистых активов. Их влияние обычно ограничивается 20-40%.

Существенно большее значение на реальную рыночную стоимость (как наиболее вероятную цену сделки) оказывает общая экономическая обстановка и, как следствие, резкое снижение эффективности использования производственных мощностей, выражающееся в очень низкой рентабельности активов.

Остановимся на этом вопросе более подробно. Прежде всего, отметим, что основная часть активов - промышленное оборудование к настоящему времени оказалось крайне изношенным. По исследованиям в среднем по стране износ оборудования по всем промышленным отраслям в 1999 году составил 70% (для сравнения: в Германии в среднем износ промышленного оборудования в 1999 году составил 8%). При сохранении крайне недостаточного уровня инвестиций уже через несколько лет произойдет массовое сокращение производственного потенциала. При этом, поскольку в силу сложившейся экономической ситуации здания, сооружения и оборудование не могут использоваться в полной мере, восстановление в полном объеме устаревших производственных мощностей не оправдано.

Таким образом, в связи с общей экономической ситуацией здания и сооружения остаются невостребованными. Оборудование работает с существенной недогрузкой. Производственные мощности оказываются незагруженными. Рентабельность активов очень низкая. Анализ некоторых оцениваемых компаний, по признанию оценщиков, показывает, что рентабельность активов для большинства предприятий, занятых в сфере производства и заготовительных работ, не превышает 1-2%. Это согласуется с выводами McKinsey Global Institute, Москва, октябрь, 1999 г, согласно которым рентабельность в ключевых отраслях в России составляет 15% от аналогичных показателей в США. Чтобы выйти из такого состояния, требуется радикальная перестройка

ка производств, для которой необходимы достаточно большие инвестиции. Поэтому реальная рыночная стоимость таких активов существенно ниже, чем затраты, необходимые для их воссоздания. С позиции доходного подхода, те выгоды, которые эти активы принесут в дальнейшем в рамках существующего бизнеса, не окупают затрат на их создание.

В оценочной практике это положение позволяет учитывать категория «внешнего (экономического)» износа. Обычно величина внешнего износа определяется, исходя из уменьшения стоимости арендной платы (для недвижимости) или снижения стоимости продажи в связи с изменением внешних условий. Однако недвижимость и оборудование в составе производственного комплекса чаще всего не могут быть использованы, кроме как по своему основному назначению. Поэтому более правильно говорить о рыночной стоимости при существующем использовании и рассчитывать величину экономического износа через рентабельность или фактическую загрузку производственного комплекса в целом. По оценкам, производственный потенциал на многих промышленных и заготовительных предприятиях используется на 30-60%, и соответственно внешний износ может быть оценен значениями в интервале от 40 до 70 %. При этом, анализ соотношения стоимостей, полученных оценщиками затратным и доходным методами для других предприятий, показывает, что фактический внешний износ может быть еще выше.

2.4. Внесение итоговых поправок, учитывающих степень контроля и ликвидности оцениваемых долей собственности

Инвестор (покупатель) предприятия совсем не обязательно, как предполагалось при рассмотрении методов оценки бизнеса до сих пор, будет заинтересован в прогнозировании рыночной стоимости предприятия в целом. Он может приобретать не все 100 % акций (паев) предприятия, а лишь конкретный пакет его акций (пай).

В этом наиболее распространенном случае встает вопрос о том, как влияет на стоимость одной акции (одной процентной единицы уставного капитала) предприятия в составе приобретаемого пакета (пая) то, контрольным (при существующем распределении акций или паев среди остальных инвесторов фирмы) или неконтрольным является предлагаемое инвестору участие в капитале предприятия.

Точно так же возникла проблема учета, при соответствующей оценке, воздействия на эту стоимость степени ликвидности акций (паев) предприятия.

Ликвидность здесь понимается как способность акций (паев) — или даже конкретного пакета акций (пая) — быть проданными на вторичном фондовом рынке (другим инвесторам) в достаточно короткое время за цену, которая бы достаточно незначительно отличалась от цены «неторопливой» («за разумное время») продажи (например, высокая ликвидность у акций «голубых фишек», менее высокая ликвидность – у акций второго эшелона, средняя ликвидность у контрольных пакетов акций высокодо-

ходных предприятий, низкая ликвидность у миноритарных пакетов нерентабельных предприятий, самая низкая ликвидность у акций предприятий – банкротов и т.д.).

В подобной постановке рассматриваемую в интересах финансирования бизнеса проблему оценки его прогнозной текущей (на момент планируемой продажи) рыночной стоимости удобнее понимать так, что, приглашая инвестировать в этот бизнес, необходимо определять не общую его прогнозную рыночную стоимость, а прогнозную рыночную стоимость лишь конкретного предлагаемого пакета акций (пая) соответствующего предприятия.

Однако, с учетом вопроса о степени контрольности или неконтрольности, а также ликвидности либо неликвидности предлагаемого (приобретаемого) пакета акций (пая) рассматриваемого предприятия, величина этой стоимости должна быть откорректирована на скидки (премии) в зависимости от различных факторов.

Основные факторы, влияющие на величины скидок и надбавок к оцениваемым пакетам российских акций, можно разбить на 2 группы:

1 группа – внешние факторы, оказывающие влияние только на ликвидность пакетов акций:

– *Отраслевая принадлежность предприятия;*

Основные отрасли производства, отдельные предприятия которых имеют котировки акций первого и второго эшелона: нефтяная, газовая, энергетика, банковское дело, связь, металлургия, автомобильная, химическая и т.п.

Отдельные отрасли производства, находящиеся в сложных финансово – экономических условиях: текстильная, сельскохозяйственной техники, радиоэлектроники, обувная и т.п.

Принадлежность предприятия к этим разным по эффективности отраслям в настоящее время существенно сказывается на ликвидности акций.

Учет влияния этого фактора на ликвидность акций в большинстве случаев производится непосредственно при расчетах во время применения всех трех подходов:

§ в затратном подходе мы учитываем ликвидность главным образом при определении рыночной стоимости основных фондов предприятия (например, в прибыли предпринимателя и внешнем износе для объектов недвижимости; внешнем износе для машин и оборудования; в дисконте и прогнозировании доходов при применении доходного подхода для недвижимости, машин и оборудования; в подборе аналогов при применении сравнительного подхода для недвижимости, машин, оборудования и т.п.);

§ в сравнительном подходе – при подборе компаний – аналогов и введении портфельной скидки;

§ в доходном подходе – при построении дисконтов и прогнозировании роста выручки.

– *Позиционирование предприятия и конкурентоспособность;*

Удельный вес занимаемого предприятием рынка продукции и высокая конкурентоспособность продукции позволяют прогнозировать рост (в соответствии с темпами роста отрасли и высокой конкурентоспособностью продукции) или уменьшение выручки (в соответствии с низкой конкурентоспособностью продукции).

При высоких темпах роста отрасли, большом удельном весе занимаемого предприятием рынка (более 3...5 %) и высокой конкурентоспособности продукции скидка на ликвидность не используется.

При низкой конкурентоспособности продукции и небольшом удельном весе рынка (ориентировочно менее 0,1...0,5 %) появляется необходимость учета ликвидности акций.

Учет влияния этого фактора на ликвидность акций (долей) в большинстве случаев производится непосредственно при расчетах во время применения двух подходов:

§ в сравнительном подходе – при подборе компаний – аналогов и введении портфельной скидки;

§ в доходном подходе – при построении дисконтов и прогнозировании выручки. Кроме того, в доходном подходе может появиться линия кредитования, рассчитанная на основании предпосылки о возможном техническом перевооружении предприятия, повышении конкурентоспособности продукции и расширении рынков сбыта.

– *Портфельная привлекательность;*

Портфельная привлекательность здесь понимается как анализ структуры портфеля. При этом рассматриваются не одно, а два и более направлений деятельности предприятия в различных отраслях производства.

Учет влияния этого фактора на ликвидность акций может иметь место лишь при узкоспециализированных направлениях деятельности предприятия при сужении номенклатуры выпускаемой продукции. Этот фактор влияния может рассматриваться лишь в совокупности с факторами «позиционирование предприятия и конкурентоспособность».

Учет влияния этого фактора на ликвидность акций в большинстве случаев производится непосредственно при расчетах во время применения двух подходов (сравнительного и доходного).

– *Правовая форма предприятия (ОАО, ЗАО, ООО);*

Степень ликвидности – это единственная разница между акциями ОАО и ЗАО (долями в ООО) при их предложениях на «открытом» аукционе.

На территории РФ более 70 % предприятий – закрытого типа (ЗАО, ООО). Акции ЗАО или доли в ООО не могут обращаться в свободной продаже.

В соответствии со «Стандартами оценки...» видом стоимости при оценке пакетов акций ОАО может быть «рыночная стоимость» при продаже на «открытом» аукционе, а при оценке акций ЗАО или ОАО видом стоимости может быть «стоимость объекта с ограниченным рынком» при продаже на «закрытом» аукционе и «рыночная стоимость» при продаже на «открытом» аукционе.

Очевидно, что различие в видах стоимости может отражаться на ликвидности пакета акций.

В различных источниках информации при сравнении аналогичных по удельному весу пакетов акций ОАО и ЗАО (или долей в ООО) предлагается вводить «экспертные» скидки от 23 до 60 % к стоимости пакетов акций ЗАО (долей в ООО). Эти скидки отражают разницу в видах стоимости и при их введении подразумевается продажа акций на «открытом» аукционе.

Методически, при определении величин скидок, обычно предлагается определить разницу в затратах при продаже акций (формирование рынка, затраты на брокеров, на дополнительную эмиссию и т.п.), что всегда является трудной проблемой и не дает точной величины скидки на ликвидность.

Итак, в целом, оценщик может решать 2 задачи:

- Определение стоимости пакета акций ЗАО (долей в ООО) при продаже на «закрытом» аукционе;
- Определение стоимости пакета акций ЗАО (долей в ООО) при продаже на открытом аукционе (то есть с учетом перехода от одного вида стоимости к другому).

В данных ситуациях оценщику следует рассмотреть условия, поставленные в задании на оценку. При решении о «закрытом» аукционе оценщик не должен вводить скидку на ликвидность. При решении об открытом аукционе оценщик должен вводить скидку на ликвидность

– *Законодательные ограничения и т.п.*

К законодательным ограничениям можно отнести:

- § внесение предприятия в список монополистов;
- § ограничения на продажу градообразующих предприятий;
- § банкротство предприятия;
- § «золотая акция».

Внесение предприятия в список монополистов не отражается на снижении ликвидности его акций.

Ограничения на продажу градообразующих предприятий связано с переходом вида стоимости от «рыночной» к «стоимости объекта с ограниченным рынком». Различия в видах стоимости определены выше.

Банкротство предприятия существенно сказывается на ликвидности его акций, при этом требуется анализировать каждый случай банкротства и общих рекомендаций при назначении скидок в этом случае - нет.

Наличие «золотой акции» сказывается на эффекте распределения собственности предприятия и может быть отнесено к «внутренним факторам».

2 группа – внутренние факторы, оказывающие влияние на контроль, ликвидность и прочее:

- *Удельный вес пакета акций (или долей в ООО);*

Удельный вес оцениваемого пакета акций – это числовая величина, служащая для индивидуальной характеристики пакета. С помощью этой величины можно производить дальнейшие расчеты количественных характеристик пакета. Удельный вес позволяет отнести пакет к миноритарному или мажоритарному и ориентировочно наметить виды скидок и надбавок, вводимых к оцениваемому пакету акций.

- *Эффект распределения собственности предприятия (т.е. значимость или привлекательность оцениваемого пакета акций);*

Фактор имеет влияние на ликвидность и контроль. При определении скидок и надбавок к оцениваемому пакету акций оценщику следует понять, с каким пакетом он имеет дело, и как влияют на его стоимость величины неоцениваемых пакетов акций (долей).

Распределение капитала (или рассеянность пакетов акций, долей) может влиять как на увеличение, так и на уменьшение стоимости оцениваемого пакета (доли).

- *Режим голосования (т.е. ограничения на значимость или привлекательность пакета акций);*

Фактор имеет влияние на ликвидность и контроль.

В Уставе предприятия может определяться режим голосования. Режим голосования может повлиять на сдвиг по вертикали расчетных границ областей блокконтроля, блокирования, непривлекательности пакетов акций. Следовательно, границы областей должны рассчитываться с учетом режима голосования.

- *Финансовые условия бизнеса (т.е. уровень леввереджа);*

Внероссийская практика оценки утверждает следующее:

- Некоторые отрасли отличаются более высокими, чем средний уровень, рисками для инвесторов. Например, инвестирование в компании строительной индустрии обычно более рискованные, чем в компании других отраслей ввиду их высокого леввереджа (высокой доли заемного капи-

тала), существенной зависимости от умения составлять сметы и повышенной чувствительности к спадам деловой конъюнктуры;

- Долгосрочные заимствования, как правило, используются при расширении компании. Компания, которая злоупотребляет долгосрочными заимствованиями – более рискованная;

- Соотношение «собственный капитал / задолженность» для компаний с леввереджем на протяжении ряда лет остается примерно постоянным;

Учет ликвидности акций в большинстве случаев происходит непосредственно при расчетах во время применения всех трех подходов:

- в затратном подходе мы учитываем уровень заемных средств при применении метода «чистых активов»;

- в сравнительном подходе – при подборе компаний – аналогов и корректировке на величину собственных оборотных средств;

- в доходном подходе – при построении дисконтов и прогнозировании роста выручки. Методы дисконтирования и капитализации доходов в большинстве случаев используются для выражения оценок, «очищенных» от долговой зависимости.

- *Финансово – экономическое положение предприятия;*

При проведении расчетов мы проводим финансовый анализ предприятия, в конце которого делается ряд выводов, касающихся:

- близости предприятия к банкротству;

- уровня леввереджа (этот фактор частично рассмотрен выше);

- возможности предприятия по быстрому погашению возникающей кредиторской задолженности;

- сроков оборачиваемости дебиторской, кредиторской задолженности, запасов и производственном цикле;

- рентабельности активов и динамике чистой прибыли;

- инвестиционной привлекательности предприятия и т.п.

Обычно расчетная часть финансового анализа заканчивается либо анализом критерия Альтмана (близость к банкротству), либо соотношением предприятия к одному из 4-х классов финансовой устойчивости предприятий.

В соответствии с этими градациями, которые могут служить косвенными характеристиками, можно определять ликвидность предприятия.

- *Наличие пакетов привилегированных акций (пакетов неголосующих акций);*

Российские пакеты акций могут содержать как обыкновенные, так и привилегированные акции. Наличие в оцениваемом пакете привилегированных акций может повлиять на его ликвидность и контроль при выплате дивидендов. Выплата дивидендов уменьшает число голосующих акций в

пакете на количество привилегированных акций. Соответственно, уменьшается значимость пакета акций. При отсутствии выплат дивидендов все акции в пакете (обыкновенные и привилегированные) являются голосующими, соответственно увеличивается значимость пакета акций.

- *Выплаты дивидендов по акциям и уровень дивидендов;*

Дивиденды – это часть чистой прибыли общества за отчетный годовой период. Решение о выплате дивидендов может приниматься 1 раз в год. Размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованного Советом директоров общества.

Метод капитализации дивидендов позволяет получить минимально значимую стоимость акции в миноритарном пакете, то есть повышает информационную «прозрачность» предприятия.

- *Котировки акций;*

Наличие котировок акций приводит к понятию о максимально возможной ликвидности акций, но не влияет на контроль.

- *Потеря ключевой фигуры (например, наследство);*

Влияние фактора наиболее существенно сказывается на акциях (долях) в закрытых обществах (ЗАО, ООО), так – как наличие ключевой фигуры связано главным образом с нематериальными активами в виде связевых цепочек. Потеря ключевой фигуры – это потеря в стоимости нематериальных активов, помехи во взаимоотношениях с кредиторами и дебиторами и т.п.

- *Наличие «золотой акции»;*

Наличие «золотой акции», не входящей в оцениваемый пакет, влияет на значимость пакета акций.

- *Наличие государственных пакетов акций и т.п.*

Рассмотрим ситуацию продажи негосударственного пакета акций при наличии государственного пакета. Госпакет можно отнести к «пассивному»: его владелец не будет стремиться к захвату контроля над предприятием, покупке дополнительных пакетов акций, в ближайшее время можно ожидать аукцион по продаже этого пакета, кроме того, при миноритарном пакете государственных акций имеется большая вероятность его блокирования.

Итак, скидки (премии) в зависимости от степени контрольности предлагаемого (приобретаемого) пакета акций (пая) следует вводить по той причине, что инвестор, покупающий контроль над предприятием, в состоянии использовать любой из в принципе существующих каналов доступа к капиталу, который вложен в предприятие (в фирму как отдельное юридическое лицо), и к доходам, заработанным предприятием с этого капитала.

Имея в виду преимущества контролирующего предприятие инвестора (не говоря о его влиянии на решение вопросов найма работников и прочее), можно с полной определенностью утверждать, что цена одной акции в составе контрольного пакета акций (одной процентной единицы контрольного пая) должна содержать «премию за контроль».

В зарубежной практике средние показатели премий за контроль публикуются в ежегодно издаваемом статистическом обзоре слияний компаний («Mergestat Review»). В среднем за рубежом премия за контроль определяется в размере 30-40%. В нашей стране таких изданий, где бы отслеживались средние показатели премий за контроль по годам и отраслям нет, поэтому специалисты вынуждены ориентироваться на данные зарубежных справочников (хотя это и не совсем корректно) или осуществлять расчет самостоятельно. Премия за контроль рассматривается как процент превышения выкупной ценой рыночной цены акций продавца за пять рабочих дней до официального объявления о слияниях компаний. Однако практика показывает, что в предверии слияний курс акций начинает расти раньше. Это приводит к занижению премии за контроль. В связи с этим чаще всего отслеживают курс акций за период от двух месяцев до пяти рабочих дней.

Скидка на неконтрольный характер является производной от премии за контроль. Эта тенденция основана на эмпирических данных. Скидка за неконтрольный характер (миноритарную долю) определяется:

$$\text{Скидка}_{\text{неконтр}} = 1 - \frac{1}{1 + \text{Премия за контроль}}.$$

Что же касается *скидок (премий) за неликвидность (ликвидность)* акций, то, очевидно, они должны учитывать важность для инвестора, который не приобретает контроля над предприятием, сохранить возможность извлечь из предприятия — пусть даже не за его счет, а за счет третьих лиц-покупателей акций или пая — свои средства (так чтобы они не оказались заблокированными там) в момент, когда ему это удобно (согласно своим потребительским или иным инвестиционным планам). Для инвестора, приобретающего контроль над предприятием это не столь важно, так как он приобретает возможность по-иному, в случае необходимости, извлечь свои средства (непосредственно из предприятия, с его счета и за его имущества — возможно даже в ущерб прочим совладельцам предприятия).

Размер данной скидки может увеличиваться в зависимости от следующих факторов:

- 1) низкие дивиденды или невозможность их выплаты;
- 2) неблагоприятные перспективы продажи акций компании или ее самой;

3) ограничения на операции с акциями (например, законодательные ограничения свободной продажи акций закрытых компаний).

При расчете рыночной стоимости предлагаемого (приобретаемого) пакета акций (пая) рассматриваемого предприятия многое зависит от того, каким из описанных выше методов оценки бизнеса получают оценку рыночной стоимости всего предприятия в целом (всех 100% акций или всего уставного капитала).

То, при использовании какого метода оценки бизнеса какие скидки или премии в зависимости от размера и характера (по степени приобретаемого контроля) предлагаемого или покупаемого пакета акций (пая), а также в зависимости от степени ликвидности акций (пакета акций) данного предприятия следует учитывать при окончательной оценке вероятной стоимости его одной акции либо всего их рассматриваемого пакета (пая) отражено в схеме на рис. 2.13.

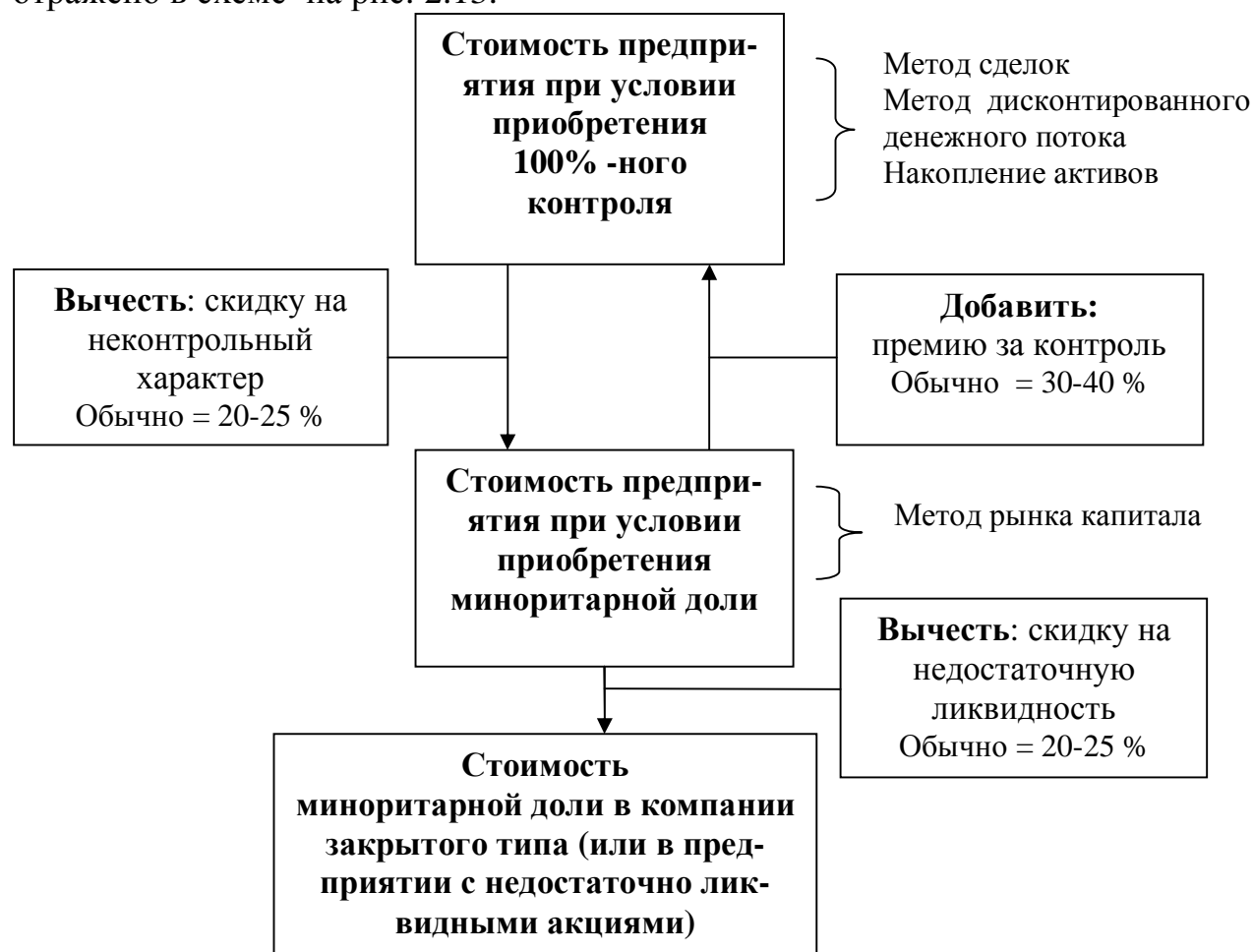


Рис. 2.13. Алгоритмы учета степени контроля и степени ликвидности при использовании различных методов оценки стоимости предприятия

В заключение еще раз необходимо подчеркнуть, что в ситуациях, когда оценка предприятия производится для случая приобретения контрольного пакета акций (пая), результаты применения тех методов, которые позволяют сразу получить стоимость предприятия при условии приобретения 100%-ного контроля над предприятием, уже, как правило, не требуют какого-либо учета степени ликвидности акций в составе приобретаемого пакета (или ликвидности покупаемого пая). Подразумевается, что контролирующему предприятию инвестору не важно, ликвидны ли акции (паи) его предприятия — ведь он и так обладает полным набором рассматривавшихся выше каналов доступа к капиталу предприятия и доходам предприятия. Существенным тогда оказывается лишь то, сумеет ли предприятие заработать эти доходы. В то же время именно это и является указанными методами оценки бизнеса.



2.5. Сравнительный анализ подходов оценки и взвешивание результатов их применения

Различные методы оценки бизнеса адекватны различным оценочным ситуациям. Иначе говоря, цель оценки бизнеса всегда определяет то, какой из методов оценки в данной ситуации наиболее пригоден.

Существенным является и тип оцениваемого предприятия в соответствии с долей на этом предприятии специальных материальных и нематериальных активов, возрастом и размером предприятия, его отраслевой принадлежностью и прочими факторами.

Кроме того, важным критерием для выбора практически применимого метода оценки является и наличие (в том числе доступность при минимальных издержках средств и времени) исходной информации, необходимой для использования определенного метода. Отсутствие этой информации или ненадежность той информации, которая доступна при минимуме указанных издержек (если, например, полагаться только на опубликованную, но не проверенную финансовую информацию), в случае использования все-таки базирующегося на ней метода может привести либо к полной нереализуемости этого метода либо к получению данным методом таких результатов оценки, которые изначально неверны (тенденциозно завышены или занижены).

С точки зрения планов, которыми будут руководствоваться контролирующие предприятие (приобретающие контроль над ним) инвесторы:

- *метод дисконтированного денежного потока, рынка капитала и метод отраслевых коэффициентов* ориентированы на оценку предприятия как действующего, и которое будет и дальше действовать (функционировать);

- *метод чистых активов и метод сделок*, напротив, применимы и для случая, когда контролирующее предприятие (приобретающий контроль над ним) инвестор намеревается закрыть (ликвидировать) предприятие либо существенно сократить объем его операций (выпуска).

С точки зрения типа предприятия:

- *метод чистых активов* разумен для применения к тем предприятиям, которые успели накопить эти активы, т.е. этот метод наиболее адекватен оценке фирм с достаточно солидной предысторией, т.е. «зрелых» по своему возрасту предприятий;

- *метод дисконтированного денежного потока* более применим для оценки молодых (по возрасту со своего основания) предприятий, не успевших за свою короткую предысторию заработать достаточно прибылей для капитализации в дополнительные активы, которые, тем не менее, имеют перспективный продукт и обладают явными конкурентными преимуществами по сравнению с существующими и потенциальными конкурентами;

- *методы сравнительного подхода (метод рынка капитала, метод сделок, метод отраслевых коэффициентов)* пригоден, как отмечалось, при условии строгого выбора компании-аналога, которая должна относиться к тому же типу, что и оцениваемое предприятие; кроме того, метод отраслевой специфики применим лишь для предприятий тех отраслей, где объем продаж является, безусловно, доминирующим фактором рыночной цены предприятий, а все остальные факторы (размер предприятий, определяющие потребность в инвестициях износ основных фондов и стадия жизненного цикла регулярно совершенствуемых продуктов и пр.) не играют какой-либо существенной роли.

С точки зрения наличия и надежности исходной информации:

- *метод чистых активов* разумно использовать тогда, когда имущество оцениваемого предприятия, отраженное в инвентаризационной ведомости имущества, таково, что по нему имеются или, при относительно малых издержках средств и времени, могут быть получены надежные котировки рыночной стоимости соответствующих видов имущества (иначе говоря, если по этим видам имущества в стране уже существуют развитые ликвидные рынки — особенно рынки имущества с разными степенями его износа); если же этот метод намереваются применять в варианте, когда имущество предприятия оценивается по его остаточной балансовой стоимости, то необходимо: чтобы, во-первых, выбранный для соответст-

вующего вида имущества метод амортизации в максимальной мере отражал действительное рыночное обесценивание данного вида активов; чтобы, во-вторых, инфляция в стране была достаточно низкой и не оказывала решающего воздействия на скорость обесценивания имущества;

- *метод дисконтированного денежного потока* в состоянии обеспечить внушающие доверие результаты оценки, если:

(а) прогнозируема конъюнктура (цены, конкуренция) на рынках сбыта продукта предприятия и необходимых для него покупных ресурсов;

(б) в случае ограниченной указанной прогнозируемости продуктовые линии оцениваемого предприятия не являются слишком долгосрочными (предприятие реализует в основном краткосрочные и среднесрочные инвестиционные проекты);

(в) риски продуктовых линий предприятия сопоставимы со средним уровнем рисков бизнеса в экономике страны (коэффициенты бета при расчете индивидуальной ставки дисконта незначительно отличаются от единицы);

(г) в стране достигнута определенная мера финансовой стабилизации, обеспечивающая стабильность безрисковой ставки процента (доходности государственных облигаций, которая, к тому же, должна быть ниже средней доходности капиталовложений в негосударственные облигации – например, в акции); в свою очередь, перечисленные условия выполнимы на основе стабилизации темпов экономического роста и инфляции (в противном случае метод дисконтированного денежного потока применим только для краткосрочных проектов и занимающихся ими предприятий);

- *метод рынка капитала и метод сделок* могут рекомендоваться в условиях, когда есть уверенность, что цены на акции компании-аналога, наблюдаемые на фондовом рынке, действительно являются рыночными, а не искусственно завышенными (заниженными) трансфертными, которые характерны для сделок между аффилированными (родственными, связанными друг с другом капитальными участиями или иными внешнеэкономическими связями) и заинтересованными в крупных выгодных сделках лицами;

- *метод рынка капитала, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов*, кроме того, объективны тогда, когда есть возможность при их использовании опереться на внушающие доверие публикуемые отчеты компаний-аналогов, а также на внушающий доверие финансовый отчет оцениваемого предприятия; решающим при этом оказывается установившееся в стране качество внешнего аудита этих отчетов и степень выполнения компаниями-аналогами законодательства об обязательности

публикования своих достаточно полных финансовых отчетов в средствах массовой информации общего доступа (допустимым является то, чтобы они хотя бы исправно предоставляли свои годовые отчеты по требованию общественности и оценщика, пусть даже за ее/его счет).

На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков являются несовершенными, потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производители могут быть неэффективны. По этим, а также по другим причинам, данные подходы могут давать различные показатели стоимости.

Возможность, и даже во многих случаях необходимость (для получения более достоверного результата), применить к оценке конкретного предприятия в конкретной ситуации разные методы оценки бизнеса приводит к идее «взвешивания» оценок, рассчитываемых по разным описывавшимся методам, и суммирования таких «взвешенных» оценок.

При этом весовые коэффициенты значимости оценок по разным, в принципе допустимым в данной ситуации, методам оценки практически понимаются как коэффициенты доверия к соответствующему методу по поводу конкретного предприятия. Эти коэффициенты сугубо экспертны, т.е. получаются посредством субъективных экспертных суждений квалифицированного оценщика. Важно лишь, чтобы они измерялись в долях единицы и в сумме составляли единицу (они могут измеряться и в «процентах доверия» к определенному методу, в сумме равняясь 100%).

Окончательная оценка стоимости предприятия (бизнеса) может быть определена по формуле:

$$V = \sum_{i=1}^n V_i \times Z_i,$$

где V_i — оценка стоимости предприятия i -м методом (все применимые методы оценки произвольно нумеруются);

$i = 1, \dots, n$ — множество применимых в данном случае методов оценки;

Z_i — весовой коэффициент метода номер i .

Очевидно, что при этом разумное выставление коэффициентов Z является одним из главных свидетельств достаточной квалифицированности и непредвзятости оценщика бизнеса.

Окончательное, итоговое суждение о стоимости выносится оценщиком на основе исчерпывающего анализа ценностных характеристик и расчетных показателей стоимости оцениваемого актива, полученных в рамках классических подходов к оценке.



Информация для обсуждения

Здесь представлен один из вариантов вынесения итогового заключения в отношении рыночной стоимости, используемый оценщиками.

Расчет весовых коэффициентов, (%)

Показатели	Затратный подход	Сравнительный подход	Доходный подход
Достоверность информации	30	35	35
Полнота информации	25	35	40
Способность учитывать действительные намерения покупателя и продавца	20	50	30
Способность учитывать конъюнктуру рынка	25	40	35
Способность учитывать размер, местоположение, доходность объекта	20	30	50
Допущения, принятые в расчетах	35	35	30
Весовые показатели достоверности метода оценки	25,8	37,5	36,7

Стоимость объекта определяется по формуле

$$V = V_1 \cdot Q_1 + V_2 \cdot Q_2 + V_3 \cdot Q_3,$$

- где V – обоснованная рыночная стоимость объекта оценки, руб.;
- $V_1; V_2; V_3$ – стоимость объекта, определенная с использованием затратного подхода, сравнительного подхода и доходного подхода соответственно, руб.;
- $Q_1; Q_2; Q_3$ – средневзвешенное значение достоверности затратного подхода, сравнительного подхода доходного подхода соответственно.

К сожалению, в нашей стране нередко итоговый раздел отчета отличается не только краткостью, но и легковесностью. При этом некоторыми термин «согласование результата» воспринимается буквально — как руководство к «согласованию результата с заказчиком», когда «мастерство оценщика» используется для получения требуемой цифры.

В американской литературе процедуру, именуемую согласованием результатов, предлагается рассматривать расширительно. Это не просто «дело техники» с приданием веса результатам расчетов по примененным подходам, а ответственная аналитическая процедура, завершающая процесс оценки и требующая его тщательной ревизии. Тем самым согласование результатов включает две основные задачи: перепроверку, переосмысление процедуры, процесса оценки и суждение о весомости ее результатов.

Даже если применен один подход, а в его рамках — только один метод, вывод о стоимости должен сопровождаться пересмотром всего аналитического материала. Итак, оценщик должен оценить:

- количество, качество, достаточность, степень достоверности, адекватность собранной рыночной информации;
- корректность расчетов; чувствительность расчетов к входным параметрам;
- причины несовпадения показателей стоимости, рассчитанных разными подходами, особенно если разница результатов значительна;
- количество аналогов, количество, характер и денежный эквивалент корректировок.

При этом объективно большое количество корректировок снижает ценность аналога, даже если общая сумма этих корректировок невелика.

Полученные результаты необходимо обязательно подвергнуть, как говорят американские оценщики, «smell test» — испытанию здравым смыслом и интуицией, тем чувством «меры и веса», которым должен обладать истинный оценщик.

Важной частью согласования является проверка соответствия собранных рыночных данных, использованных подходов и методов предполагаемому использованию оценки. Ведь реально собранные оценщиком данные могут позволить сделать целый ряд выводов, важных клиенту.

Например, в отчете одной всемирно известной консалтинговой компании было сделано заключение о четырех стоимостях одного объекта (оценка была заказана банком для выдачи ипотечного кредита):

- рыночная стоимость (open market value, OMV);
- расчетная цена реализации (Estimated realization price). Клиенту важно знать не только рыночную стоимость, но и каков будет маркетинговый срок (оценен в 6 месяцев), какую сумму можно будет выручить за объект залога;
- расчетная цена вынужденной реализации (Estimated restricted realization price). Банк должен реализовать предмет залога за 3 месяца, но за этот срок покупателю не успеть в полной мере осуществить проверку справедливости цены и чистоты сделки, проверить экологическую безопасность, зараженность почв и т.п., потому он не заплатит за объект его полную рыночную стоимость;
- рыночная стоимость объекта как условно свободного (OMV assuming full vacant possession). Согласно замерам оценщика, реально арендуемая площадь больше, чем в договоре, поэтому клиенту полезно знать о «запасе стоимости», которым обладает объект.

Рыночные данные в основном ретроспективны, а в ряде случаев заказчика интересует именно будущее его собственности, подчас с горизонтом прогноза на несколько лет вперед. Это требует от оценщика креативного, прогностического мышления.

Итоговая величина стоимости может быть точечной величиной или диапазоном. В некоторых случаях клиенту необходима только точечная цена (например, для бухгалтерской отчетности), в других — диапазон. Например, клиенту необходимо знать, с какой цены можно начать торг, ниже какой не следует опускаться.

Несовершенство рынка и представлений о нем у его участников не позволяют двум и более оценщикам получить идентичный результат рыночной стоимости без чрезмерного округления. Как говорится «соберите трех оценщиков — получите четыре мнения о стоимости». Заключение о стоимости — это профессиональное мнение. Расчетная стоимость выступает как наиболее доказательный показатель стоимости прав на оцениваемое имущество.

Оценщик полагается на опыт и профессионализм на этапе согласования результатов больше, чем в любом другом разделе оценки. Оценка здесь в наибольшей степени выступает как наука и искусство.

Легче заметить недостатки, присущие методу оценки, нежели найти ему лучшую альтернативу

В заключение данной главы интересно сравнить степень применимости различных подходов у нас и за рубежом. Определяется она по результатам опросов оценщиков. На рис. 2.14. представлена частота использования подходов к оценке бизнеса зарубежными оценщиками. На рис. 2.15. показана частота их использования российскими оценщиками в современных условиях.

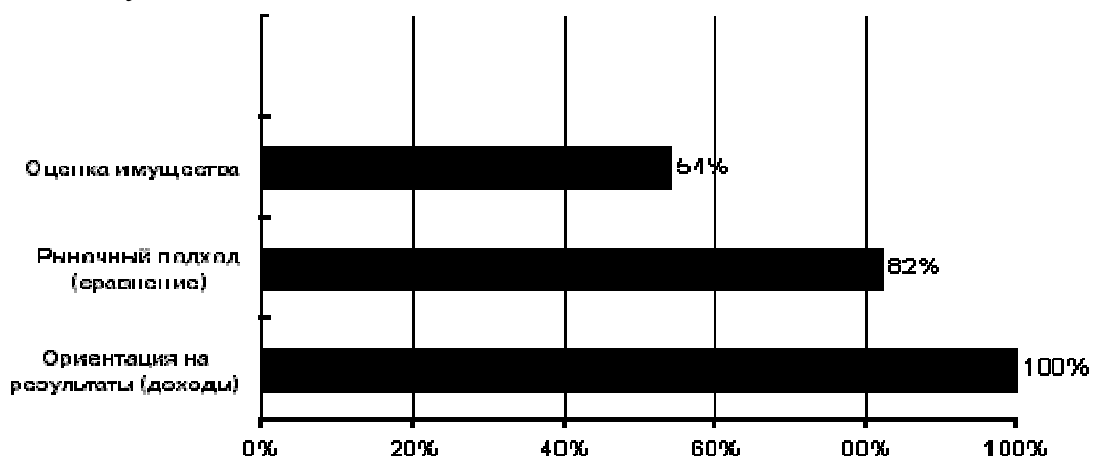


Рис. 2.14. Использование различных подходов к оценке предприятий

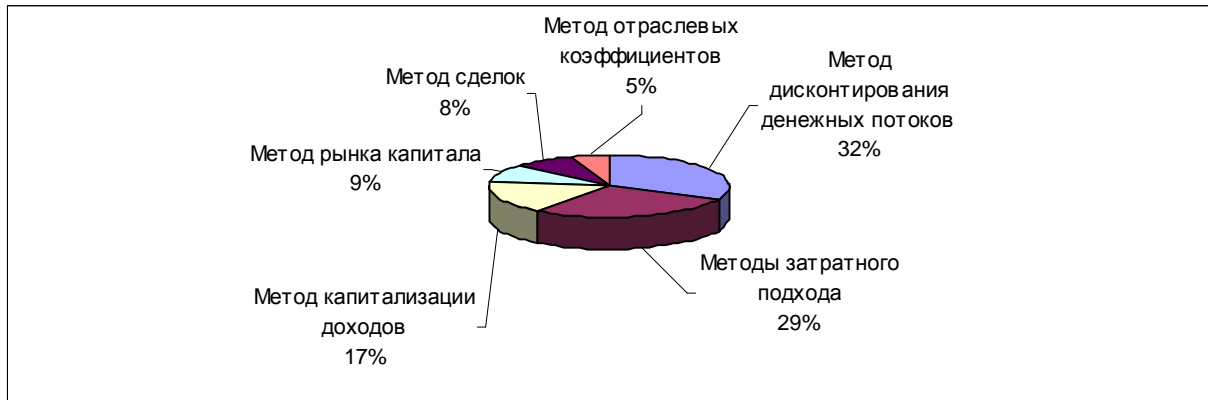
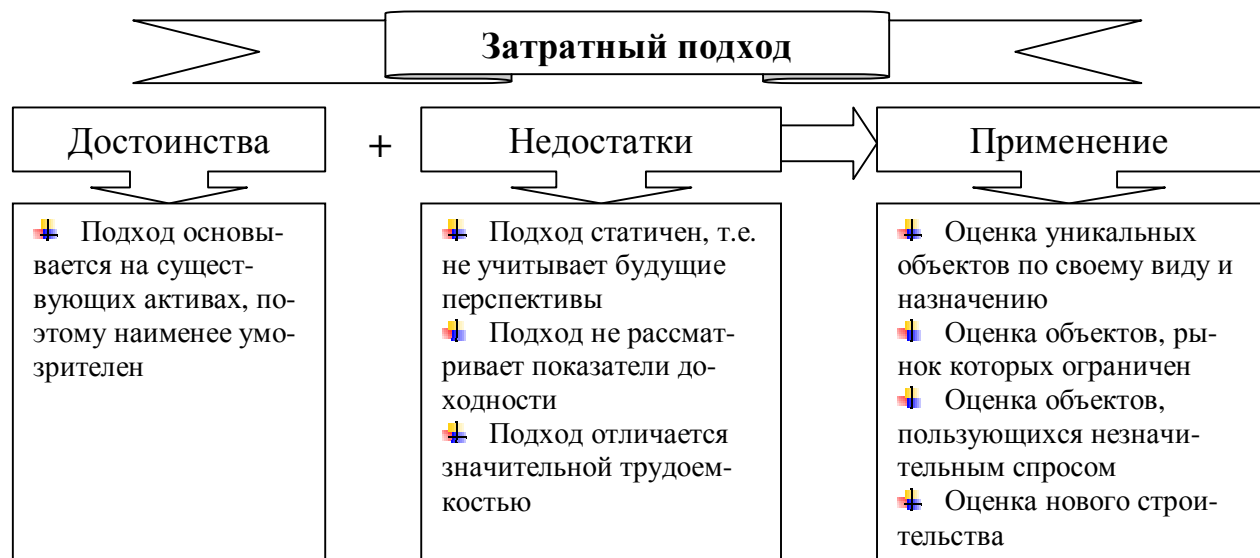


Рис. 2.15. Частота применение различных методов оценки в РФ

Различная частота применения методов оценки связана, прежде всего, с оценкой их достоинств и недостатков.

Обобщая все вышесказанное, можно схематично представить достоинства и недостатки и ограничения в использовании каждого из подходов в целом.





Резюмируя все три подхода, можно определить значение и роль подходов к оценке бизнеса в следующем виде (табл.2.7).

Таблица 2.7

	Доходный подход	Затратный подход	Сравнительный подход
Основная концепция	Дисконтирование прогнозируемых результатов	Воспроизводство (восстановление) стоимости	Использование данных рынка ценных бумаг
Значение, роль подхода	Основное Используется для определения верхнего уровня цены	Вспомогательное Аргументированная стоимость (можно подтвердить документально) Подтверждение результатов оценки доходов Для определения нижней границы цены предприятия	Вспомогательное Первое представление о стоимости Аргументированная цена

ГЛАВА 3. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОГО ИМУЩЕСТВА



3.1. Основные понятия и особенности рынка недвижимости

Как уже говорилось в начале, оценка как новое направление рыночной инфраструктуры возникла в связи с необходимостью разрешения имущественных споров, в которых стороны для определения объективной стоимости того или иного имущества были вынуждены прибегать к услугам независимых ценовых арбитров. За рубежом, при существовании частной собственности на землю, недвижимость обладает наибольшей ценностью как с точки зрения отдельных субъектов, так и с точки зрения государства (именно недвижимость является, например, в США основной базой налогообложения).

И в нашей стране среди элементов рыночной экономики особое место заняла недвижимость, которая, с одной стороны, входит в состав средств производства (земельные участки, административные, общественные, производственные, складские, торговые и прочие здания, а также другие сооружения) и служит базой хозяйственной деятельности и развития для предприятий и организаций всех видов и форм собственности. С другой — выступает основой личного существования граждан и используется для непроизводственного, личного потребления. Жилые дома, квартиры, дачные строения, хозяйственные постройки, гаражи и тому подобное, находящиеся в собственности граждан и используемые для проживания и других личных нужд, служат предметами потребления, а такие же дома, квартиры, гаражи, дачи (коттеджи), хозяйственные строения и тому подобное, применяемые в коммерческих целях, служат объектами потребления.

Недвижимое имущество – это физические объекты с фиксированным местоположением в пространстве и все, что неотделимо с ними связано как с поверхностью, так и над поверхностью земли или все, что является обслуживающим предметом, а также права, интересы и выгоды, обусловленные владением объектами. Под физическими объектами понимаются нерасторжимо связанные между собой земельные участки и расположенные на них строения.

Существуют различия в понятии недвижимости как объекта оценки и в определении Гражданского кодекса.

С обеих позиций к недвижимым вещам (недвижимому имуществу, недвижимости) относятся земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей, то есть объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно,

в том числе леса, многолетние насаждения, здания сооружения. Но с позиции оценки к недвижимым вещам не относятся подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания, космические объекты. (ст. 130 ГК РФ).

Прежде чем приступить к рассмотрению процедур оценки недвижимости, необходимо рассмотреть особенности данного вида собственности, как особого товара, обладающего рядом свойств:

1. *Фундаментальность* (стационарность и материальность);

2. *Полезность*. Любой объект обладает стоимостью, имея в той или иной мере такие характеристики, как пригодность и ограниченный характер предложения. Ограниченность предложения должна присутствовать для создания значительной стоимости. Социальные идеалы и стандарты, экономическая деятельность и тенденции, законы, правительственные решения и действия, природные силы оказывают влияние на поведение людей, и все это, взаимодействуя между собой, создает, сохраняет, изменяет или уменьшает стоимость недвижимости.

Недвижимость является одним из немногих товаров, стоимость которых может возрасти с течением времени. Даже в развитых странах, где имеет место перепроизводство жилья и превышение предложения над спросом, наблюдается тенденция к росту стоимости недвижимости.

3. *Долговечность* недвижимости превышает этот показатель практически у всех иных товаров, кроме отдельных видов драгоценных камней и изделий из редких металлов. Согласно действующим в России строительным нормам и правилам (СНиП) жилые здания в зависимости от материала основных конструкций (фундаментов, стен, перекрытий) подразделяются на 6 групп с нормативными сроками службы от 15 до 150 лет.

4. *Разнородность, уникальность и неповторимость*. Практически невозможно говорить о двух одинаковых квартирах, о двух одинаковых строениях, о двух одинаковых участках, так как у них обязательно будут различия в расположении по отношению к другим объектам, к коммуникациям, к линии горизонта и сторонам света. Кроме того, для каждого покупателя (или инвестора) сочетание собственного ряда предпочтений, возможностей и ограничений определяет в конечном итоге привлекательность объекта недвижимости.

5. *Управляемость*. Любой объект нуждается в постоянном управлении, независимо от его функционального назначения. Это – обслуживание коммунальными услугами жилых или нежилых помещений (и их оплата), охрана и текущий ремонт, поиск арендаторов и контроль за поступлением арендных платежей, различные сезонные или профилактические работы, связанные с содержанием жилого и нежилого фондов.

На отдельных сегментах рынка недвижимость проявляет себя как товар, подверженный сезонным колебаниям. Так, рынок аренды жилья отличаются колебания спроса и предложения при смене времен года. В то же время рынок нежилых помещений мало зависит от времени года, здесь колебания тесно связаны с общей экономической ситуацией.

6. *Детальная регламентация сделок с недвижимостью со стороны государственных и муниципальных органов власти.* Государство, преследуя общественные интересы, реализует функции, связанные с учетом недвижимости и регистрацией операций с ней для защиты прав собственников и для обеспечения своей фискальной функции в части налогообложения.

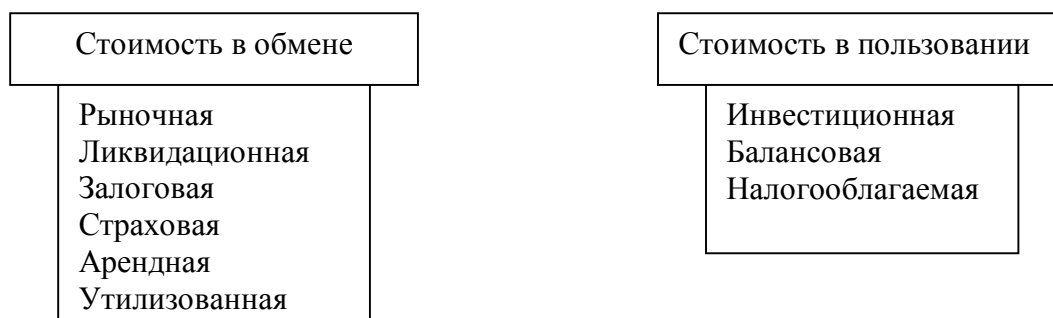
Недвижимое имущество находится в свободном гражданском обороте и является объектом различных сделок, что порождает потребность в оценке его стоимости, т.е. в определении денежного эквивалента различных видов недвижимости в конкретный момент времени.

Стоимость недвижимости, как и любого товара, имеет две формы проявления – потребительскую и меновую стоимость [33].

Потребительская стоимость обусловлена совокупностью естественных и общественных свойств и процессов объекта недвижимости с точки зрения конкретного пользователя, который исходит из сложившегося варианта ее использования, а также естественными и общественными свойствами товара, которые определены уровнем технического развития и общественными потребностями.

Меновая стоимость возникает в процессе обмена объектов недвижимости, при этом формой проявления меновой стоимости является цена, которая отражает суммарное действие всех рыночных факторов.

В зависимости от целей оценки, полноты оцениваемых прав на недвижимость различные виды стоимости могут быть объединены в две основные группы:



Обязательным условием оценки недвижимости является учет специфики функционирования рынка недвижимости. Это проявляется в том, что он не имеет определенного места купли-продажи и является рынком несовершенной конкуренции, что обусловлено его существенными осо-

бенностями: *уникальностью каждого объекта, условиями финансирования, сложными юридическими правами, низкой ликвидностью.*

За последние годы рынок недвижимости повысил свою активность с помощью действий компаний, специализирующихся на операциях с недвижимостью, финансовых организаций и правительственных агентств, оценщиков, юристов. При этом развитие рынка недвижимости определяется:

- экономическим ростом и ожиданиями такого роста;
- финансовыми возможностями для приобретения недвижимости;
- взаимосвязями между стоимостью недвижимости и экономической перспективой того или иного района.

Рынок недвижимости имеет сложную структуру. Необходимо выделять различные сегменты рынка:

<p>1. По территориальной принадлежности:</p> <ul style="list-style-type: none"> - местный; - региональный; - национальный; - международный. 	<p>2. По специализации:</p> <ul style="list-style-type: none"> - промышленной; - коммерческой; - административной; - социально-бытовой; - жилой.
<p>3. По объему торгов:</p> <ul style="list-style-type: none"> - большой; - средний; - малый. 	<p>4. По конъюнктуре:</p> <ul style="list-style-type: none"> - дефицитный; - избыточный; - сбалансированный.

5. По инструментам инвестирования в недвижимость:

- рынок ипотеки;
- рынок прав преимущественной аренды;
- рынок смешанных долговых обязательств;
- рынок собственного капитала;
- рынок заемного капитала;
- рынок опционов.

При этом рынок недвижимости можно подразделить на сегменты, которые, в свою очередь, делятся на определенные сектора, сектора – на участки, участки – на конкретные объекты:



Каждый из сегментов развивается самостоятельно, так как опирается на собственную законодательную и, нормативную базу и имеет существенные различия в политике приватизации государственной и муниципальной собственности. Для выявления тенденций развития этих типов рынка оценщику необходимо провести анализ, прежде всего, ценовой ситуации в данных секторах (смотри *Анализ ценовой ситуации по жилой недвижимости г. Иркутска* в конце главы)

Рассмотрим особенности оценки объектов нежилой (коммерческой, социально-бытовой) и жилой недвижимости.

Основную часть *коммерческой недвижимости* представляют собой магазины, рестораны, кафе, склады, офисы. Особенности оценки коммерческой недвижимости связаны с ее специфическими характеристиками. При оценке стоимости магазинов, ресторанов, кафе, баров, офисов, складских помещений тщательно исследуется их местонахождение. Особое внимание уделяется общей и полезной (торговой, складской) площади, площади подсобных и вспомогательных помещений. Немаловажное значение имеют и архитектурно-планировочные решения, качество отделки, дизайн помещения. Учитывается также наличие ограждений, охраны, удобных стоянок. Существенное влияние на стоимость объектов коммерческой недвижимости оказывает инженерно-техническое оснащение, наличие системы пожаротушения, кондиционирования.

Социально-бытовая недвижимость объединяет объекты, удовлетворяющие социально-бытовые потребности населения. Такими объектами являются бани, прачечные, парикмахерские, ателье и мастерские. При оценке стоимости этих объектов большое значение имеют такие характеристики, как местонахождение, архитектурно-планировочные решения, специальное оборудование и уровень обслуживания.

Жилая недвижимость включает различные виды постоянного и временного жилья. В составе жилой недвижимости – одноквартирные и многоквартирные, одноэтажные и многоэтажные жилые дома, общежития, гостиницы, дома отдыха, дачи, базы отдыха, садовые домики и др. Жилая недвижимость может быть расположена в городской и сельской местности, за рубежом. Оценка стоимости жилья – сложный вопрос, связанный с анализом большого числа проектных и архитектурно-планировочных решений, качества и вида отделки, специфики привязки проекта к местности, ландшафту и т.п. Достаточное разнообразие видов домов и квартир требует особого внимания оценщика. Низкие стандарты, плохое качество строительства и неудовлетворительные условия содержания и эксплуатации основной части жилого фонда вызывают необходимость тщательной корректировки результатов оценки.

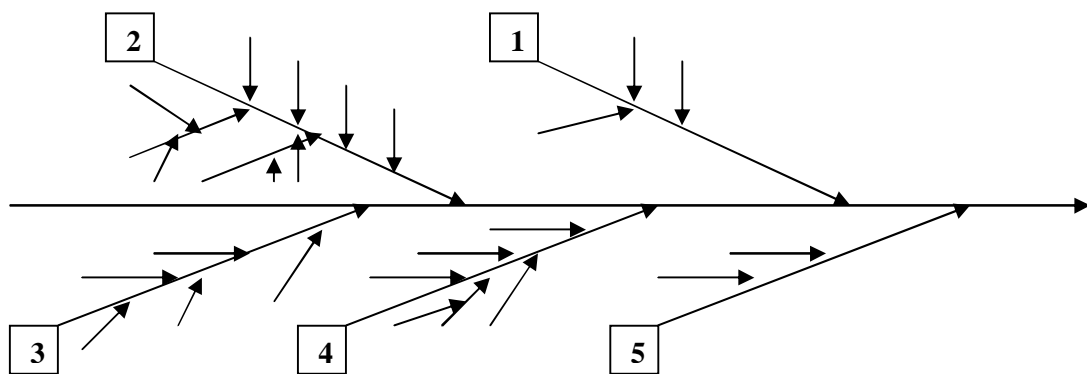
Основными задачами рынка недвижимости являются:

1. обеспечение функционирования рыночной экономики;
2. перераспределение капитала из малоэффективных в высокоэффективные отрасли;
3. реальная реструктуризация народного хозяйства;
4. сдерживание инфляции путем «связывания» свободных капиталов;
5. удовлетворение спроса на недвижимость.

Интересно рассмотрение основных мотивов поведения участников рынка недвижимости:

Мотивация владельца, продавца	Мотивация покупателя, инвестора, кредитора
Нежилая недвижимость	
Ожидание убытков от эксплуатации Желание купить новое предприятие другого профиля или в другом районе	Ожидание выгод, дохода от эксплуатации, владения или сдачи в аренду, перепродажи
Жилая недвижимость	
Потребность в деньгах, желание приобрести другое жилье	Престиж, комфортность, безопасность

Рынок недвижимости находится под значительным влиянием факторов, определяющих социально-экономическое развитие как страны в целом, так и отдельных регионов. Сложные причинно-следственные взаимосвязи между факторами, воздействующими на рынок недвижимости, отражаются в виде кривой, получившей название «рыбья кость»:



1. Факторы государственного регулирования рынка недвижимости.
2. Общеэкономическая ситуация.
3. Микроэкономическая ситуация.
4. Социальное положение в регионе.
5. Природные условия в регионе.

Основными факторами, регулирующими рынок любых товаров и услуг, являются спрос и предложение, в результате взаимодействия кото-

рых создается рынок продавцов или рынок покупателей. Основная движущая сила развития рынка - конкуренция среди продавцов - действует и на рынке недвижимости, что ведет к регулированию спроса и предложения.

Факторы, определяющие величину спроса:

- платежеспособность населения;
- изменения общей численности населения (прошлые, текущие и прогнозируемые тенденции);
- изменения в соотношениях между различными слоями населения, т.е. процентное соотношение между группами населения с различным уровнем образования, уровень миграции, количество браков и разводов;
- изменения во вкусах и предпочтениях населения (Однако в рамках любого рынка недвижимости изменения в предпочтениях и вкусах потребителей довольно трудно уловить. Многие профессионалы в сфере недвижимости полагаются на собственный опыт и наблюдения и распознают их почти интуитивно, что позволяет им следовать за данными изменениями. Предпочтения и вкусы в высшей степени субъективны, поэтому их очень сложно количественно определить и спрогнозировать);
- условия и доступность финансирования.

В краткосрочном периоде параметры спроса имеют более важное значение, чем характеристики предложения, характерной чертой которого является неэластичность. Значительные колебания активности в операциях с недвижимостью во многом объясняются неэластичностью предложения в краткосрочном периоде.

Факторы, определяющие величину предложения:

- наличие резерва пустующих объектов недвижимости в определенном сегменте рынка;
- объемы нового строительства и затраты на него, включая:
 - интенсивность строительства - определяет объемы нового жилья,
 - положение в строительной индустрии (в какой мере оно влияет на уровень строительных затрат - определяет доступность и цены факторов производства),
 - текущие и потенциальные изменения в строительной технологии и их возможное влияние на строительные затраты,
 - соотношение затрат на строительство и цен продажи объектов недвижимости,
 - затраты на улучшение неосвоенных и имеющихся в предложении земельных участков.

Рынок недвижимости имеет ряд существенных особенностей, которые необходимо учитывать в процессе оценки недвижимости. Прежде всего, при расчете потока доходов и возможной цены реализации недвижимо-

сти необходимо учитывать цикличность рынка недвижимости и влияние рынка капитала на рынок недвижимости.

Цикл развития рынка недвижимости не совпадает с промышленным циклом на уровне макроэкономики, и этим во многом объясняется отрицательная корреляция доходов от инвестиций в недвижимость и инвестиций в традиционные финансовые активы (рис. 3.1).

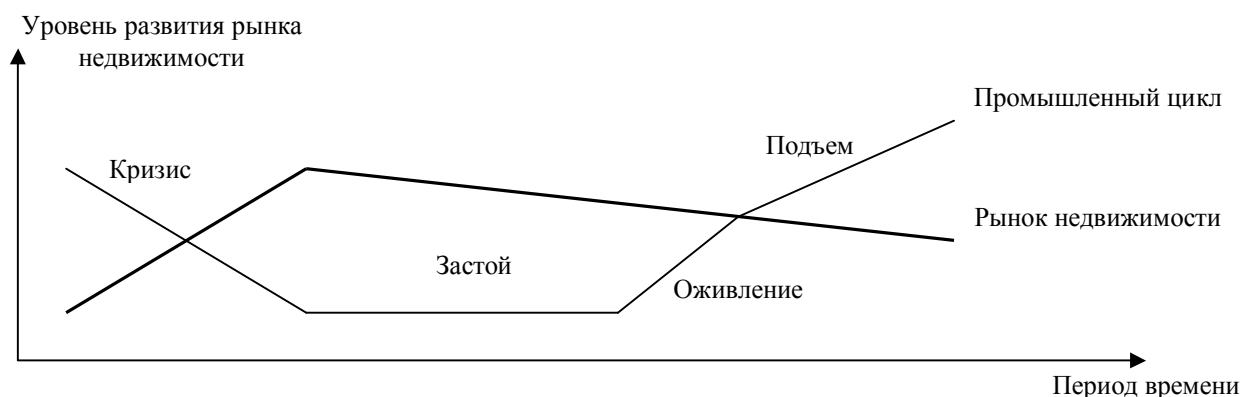


Рис. 3.1. Развитие рынка недвижимости и этапы промышленного цикла

Существенной особенностью рынка недвижимости является его тесная зависимость от рынка капитала. Рынок недвижимости имеет как общие черты, так и существенные различия с рынком капитала, которые проявляются при сравнительном анализе инвестиций в недвижимость и в традиционные финансовые активы.

Характерные черты инвестиций в недвижимость и в финансовые активы отражены в таблице 3.1.[33]

Таблица 3.1

Общие черты и различия рынка недвижимости и рынка капитала

Общие черты	Различия	
	рынок капитала	рынок недвижимости
Цели инвестирования: получение текущего дохода рост стоимости актива защита от налогов	Объем предложения высокоэластичен	Объем предложения в краткосрочном периоде неэластичен
Риски делятся на управляемые (диверсифицируемые) и неуправляемые (систематические)	Ставка доходности подвержена значительным колебаниям	Ставка доходности относительно стабильная
Соотношение спроса и предложения определяет цены активов	Ликвидность более высокая	Ликвидность более низкая
Величина безрисковой ставки доходности является основой для определения приемлемой ставки доходности	В период инфляции инвестиционная привлекательность финансовых активов падает	В период инфляции инвестиционная привлекательность растет

Продолжение табл.3.1		
Находятся под значительным влиянием макроэкономических изменений (валютные курсы, темпы инфляции, инфляционные ожидания, социально-экономическое развитие, стабильность налогообложения)	Поток доходов неустойчивый	Поток доходов в виде арендной платы относительно устойчивый
Высокая ставка доходности - показатель более высокого риска	$R = R_f + \text{плата за риск}$ (ставка доходности = безрисковая ставка доходности + плата за риск)	$R = R_f + \text{плата за риск} + \text{возмещение инвестированного капитала}$. Более высокая ставка доходности отражает необходимость возмещения основной суммы инвестированного капитала

Другой характерной особенностью рынка недвижимости является и относительно более высокий уровень риска.

При инвестировании в недвижимость источниками *неуправляемых рисков* являются:

- низкая ликвидность недвижимости;
- неопределенность законодательного регулирования сделок с недвижимостью;
- неопределенность в налогообложении;
- конкуренция на рынке капитала и рынке недвижимости;
- длительность делового цикла;
- демографические тенденции;
- тенденции занятости и изменения платежеспособности населения.

К *управляемым рискам* относятся микрориски:

- условия арендного договора;
- уровень операционного и финансового леведреджа;
- структура инвестированного капитала и его стоимость;
- доля рынка недвижимости определенного типа;
- местоположение недвижимости;
- структура арендаторов.

Уровень риска, связанный с инвестированием (владением) доходной недвижимости, в значительной степени определяется инструментами инвестирования (табл.3.2).

Таблица 3.2.

Относительный уровень риска инвестиций в недвижимость и корпоративные ценные бумаги

Уровень риска	Инструменты инвестирования	
	в недвижимость	в ценные бумаги
Низкий	Право преимущественной аренды	Облигации
Ниже среднего	Закладные (ипотека)	Высоколиквидные акции
Средний	Гибридные обязательства	Акции фирмы, использующей только собственный капитал
Выше среднего	Собственный капитал	Акции фирмы с высокой долей заемного капитала в структуре капитала
Высокий	Заемный капитал	Опционы и фьючерсы
Очень высокий	Опционы	-

Доходная недвижимость имеет ряд существенных преимуществ по сравнению с традиционными финансовыми активами (акциями и облигациями):

1. В отличие от корпоративных акций, по которым дивиденды выплачиваются в лучшем случае ежегодно, владение доходной недвижимостью обеспечивает инвестора (собственника) ежемесячным потоком доходов, в основе которого лежит ежемесячная оплата аренды.

2. Использование денежных потоков от недвижимости более стабильно, так как недвижимость – фиксированные активы, в отличие от корпораций, которые могут расширяться, сокращаться и т.п.

3. Денежный поток доходов от владения недвижимостью менее динамичен, чем денежный поток доходов от корпоративных акций, и что особенно важно, доходность недвижимости имеет четко выраженную тенденцию к росту в период спада доходности от финансовых активов.

Таким образом, особенности функционирования рынка недвижимости определяются:

- спецификой недвижимости;
- цикличностью развития рынка недвижимости;
- влиянием рынка капитала на рынок недвижимости;
- относительно высоким уровнем риска.

3.2. Правовые аспекты оценки недвижимого имущества

В государственном регулировании оценочной практики можно выделить две часто встречающиеся ситуации:

1. оценка имущества, когда отношения лиц регулируются в большей степени *нормами публичного права*;

2. оценка имущества, когда отношения лиц регулируются в большей степени *нормами частного права*.

Нормы публичного права:

- налогообложение недвижимости;
- принудительное отчуждение имущества для государственных нужд;
- приватизация недвижимости.

Нормы частного права:

- сделки купли-продажи недвижимости;
- кредитование под залог недвижимости;
- страхование недвижимости.

Отношения, возникающие по поводу недвижимости, регулируются:

- гражданским законодательством, относящимся к предметам ведения Российской Федерации;
- законодательством, относящимся к предметам совместного ведения РФ и субъектов РФ;
- градостроительным законодательством.

Действующий Гражданский кодекс РФ определяет юридическое содержание права собственности, согласно которому собственнику принадлежат правомочия владения, пользования и распоряжения своим имуществом.

Основания приобретения права собственности, порядок его приобретения и момент возникновения права собственности определяются положениями главы 14 Гражданского кодекса (ст.218-234).

Право собственности на недвижимое имущество возникает:

1. при создании недвижимого имущества;
2. при реорганизации юридического лица;
3. на основании договора купли-продажи, мены, дарения или иной сделки по отчуждению имущества;
4. при наследовании недвижимого имущества по завещанию или закону;
5. с момента внесения всех взносов при паенакоплении членом жилищного, дачного, гаражного или иного потребительского кооператива;
6. в результате приобретательной давности (для недвижимого имущества – 15 лет, для иного имущества – 5 лет);
7. на самовольную постройку, если земельный участок в судебном порядке будет предоставлен под возведенную постройку.

При этом необходимо особо отметить, что право собственности на недвижимое имущество, подлежащее государственной регистрации, возникает в любом случае только с момента такой регистрации.

Государственная регистрация прав на недвижимость – публичный правоустанавливающий юридический акт, с момента совершения которого возникают, переходят или прекращаются соответствующие права на недвижимые вещи.

Датой государственной регистрации права является дата внесения соответствующих записей о правах в Реестр, который содержит информацию о существующих и прекращенных правах на объекты недвижимости, данные об этих объектах и сведения о правообладателях.

Государственная регистрация прав осуществляется по месту нахождения недвижимости и проводится специальными учреждениями юстиции.

Федеральным законом «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» от 21.07.1997г. и Федеральным законом «О государственном земельном кадастре» от 02.01.2000г. введены следующие новые термины-определения в систему государственной регистрации недвижимого имущества:

Кадастровый номер объекта собственности, который присваивается при осуществлении кадастрового и технического учета (инвентаризации) и сохраняется, пока данный объект недвижимости существует как единый объект зарегистрированного права.

Кадастровый номер здания или сооружения состоит из кадастрового номера земельного участка, на котором находится здание или сооружение, и инвентарного номера здания или сооружения.

Кадастровый номер помещения в здании или сооружении состоит из кадастрового номера здания или сооружения и инвентарного номера помещения.

Кадастровый и технический учет (инвентаризация) объекта недвижимости представляет собой описание и индивидуализацию объекта недвижимого имущества (земельного участка, здания, сооружения, жилого или нежилого помещения), в результате чего он получает такие характеристики, которые позволяют однозначно выделить его из других объектов недвижимого имущества.

Характерной особенностью является то, что в дополнение к уже существующему в ст. 130 ГК РФ перечню вещей, относимому к недвижимому имуществу, указаны жилые помещения и кондоминиумы.

Для сбора информации об объектах недвижимого имущества важное значение имеют требования, изложенные в ст.7 Закона, где говорится об открытости сведений о государственной регистрации этих объектов собственности.

Орган, осуществляющий государственную регистрацию прав, обязан предоставлять сведения, содержащиеся в Едином государственном реестре прав, о любом объекте недвижимости любому лицу, предъявившему удо-

створение личности и заявление в письменной форме (юридическому лицу - документы, подтверждающие регистрацию данного юридического лица и полномочия его представителя).

В выписках из Единого государственного реестра прав должно содержаться описание объекта недвижимости, зарегистрированные права на него, а также ограничения (обременения) прав.

Вместе с тем, имеются и ограничения (запреты) на получение сведений о содержании правоустанавливающих документов.

Сведения предоставляются в установленном законом порядке:

- правообладателям, физическим и юридическим лицам, получившим доверенность от правообладателя;
- руководителям органов местного самоуправления и руководителям государственной власти субъектов РФ;
- судам и правоохранительным органам, имеющим в производстве дела, связанные с объектами недвижимости и (или) их правообладателями;
- налоговым органам в пределах территорий, находящихся под их юрисдикцией;
- лицам, имеющим право на наследование имущества правообладателя по закону или по завещанию.

Орган, осуществляющий государственную регистрацию прав, обязан по запросу правообладателя предоставлять ему информацию о лицах, получивших сведения об объекте недвижимости, на который он имеет права.

Необходимо также четко различать в обозначении термина «регистрация» три значения этого понятия, а именно:

- регистрация непосредственно объекта недвижимости;
- регистрация прав на эту недвижимость;
- регистрация различных сделок с недвижимостью.

Вышеупомянутым Федеральным законом предусмотрена государственная регистрация прав на недвижимость и регистрация сделок с ней.

Непосредственная регистрация или учет объекта недвижимости, о чем говорится в п.2 ст. 131 ГК РФ, подразумевает специальную регистрацию или учет отдельных видов недвижимого имущества, которые осуществляются в случаях, предусмотренных законом. При регистрации прав на недвижимость сделка уже действует, и сама регистрация нужна для того, чтобы в результате исполнения этой сделки произошел переход прав на недвижимое имущество.

При регистрации сделок с недвижимостью сама регистрация необходима для вступления в юридическую силу самой сделки.

В ГК РФ предусмотрена необходимость регистрации сделок с недвижимостью, а именно:

- договор об ипотеке (залоге недвижимого имущества.) - ст. 339;

- договор продажи жилого дома, квартиры, а также их части - п. 2 ст. 558;
- договор продажи предприятия - п. 3 ст. 560;
- договор дарения недвижимого имущества - п. 3 ст. 574;
- договор ренты - ст. 584;
- договор пожизненного содержания с иждивением - ст. 601;
- договор аренды недвижимого имущества, но при условии, если он заключен на срок более одного года, - п.2 ст. 609, п.2 ст. 651 ГК РФ.

Государственная регистрация является единственным доказательством существования зарегистрированного права, и это право на недвижимое имущество может быть оспорено только в судебном порядке.

Анализируя этапы развития рынка недвижимости в нашей стране можно сделать вывод о том, что единого рынка объектов недвижимости (в том смысле, как они определены в Гражданском Кодексе) пока не существует. Правильнее, скорее, говорить о наличии рынков отдельных элементов недвижимого имущества (квартир, офисов, помещений производственного назначения).

Не выработано общегосударственной политики формирования правовых и экономических условий деятельности на рынке недвижимости:

- единая система государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним находится в стадии становления;
- в части определения состава и размеров сборов, тарифов арендной платы за землю и другую недвижимость, а также регулирования операций с ней господствует «местное право»;
- весьма незначительны гарантии прав добросовестного приобретателя недвижимого имущества, что способствует криминализации рынка недвижимости;
- условия деятельности на рынке недвижимости «непрозрачны», что, в частности, мешает эффективному определению рыночной стоимости объектов недвижимости.

Особенно сложная ситуация сформировалась на уровне муниципальных образований, где причиной сохранения монополии является неупорядоченность и сложность процедуры оформления прав на застройку земельных участков. Необходимо еще до начала строительства получить многочисленные согласования с различными подразделениями администрации и муниципальными предприятиями. В результате складывается неравенство экономических условий деятельности, ограничивается свободный доступ к земле и нарушается нормальный ход воспроизводства недвижимости.

Но, несмотря на все перечисленные проблемы, рынок недвижимости развивается, все больше объектов недвижимости вовлекаются в обо-

рот. В связи с этим возникают проблемы с определением рыночной стоимости различных типов недвижимости. Необходимо сразу же отметить, что оценка недвижимости, проводимая службами технической инвентаризации, определяет не рыночную стоимость объекта, а инвентаризационную.

Оценка недвижимости подразделяется на *массовую оценку* и *индивидуальную оценку* объектов.

Массовая оценка недвижимости – это оценка большого числа объектов недвижимости на конкретную дату с использованием стандартных методик и статистического анализа. При этом унифицируется процедура оценки большого числа объектов. При массовой оценке на заключительном этапе проверяется используемая для расчетов модель и контролируется качество получаемых результатов. При этом результаты, полученные с помощью модели массовой оценки, сравниваются с реальными ценами продаж и оцениваются отклонения уровня оценки по каждой группе аналогичных объектов.

Организация массовой оценки недвижимости, обеспечивающей установление ее налогооблагаемой (кадастровой) стоимости, в максимальной мере приближенной к категории «рыночная стоимость» недвижимости, создает основу реализации эффективной фискальной политики. Проведение такой крупномасштабной оценки недвижимости на основе рыночной методологии позволит снять существующую «деформацию» налогооблагаемых стоимостных характеристик объектов недвижимости, исчисленных на базе их «инвентаризационной» стоимости, обеспечить равновыгодные условия налогообложения для всех владельцев недвижимости. Массовая оценка недвижимости важна и для соответствующих государственных структур как представителей собственника недвижимости (государства) при реализации вещных прав собственника (продажа, передача в аренду или срочное пользование и т.п.).

Индивидуальная оценка недвижимости – это оценка конкретного объекта на определенную дату. Она необходима для защиты результатов оценки в судах, для определения стоимости объектов специального назначения и т.п. Индивидуальная оценка проводится в несколько этапов, объединенных в понятие «процесс оценки», на заключительном этапе которого осуществляется согласование результатов, полученных с использованием различных подходов к оценке недвижимости. Массовая оценка – приближенная, а индивидуальная – точная, полученная в результате тщательного анализа реальных данных об аналогах объекта оценки.

Индивидуальная и массовая оценки недвижимости не являются взаимозаменяемыми. Каждая из них имеет свою область применения. Если массовая оценка представляет собой одновременную оценку большой

группы объектов для налогообложения или для управления государственным недвижимым имуществом, индивидуальная оценка предназначена для оценки отдельных объектов недвижимости при реализации той или иной сделки с этими объектами (продажа, залог, аренда, дарение и т.д.). В дальнейшем нами будет рассматриваться методика индивидуальной оценки, но следует отметить, что и массовая оценка базируется на тех же методологических подходах.

3.3. Подходы и методы оценки недвижимого имущества

Для оценки всех видов недвижимости в оценочной деятельности возможно использование тех же трех подходов: доходного, сравнительного и затратного. С позиции затратного подхода стоимость недвижимости представляет собой стоимость затрат на создание аналогичного объекта. С позиции доходного подхода стоимость недвижимости определяется величиной будущих выгод владельца недвижимости. С позиции сравнительного подхода величина стоимости рассчитывается исходя из сопоставления цен недавних продаж сопоставимых объектов недвижимости.

Доходный подход в оценке недвижимости

Подход с точки зрения дохода представляет собой процедуру оценки стоимости исходя из того принципа, что стоимость имущества непосредственно связана с текущей стоимостью всех будущих чистых доходов, которые принесет данный объект (предприятие, имущественный комплекс и т.д.). Другими словами, инвестор приобретает приносящее доход имущество на сегодняшние деньги в обмен на право получать деньги в будущем от ее эксплуатации и от возможной последующей продажи. Измерение всех будущих доходов может быть осуществлено либо посредством *метода прямой капитализации*, либо посредством анализа *дисконтированного денежного потока*.

В основе данных методов лежит предпосылка, что стоимость недвижимости обусловлена способностью оцениваемого объекта генерировать потоки доходов в будущем. Различие в том, что при использовании метода капитализации доходов в стоимость недвижимости преобразуется доход за один временной период, а при использовании метода дисконтированных денежных потоков – доход от ее предполагаемого использования за ряд прогнозных лет, а также выручка от перепродажи объекта недвижимости в конце прогнозного периода.

Достоинства и недостатки методов определяются по следующим критериям:

- возможность отразить действительные намерения потенциального покупателя (инвестора);

- тип, качество и обширность информации, на основе которой проводится анализ;
- способность учитывать конкурентные колебания;
- способность учитывать специфические особенности объекта, влияющие на его стоимость (месторасположение, размер, потенциальная доходность).

Метод прямой капитализации применим к объектам со стабильными денежными потоками., которые если и возрастают, то устойчивыми, умеренными темпами. Результат по данному методу состоит как из стоимости зданий, сооружений, так и из стоимости земельного участка. Выделим основные этапы процедуры оценки методом капитализации.

Первый этап. Прогнозируется и оценивается *потенциальный валовой доход* (ПВД).

Потенциальный валовой доход – доход, который можно получить от недвижимости при 100%-ом использовании без учета всех потерь и расходов. ПВД зависит от площади оцениваемого объекта и установленной арендной ставки и рассчитывается по формуле:

$$ПВД = S \cdot C_a,$$

где S – площадь, сдаваемая в аренду, м²; C_a – арендная ставка за 1 м².

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

Арендные ставки бывают:

- контрактными (определяемыми договором об аренде);
- рыночными (типичными для данного сегмента рынка в данном регионе).



На сайте REALTY.IRK.RU средняя стоимость 1 кв.м./тыс.руб. иркутского рынка коммерческой недвижимости на 08.05.2007г. представлена следующим образом:

Назначение	Кировский район	Куйбышевский район	Октябрьский район	Свердловский район	Ленинский район
Склад (продажа)	-	-	20,71	4,6	-
Склад (аренда)	0,18	-	0,23	0,10	-
Магазин(продажа)	56,55	-	48,24	46,24	40,21
Магазин(аренда)	1,74	0,70	0,85	0,35	-
Офис(продажа)	56,45	-	46,72	43,92	-
Офис(аренда)	1,09	-	0,58	-	-

Все арендные договора делятся на три большие группы:

- с фиксированной арендной ставкой (в условиях экономической стабильности);

- с переменной арендной ставкой (пересмотр арендных ставок производится, как правило, в условиях инфляции);
- с процентной ставкой (к фиксированной арендной ставке добавляется процент от дохода арендатора от использования арендованного имущества).

Метод капитализации целесообразно использовать при фиксированной арендной ставке.

Второй этап. Оцениваются предполагаемые потери от недоиспользования объекта недвижимости, смены арендаторов и потери при сборе платежей. Уменьшение ПВД на величину потерь дает величину *действительного валового дохода* (ДВД), который определяется по формуле:

$$ДВД = ПВД - \text{потери.}$$

Помимо потерь от недоиспользования и при сборе платежей необходимо учесть прочие доходы, например, доход от сдачи в аренду автомобильной стоянки, склада, не включаемые в арендную плату.

Третий этап. 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:

- *постоянные фиксированные расходы;*
- *операционные переменные или эксплуатационные расходы;*
- *расходы на замещение или резервы.*

К первой группе относятся расходы, размер которых не зависит от степени эксплуатационной загруженности объекта и уровня предоставляемых услуг. Обычно это налоги на недвижимость, некоторые эксплуатационные расходы и страховка здания.

Ко второй группе относятся расходы, размер которых зависит от степени эксплуатационной загруженности объекта и уровня предоставляемых услуг. Для каждого вида недвижимости характерны некоторые отличия в составе переменных расходов, однако, следующие позиции имеют место практически для любого объекта:

- расходы на управление;
- расходы на заключение договоров аренды;
- заработная плата обслуживающему персоналу;
- коммунальные расходы – газ, электричество, вода, тепло, канализация;
- расходы на эксплуатацию и ремонт;
- расходы на содержание территории и автостоянки;
- расходы на обеспечение безопасности т.д.

Расходы на управление – имеют место независимо от того, кто управляет – сам владелец или управляющий по контракту. Величина расходов на управление определяется либо по фактическим затратам, либо в процентах от эффективного валового дохода в зависимости от типа недвижимости.

Расходы на заключение договоров аренды включают оплату агентов, ведение и сохранность договоров аренды. Для давно функционирующего объекта эти расходы могут быть включены в состав затрат на содержание. Однако для вновь вводимого в эксплуатацию объекта расходы на привлечение арендаторов и заключение первых договоров могут быть значительными и относиться к капитальным вложениям на развитие недвижимости.

Расходы на заработную плату включают оплату персонала, непосредственно занятого на содержании и эксплуатации объекта.

Расходы на коммунальные услуги определяются из прошлых объемов их потребления или из сравнительного анализа функционирования подобных объектов. При анализе этой статьи расходов следует обратить внимание на распределение оплаты коммунальных услуг между владельцем и арендатором.

Расходы на эксплуатацию и ремонт включают оплату мелкого текущего ремонта, окраску фасадов, ремонт инженерного оборудования здания. Сумма расходов на эксплуатацию и ремонт связана с суммой расходов на замещение. Чем больше сумма замещения, тем меньше расходов на ремонт.

Расходы на содержание территории и автостоянки целиком зависят от сложности эксплуатации и могут быть включены в арендную плату арендаторами, которые ими пользуются.

Расходы на обеспечение безопасности зависят от местных условий и размеров охраняемой недвижимости. В эту статью включают расходы на организацию пропускного режима, патрулирование, содержание охранных систем и оборудования.

Третья группа операционных расходов - расходы на замещение предусматривают периодическую замену быстроизнашивающихся элементов сооружения. Обычно к таким компонентам относят:

- кровлю, покрытие пола, а также другие строительные элементы с коротким сроком эксплуатации;
- санитарно-техническую и электроарматуру и приборы;
- механическое оборудование;
- пешеходные дорожки, подъездные дороги и т.п.

К этой же статье расходов относят расходы на косметический ремонт арендуемых помещений перед вселением нового арендатора, если ремонт оплачивает владелец.

Предполагается, что денежные средства резервируются на счете, хотя большинство владельцев недвижимости в действительности этого не делают. Если не учесть этот резерв, доход будет завышен.

Четвертый этап. Определяется прогнозируемый чистый операционный доход (ЧОД) посредством уменьшения ДВД на величину операционных расходов. Таким образом, ЧОД определяется по формуле:

$$\text{ЧОД} = \text{ДВД} - \text{операционные расходы}$$

Расчет прогнозируемого чистого операционного дохода от объекта недвижимости для целей оценки выполняется в виде составления структурированного отчета о доходах (табл.3.3).

Таблица 3.3

Составление реконструированного отчета о доходах

Потенциальный валовой доход		
Плановая аренда		xxxx
Прочие доходы		xxxx
Итого потенциальный валовой доход		xxxxxx
Недогрузка и потери при сборе арендной платы	-xxxx	
Действительный валовой доход		xxxx
Операционные расходы	-xxxx	
Постоянные		
Переменные	-xxxx	
Расходы на замещение	-xxxx	
Итого операционные расходы	-xxxx	
Чистый операционный доход		xxxxxx
Обслуживание долга	-xxxx	
Денежный поток до выплаты налогов		xxxxxx

Необходимо отметить, что при составлении структурированного отчета о доходах не учитываются:

- расходы, связанные с бизнесом, в том числе личные расходы владельца недвижимости;
- бухгалтерская амортизация, которая считается частью ставки капитализации, а не эксплуатационным расходом;
- подоходные налоги владельца (это налог на личный доход, который может зависеть от факторов (форма владения, состав прав собственности, налоговый статус владельца), не связанных с оцениваемой недвижимостью);
- капиталовложения в создание или реконструкцию недвижимости, так как они обычно увеличивают доход, общую стоимость или продлевают срок эксплуатации.

Необходимо также отметить, что обслуживание кредита является расходами по финансированию, а не операционными расходами, т.е. фи-

нансирование не должно оказывать воздействие на стоимость недвижимости, так как при оценке предполагается типичное финансирование, а не использование различных схем заимствований.

В случаях, когда недвижимость приобретается с привлечением заемных средств, оценщик в расчетах использует такой уровень доходов как денежный поток до уплаты налогов. Он равен чистому операционному доходу за вычетом ежегодных затрат на обслуживание долга.

Пятый этап. Рассчитывается *коэффициент капитализации*. Существует несколько методов определения последнего:

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

Коэффициент капитализации в оценке недвижимости состоит из двух элементов:

- ставки дохода на инвестиции (ставка дохода на капитал), которая является компенсацией, 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 наиболее распространенного *метода кумулятивного построения*:

Безрисковая ставка дохода + премия за риск вложения в недвижимость +
премия за низкую ликвидность недвижимости + премии за инвестиционный менеджмент

Безрисковая ставка дохода. Она используется в качестве базовой, к которой добавляются остальные (ранее перечисленные составляющие). Для определения безрисковой ставки можно пользоваться как западными показателями по безрисковым операциям, так и российскими. В случае использования западных показателей к безрисковой ставке (ставка доходности по долгосрочным правительственным облигациям на мировом рынке (США, Германия, Япония и т.д.) прибавляется премия за риск инвестирования в Россию, так называемый страновой риск. Такой расчет безрисковой ставки принят в современной практике оценки, но нарушает принцип доступности инвесторов к высоколиквидным активам, поскольку россий-

ские инвесторы не могут серьезно рассматривать в качестве альтернативы вложение капитала в долгосрочные правительственные облигации мирового рынка.

Российские показатели берутся исходя из ставки дохода на государственные облигации (например, еврооблигации) 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 вложения в недвижимость. В данном случае учитывается возможность случайной потери потребительской стоимости объекта и надбавка может быть принята в размере страховых отчислений в страховых компаниях высшей категории надежности. Чем большим является риск, тем выше должна быть величина процентной ставки.

Премия за низкую ликвидность. Ликвидность показывает, насколько быстро недвижимость может быть превращена в наличные деньги. Недвижимость относительно неликвидна. Особенно высока эта премия в странах, где слабо развита ипотека. Она может быть принята на уровне долларовой инфляции за типичное время экспозиции подобных оцениваемому объектов на рынке.

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

Метод определения капитализации с учетом возмещения капитальных затрат

Как уже отмечалось ранее, коэффициент капитализации (R) применительно к недвижимости включает ставку дохода на инвестиции (R_y) и норму возврата капитала.

Если сумма капитала, вложенного в недвижимость, останется неизменной и будет возвращена при ее перепродаже, нет необходимости в расчете нормы возврата.

Если прогнозируется изменение стоимости актива (уменьшение или рост), то возникает необходимость учета в коэффициенте капитализации возмещения капитала. Для возврата первоначальных инвестиций часть чистого операционного дохода откладывается в фонд возмещения с процентной ставкой.

Существует три способа возмещения инвестированного капитала:

- прямолинейный возврат капитала (*метод Ринга*);
- возврат капитала по фонду возмещения и ставке дохода на инвестиции (*метод Инвуда*). Его иногда называют аннуитетным методом;

– возврат капитала по фонду возмещения и безрисковой ставке процента (*метод Хоскольда*).

Необходимо обратить внимание на то, что:

Метод Ринга целесообразно использовать, когда ожидается, что поток доходов будет систематически снижаться, а возмещение основной суммы будет осуществляться равными частями. Годовая норма возврата капитала рассчитывается путем деления 100%-ной стоимости актива на остающийся срок полезной жизни (n), иначе говоря, она представляет собой величину, обратную сроку службы актива:

$$R = R_y + 1/n$$

Метод Инвуда применяется, когда ожидается, что в течение всего прогнозируемого периода будут получены постоянные равновеликие доходы. Одна их часть представляет собой доход на инвестиции, а другая обеспечивает возмещение или возврат капитала по ставке доходности инвестиции:

$$R = R_y + 1/m_3(n, Y) \text{ или } R = R_y + \frac{R_y}{(1 + R_y)^n - 1}$$

Метод Хоскольда используют в тех случаях, если ставка дохода, приносимая первоначальными инвестициями настолько высока, что становится маловероятным осуществление реинвестирования по той же ставке. Поэтому для реинвестируемых средств предполагается получение дохода по безрисковой ставке (R_f):

$$R = R_y + 1/m_3(n, Y_f) \text{ или } R = R_y + \frac{R_f}{(1 + R_f)^n - 1}$$

Метод связанных инвестиций или техника инвестиционной группы

Так как большинство объектов недвижимости покупаются с помощью заемного и собственного капитала, коэффициент капитализации должен удовлетворять требованиям доходности на обе части инвестиций. Величина данного коэффициента определяется методом связанных инвестиций или техникой инвестиционной группы. Коэффициент капитализации для заемных средств называется *ипотечной постоянной* (R_m) и рассчитывается по следующей формуле:

$$R_m = \frac{\text{Ежегодные выплаты по обслуживанию долга}}{\text{Основная сумма ипотечной ссуды (кредита)}}$$

Коэффициент капитализации для собственного капитала (R_e) рассчитывается по формуле

$$R_e = \frac{\text{Годовой денежный поток (ДП) до выплаты налогов}}{\text{Величина собственного капитала}}$$

Общий коэффициент капитализации определяется как средневзвешенное значение:

$$R = M \times R_m + (1 - M) \times R_e$$

где: М – доля заемных средств в стоимости.

Метод прямой капитализации

Существует еще один метод определения коэффициента капитализации – метод прямой капитализации. Основываясь на рыночных данных по ценам продаж и значений ЧОД сопоставимых объектов недвижимости, можно вычислить средний по аналогам коэффициент капитализации:

$$R = \frac{ЧОД_{анал}}{V_{анал}}$$

Определенный таким образом, он называется «общим». Вышеприведенная формула используется в том случае, если перепродажа актива производится по цене, равной сумме первоначальных инвестиций и, следовательно, нет необходимости включать в коэффициент капитализации надбавку за возмещение капитала, а также, если прогнозируется поступление равновеликих доходов. При этом существует одна сложность – информация по ЧОД и ценам продаж относится к категории «непрозрачной» информации.

Шестой этап. На последнем этапе метода капитализации доходов стоимость недвижимого имущества определяется посредством деления величины прогнозируемого чистого операционного дохода (результат четвертого этапа) на коэффициент капитализации (результат пятого этапа).

$$V = \frac{ЧОД}{\text{Коэффициент}_\text{ капитализации}(R)}$$

Преимущества метода капитализации доходов заключаются в том, что этот метод непосредственно отражает рыночную конъюнктуру, так как при его применении анализируются с точки зрения соотношения дохода и стоимости, как правило, большое количество сделок с недвижимостью, а также при расчете капитализируемого дохода составляется гипотетический отчет о доходах, основной принцип построения которого – предположение о рыночном уровне эксплуатации недвижимости.

Недостатки метода капитализации доходов состоят в том, что применение его затруднительно, когда отсутствует информация о рыночных сделках, и метод не рекомендуется использовать, если объект не достроен, не вышел на уровень стабильных доходов или требует серьезной реконструкции.

Метод дисконтированных денежных потоков (ДДП) более сложен, детален и позволяет оценить объекты, имеющие нестабильные потоки доходов и расходов, а также если эти потоки носят сезонный характер, объект недвижимости является крупным многофункциональным коммерческим, строится или только что введен в действие. Этот метод применяется для определения текущей стоимости тех будущих доходов, которые принесут использование объекта недвижимости и возможная его продажа.

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

1. Составляется прогноз потока будущих доходов и расходов в период владения объектом недвижимости. Для России реальный срок, на который можно сделать обоснованный прогноз – 3-5 лет, при этом необходимо тщательно проанализировать финансовую отчетность по объекту, изучить текущее состояние рынка недвижимости и динамику изменения его основных характеристик.

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 (методом кумулятивного построения или на основе мониторинга рынка недвижимости и происходящих на нем сделках).

4. Производится приведение будущей стоимости доходов в период владения и прогнозируемой стоимости реверсии к текущей стоимости. Таким образом:

$$\begin{array}{l} \text{Стоимость} \\ \text{недвижимого} \\ \text{имущества} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Текущая стоимость} \\ \text{периодического по-} \\ \text{тока дохода} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Текущая} \\ \text{стоимость} \\ \text{реверсии} \end{array}$$

Преимущества метода дисконтирования денежных потоков в оценке недвижимости:

- учитывает динамику рынка;
- применим в условиях нестабильного рынка;
- учитывает неравномерную структуру доходов и расходов;
- применим для объектов, находящихся на стадии строительства или реконструкции.

Однако метод довольно сложен в применении, к тому же высока вероятность ошибки в прогнозировании, неточность увеличивается в процессе преобразования прогнозируемых доходов в текущую стоимость.

Итак, доходный подход оценивает стоимость недвижимости в данный момент как текущую стоимость будущих денежных потоков, т.е. отражает:

- качество и количество дохода, который объект недвижимости может принести в течение своего срока службы;
- риски, характерные как для оцениваемого объекта, так и для региона.

Сравнительный подход в оценке недвижимости

Оценка недвижимости в рамках сравнительного подхода заключается в том, что стоимость оцениваемого объекта определяется исходя из стоимости аналогичных объектов на рынке.

Сравнительный (рыночный) подход представлен:

- *методом сравнения продаж;*
- *методом валового рентного мультипликатора.*

Метод сравнения продаж 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 инвестор не заплатит за данный объект больше стоимости недвижимости аналогичной полезности. Данный метод является объективным лишь в случае наличия достаточного количества сопоставимой и достоверной информации по недавно прошедшим сделкам. Вследствие этого требования обусловлены трудности использования метода сравнения продаж, так как, во-первых, не существует двух абсолютно подобных объектов недвижимости. Во-вторых, трудность связана с закрытостью информации о реальной цене продаж сопоставимых объектов.

Этот метод требует базы данных по совершённым сделкам, включающей информацию об условиях и ценах сделок, продавцах и покупателях. Для анализа сделок, произведенных с объектами, сопоставимыми с оцениваемым, необходимо выявить сегмент рынка недвижимости, для которого эти объекты типичны.

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

- характерный для данного сегмента срок экспозиции, позволяющий выявить нетипичные (завышенные или заниженные) цены продаж;
- независимость субъектов сделки (родственные отношения, дочерние компании, отягощение залогом, имущество умерших лиц, предстоящее отчуждение и т.д.) ;

– инвестиционная мотивация (наилучшее и наиболее эффективное использование, степень износа).

Метод сравнения продаж включает несколько этапов:

1. *Выбор объектов недвижимости - аналогов.* Для более объективной оценки необходим анализ не менее 3-5 сопоставимых продаж.

Сравнение и сопоставление оцениваемого объекта с объектами-аналогами производятся по двум компонентам:

- единицам сравнения;
- элементам сравнения.

На практике разные сегменты рынка недвижимости используют разные единицы сравнения.

При анализе продаж застроенных участков обычно используются следующие единицы сравнения:

- цена за 1 кв.м общей площади здания или сооружения (применяется часто, хотя единица сравнения достаточно неопределенна, не учитывает в достаточной степени потребительские качества собственности);
- цена за 1 кв.м чистой (полезной) площади, подлежащей сдаче в аренду (не учитывает площадь коридоров, лифтов);
- цена за 1 куб.м здания или сооружения применяется для таких объектов, как элеваторы, наливные хранилища, промышленные корпуса и т.д.;
- цена за единицу, приносящую доход – в спортивных комплексах, ресторанах, театрах – это одно посадочное место, а в гаражах и автостоянках – место парковки одного автомобиля.

После выбора единиц сравнения необходимо определить основные показатели (элементы) сравнения, используя которые, можно смоделировать стоимость оцениваемого объекта недвижимости посредством необходимых корректировок цен продажи сравнимых объектов недвижимости.

Исходя из этого формулируется основное правило корректировок при реализации метода сравнения продаж:

Корректируется цена продажи сравнимого объекта. Оцениваемый объект никогда не подвергается корректировкам.

В оценочной практике принято выделять девять основных элементов сравнения, которые должны анализироваться в обязательном порядке (табл.3.4).

К необязательным элементам можно отнести доступ к объекту недвижимости, права на прибрежную полосу, экологические условия и т.д.

Таблица 3.4

Характеристика основных элементов сравнения объектов недвижимости

<i>Элемент сравнения</i>	<i>Цель сравнения</i>	<i>Результат сравнения</i>
Переданные права собственности	Определение юрисдикции объекта, наличия или отсутствия дополнительных прав собственности	Положительная (отрицательная) корректировка рыночной стоимости объекта на величину стоимости дополнительных прав
Условия финансовых расчетов при приобретении недвижимости	Установление варианта расчетов: – на дату продажи собственными средствами покупателя – привлечение покупателем кредитных ресурсов – ипотечный кредит, т.е. финансирование сделки продавцом под залог недвижимости	Корректировка отсутствует, так как расчет произведен по текущей стоимости денег на дату продажи Корректировка цены продажи на величину платы за кредит Корректировка цены продажи на дисконтирование денежных потоков ипотечного кредита при рыночной норме процента
Условия продажи («чистота сделки»)	Выявление нетипичной, исключительной мотивации продавца (скрытый дефект объекта, неблагоприятный прогноз по недвижимости или месту расположения, отрасли, срочная потребность в деньгах) и покупателя (монопольные, аффилированные, родственные интересы)	Корректировка рыночной стоимости с учетом мотивации
Динамика сделок на рынке (дата продажи)	Анализ влияния фактора времени на динамику уровня цен по объектам	Корректировка рыночной стоимости на фактор времени через индексы инфляции, дефляции и хронологию цен на объекты, строительные материалы, конструкции и строительно-монтажные работы
Местоположение	Определение пространственно-территориальных координат размещения	Изменение стоимости на ренту (внешние природно-климатические условия, мощность месторождений полезных ископаемых, плодородие почв, близость к транспортным магистралям, коммуникациям, экология)
Физические характеристики	Исследование полезности, внутренних характеристик и свойств	Учет возраста, физического состояния, архитектуры, дизайна, строительных материалов и конструкций
<i>Экономические характеристики</i>	Изучение доходности	Корректировка стоимости на условия и сроки аренды, арендный доход, дополнительные расходы на оплату отопления, электроэнергии, водоснабжения
<i>Отклонение от целевого использования</i>	Характеристика существа и величины отклонения (переоборудование, изменение профиля)	Корректировка на положительные или отрицательные результаты отклонения
<i>Наличие движимого имущества</i>	Выявление в составе объекта самостоятельного движимого имущества, не являющегося его неотъемлемой частью	Уменьшение стоимости объекта на стоимость отторгаемого движимого имущества

2. Оценка поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости единица сравнения.

Поправками называются корректировки, вводимые 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, условия продаж. Желательно в качестве аналогов не использовать объекты, отличающиеся от оцениваемого по этим характеристикам. При отсутствии такой возможности поправки на эти характеристики следует вносить в первую очередь.

Как уже упоминалось, объектом корректировки является цена продажи сопоставимого объекта недвижимости. Если элемент сопоставимой продажи превосходит по качеству тот же элемент в оцениваемом объекте, то делается минусовая поправка, если же уступает, то вносится плюсовая поправка. В зависимости от отношения к цене единицы сравнения поправки делятся на процентные и стоимостные. Сначала вносят процентные поправки, затем денежные, причем процентные должны вноситься в строгой последовательности (по важности элементов сравнения).

Существуют следующие основные методы расчета поправок:

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

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

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

Экспертные методы расчета и внесения поправок. Эти методы основаны на субъективных представлениях оценщика о преимуществах или

недостатках оцениваемого объекта по сравнению с аналогом. Эти поправки рассчитываются как процентные.

3. *Расчет стоимости всего объекта недвижимости посредством умножения стоимости единицы сравнения на их количество.*

При наличии достаточного количества достоверной информации о недавних продажах подобных объектов данный метод позволяет получить результат, максимально близко отражающий отношение рынка к объекту оценки.

Метод валового рентного мультипликатора. Валовой рентный мультипликатор – это отношение продажной цены к потенциальному или к действительному валовому доходу.

Этот метод осуществляется в три этапа:

1. Оценивается рыночный валовой (действительный) доход от оцениваемой недвижимости.

2. Определяется отношение валового (действительного) дохода к продажной цене аналогов, исходя из недавних рыночных сделок.

3. Рассчитывается вероятная стоимость оцениваемого объекта посредством умножения рыночного валового дохода от оцениваемого объекта на усредненное (средневзвешенное) значение валового рентного мультипликатора.

$$V = ПВД \times ВРМ_{анал} = ПВД \times \frac{V_{анал}}{ПВД_{анал}},$$

где V – вероятная цена продажи оцениваемого объекта;

ПВД – валовой доход оцениваемого объекта;

$ВРМ_{анал}$ – валовой рентный мультипликатор;

$V_{анал}$ – цена продажи аналога;

$ПВД_{анал}$ – потенциальный валовой доход аналога.

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

Метод достаточно прост, но может применяться только в условиях развитого и активного рынка недвижимости, не учитывает вполне вероятную разницу в чистых операционных доходах сравнимых объектов и разницу в рисках или нормах возврата капитала. В связи с этим возможно использовать модифицированный расчет по усредненному коэффициенту капитализации, как отношению $ЧОД_{анал}$ к ценам продаж аналогичных объектов.

Итак, преимуществами сравнительного подхода являются:

– В итоговой стоимости отражается мнение типичных продавцов и покупателей.

– В ценах продаж отражается изменение финансовых условий и инфляция.

– Статически обоснован.

– Вносятся корректировки на отличия сравниваемых объектов.

– Достаточно прост в применении и дает надежные результаты.

Недостатками сравнительного подхода являются:

– Различия продаж.

– Сложность сбора информации о практических ценах продаж.

– Проблематичность сбора информации о специфических условиях сделки.

– Зависимость от активности и стабильности рынка.

– Сложность согласования данных о существенно различающихся продажах.

Затратный подход в оценке недвижимости

Подход с точки зрения затрат основан на предположении о том, что затраты на строительство здания и затраты на приобретение участка и его подготовку к строительству являются приемлемым ориентиром для определения стоимости недвижимого имущества. Особенно это касается случаев:

– когда оцениваются новые или недавно построенные объекты;

– когда необходим анализ наилучшего и наиболее эффективного использования земельного участка;

– когда необходимо технико-экономическое обоснование нового строительства;

– для оценки объектов незавершенного строительства;

– для оценки в целях страхования;

– если ощущается недостаток информации для использования других подходов к оценке.

В силу ограничений методов сравнительного и доходного подходов затратный подход получил широкое применение, ведь существует целый ряд объектов недвижимости, которые трудно оценить с помощью метода сравнения продаж или капитализации. К ним относятся школы, больницы, здания почты и т.д. Для таких зданий трудно найти данные о продажах сравнимых объектов. Кроме того, предназначение этих сооружений не направлено на получение дохода. Аналогичная ситуация может сложиться на рынке уникальных объектов, которые продаются очень редко или вообще не продаются. Единственный способ получить в этих случаях представление о величине рыночной стоимости – применение затратного подхода.

Необходимое условие для использования затратного подхода – достаточно детальная оценка затрат на строительство идентичного (аналогичного) объекта с последующим учетом износа оцениваемого объекта.

Рассмотрим этапы данного подхода.

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

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

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 расчет восстановительной стоимости не представляется возможным или целесообразным, то 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.

В основе определения восстановительной стоимости или стоимости замещения лежит расчет затрат, связанных со строительством объекта и сдачей его заказчику. Определение *полной стоимости* строительства включает расчет:

– *прямых издержек* (стоимости строительных 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* 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, все виды налогов и затраты на отвод земельного участка;

– *предпринимательского дохода (прибыли застройщика).*

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% затрат на строительство.

В зависимости от цели оценки и необходимой точности расчета существует несколько способов определения восстановительной стоимости:

- метод сравнительной единицы;
- метода укрупненных обобщенных показателей стоимости;
- метод укрупненных элементных показателей стоимости (метод разбивки на компоненты);
- метод единичных расценок.

Метод сравнительной единицы относится к наиболее оперативным и обеспечивающим приемлемую точность порядка 15-20%.

Метод основан на сравнении стоимости единицы потребительских свойств (1 место стоянки в гараже, 1 кв.м (1 куб.м) площади и т.п.) оцениваемого объекта со стоимостью аналогичной единицы измерения подобного типового сооружения.

Стоимость типового строительства в данном методе определяется из выражения:

$$CC = C_{1n} \times K ,$$

где CC – стоимость строительства;

C_{1n} – стоимость единицы потребительских свойств;

K – количество единиц потребительских свойств на объекте.

В результате корректировки стоимости типового объекта на условия рынка и физические различия с объектом оценки определяется искомая величина рыночной стоимости. В качестве типового сооружения лучше всего использовать подобное, недавно построенное сооружение, для которого известна договорная цена строительства.

В большинстве случаев применения данного метода для определения стоимости единицы потребительских свойств используются показатели единичных стоимостей, взятые из специальных справочников и ценников. Такие справочники регулярно выпускаются и содержат статистические данные по рынку недвижимости (например по рынку строительства жилья Иркутской области - табл.3.5).

К нормативной базе *метода укрупненных обобщенных показателей стоимости* относятся сборники УПВС (укрупненные показатели восстановительной стоимости зданий и сооружений), содержащие данные о восстановительной стоимости типовых объектов (табл. 3.6).

Таблица 3.6

Укрупненные показатели восстановительной стоимости отдельных видов имущества предприятия

Вид имущества	Укрупненный показатель восстановительной стоимости	Примерная оценочная стоимость единицы укрупненного показателя, тыс.руб.
Здание промышленное производственное	1 куб.м	15-17
Административное здание	1 куб.м 1 кв.м	12-15 5-10
Магазин	1 кв.м торгового зала 1 кв.м подсобных помещений	8-10 5-7
Здание социально-бытового назначения	1 кв.м	7-10
Трубопровод	1 км	1500-3000
Автомобильная дорога	1 км	2000-2500
Емкость	1 т	12-15
Стенд испытательный	1 кв.м	15-120

Метод укрупненных элементных показателей стоимости характеризуется относительной погрешностью расчетов в пределах 10%.

Сущность метода заключается в расчете стоимости строительства как суммы стоимостей возведения основных элементов здания: фундаментов, стен, перекрытий, крыши, инженерного оборудования и т.д. Эти стоимости определяются по справочным данным об укрупненных стоимостях частей зданий и видов работ. Объемы работ (конструктивных элементов) определяются по проектной документации или по данным обмера при техническом обследовании.

Определение стоимости первым способом – суммирование по видам работ выполняется по формуле:

$$CC = I \times \sum_{i=1}^n C_i \times V_i + KI',$$

где I – индекс удорожания стоимости строительства на весь комплекс работ по зданию. Источником регулярно обновляемой информации по текущим индексам, как правило, являются ежемесячные бюллетени Региональных центров по ценообразованию в строительстве. Также информация об индексах цен в строительстве ежеквартально публикуется в бюллетенях фирмы КО-ИНВЕСТ и в письмах администрации Иркутской области «О ценах в строительстве» (приводятся данные письма от 19 января 2007г. N 02-04-65/7 – табл. 3.7);

Таблица 3.5

Стоимость строительства 1 кв.м общей площади квартир жилых домов (тыс. руб.) с НДС

Период	Средняя стоимость 1 кв.м	В жилых домах серии 114	В жилых домах серии 163.04	В жилых домах в деревянном исполнении	В индивид. жилых домах в кирпичном исполнении 5-эт.	В индивид. жилых домах в кирпичном исполнении 10-эт.
2001г. 1 квартал	7,822	7,135	8,546	4,501	8,978	10,105
2002г. 1 квартал	8,580	7,873	8,896	5,081	9,461	11,233
2003г. 1 квартал	12,351	11,430	13,108	7,446	14,286	16,109
2004г. 1 квартал	15,081	13,833	17,311	8,783	17,410	19,260
2005г. 1 квартал	18,534	17,075	19,800	10,707	21,723	24,293

Период	Средняя стоимость 1 кв.м	В жилых домах серии 114	В жилых домах в деревянном исполнении	В индивид. жилых домах в кирпичном исполнении 5-эт.(рамно-связевый монолитный каркас, навесные стены из кирпича)
2006г. 1 квартал	18,512	18,702	11,179	17,762
2 квартал	19,070	19,273	11,705	18,259
3 квартал	19,439	19,620	12,045	18,697
4 квартал	19,837 (2,0%)	20,029 (2,1%)	12,492 (3,7%)	19,071 (2,0%)

Таблица 3.7

Расчетные индексы изменения сметной стоимости строительно-монтажных работ (к сметно-нормативной базе 1991г.) (с НДС)

Период	Промышленно - гражданское строительство	Жилищное строительство			
		в среднем по отрасли	кирпичные здания	панельные здания	деревянные здания
1991г.....	2,65...				
2001г.	23,250	21,231	19,997	25,443	14,948
2002г.	28,199	25,490	24,242	29,255	18,300
2003г.	36,277	30,832	30,370	34,530	22,677
2004г.	43,17	37,47	36,74	42,59	26,19
2005г.	51,17	43,89	43,25	48,16	30,80
2006г.	56,61	48,06	47,39	52,25	33,51
1 квартал	53,94	46,26	45,68	50,66	31,60
2 квартал	55,57	47,56	47,01	51,93	33,08
3 квартал	57,90	48,70	47,93	52,65	34,04
4 квартал	59,04 (2,0%)	49,71 (2,1%)	48,92 (2,1%)	53,75 (2,1%)	35,31 (3,7%)

C_i – укрупненный показатель стоимости на вид работ, определяется по сборникам УПБС ВР (укрупненные показатели базовой стоимости на виды работ);

V_i – объем вида работ;

n – количество видов работ;

$KИ'$ – косвенные издержки, не учитываемые нормативами прочих затрат

Определение стоимости вторым способом – суммирование по частям здания выполняется по формуле:

$$CC = И \times \sum_{i=1}^m C_i \times V_i + KИ',$$

где - C_i – укрупненный показатель стоимости на конструкцию, часть здания, вид работ на все здание, например стоимость возведения всего фундамента. Определяется по сборникам сметных норм на здания и сооружения.

m – количество частей здания.

Выполнение сметного расчета с использованием данного метода требует от исполнителя профессиональных навыков в сметном деле.

Метод единичных расценок обладает наибольшей точностью расчета – до 5%. Техника применения этого метода заключается в разработке полной сметы на строительство оцениваемого объекта с применением единичных расценок, или анализе и переработке оценщиком существующих смет на данное здание. Основой для применения метода являются подробные сводки объемов строительно-монтажных работ. Известно несколько разновидностей метода единичных расценок: ресурсный, базисно-индексный и их разновидности – базисно-компенсационный, ресурсно-индексный и др.

Ресурсный метод представляет собой калькулирование в текущих ценах и тарифах элементов затрат (ресурсов), необходимых для реализации проектного решения. Объемы материальных ресурсов определяются либо из проектных материалов, либо в результате обмерных работ, затраты труда и длительность эксплуатации машин и механизмов находятся по нормативным данным, а стоимость единицы объема каждого ресурса принимается рыночная.

Стоимость строительства в данном случае определяется по формуле:

$$CC = CC_{\text{смет}} + KИ,$$

где $CC_{\text{смет}}$ – сметная стоимость строительства:

$$CC_{\text{смет}} = C_{\text{СМР}} + C_{\text{об}} + ПрЗ,$$

где $C_{\text{СМР}}$ – стоимость строительно-монтажных работ;

$C_{\text{об}}$ – затраты на приобретение (изготовление) оборудования, мебели, инвентаря;

ПрЗ – прочие затраты (относятся к деятельности заказчика и подрядчика).

В настоящее время разработано достаточное количество программных продуктов для составления смет, однако в практической оценочной деятельности ресурсный метод применим ограниченно, так как он предполагает скрупулезное и трудоемкое определение объемов СМР и расходов строительных материалов.

Базисно-индексный метод основан на использовании системы текущих и прогнозируемых индексов в отношении к стоимости, определяемой в базисном уровне. Приведение в уровень текущих цен производится путем перемножения базисной стоимости по видам работ или технологическим элементам структуры затрат по строкам сводной сметы на действующий индекс. При этом смета преобразуется в структуру затрат по ценообразующим факторам на основе локальных смет, а стоимость строительства определяется из выражения:

$$CC = I \times CC_{\text{смет}} + KI ,$$

где $CC_{\text{смет}}$ – сметная стоимость строительства в базисном уровне цен;

I – индекс цен к базисному уровню на весь комплекс работ по зданию.

Этот метод предполагает использование данных проектно-сметной документации и применение системы директивных корректирующих коэффициентов пересчета (дефляторов) от цен базовых лет (в России – 1969, 1984, 1991, 2001гг.) к текущим ценам, рекомендованных региональными центрами по ценообразованию в строительстве. При этом могут использоваться как интегральные коэффициенты пересчета для различных типов зданий, так и коэффициенты пересчета, отдельно учитывающие удорожание материалов, основной заработной платы и эксплуатации машин и механизмов.

Общий индекс на весь комплекс работ по зданию определяется из данных о стоимости СМР, определенных с использованием индексов удорожания по элементам затрат, т.е. $С_{\text{мат}} \times I_{\text{мат}} + С_{\text{зп}} \times I_{\text{зп}} + С_{\text{эм}} \times I_{\text{эм}}$ (пример таблица 3.8, где индексы рассчитаны для южных районов Иркутской области, учитывают полный комплекс строительного-монтажных работ и предназначены для укрупненных расчетов стоимости строительства базисно-индексным методом, подготовки тендерной документации и общеэкономических расчетов в инвестиционной сфере).

Базисно-индексный метод при наличии готовых смет представляется наиболее приемлемым для практического применения. Однако он также требует знания некоторых тонкостей сметного дела и при его использовании желательно привлечение соответствующих специалистов.

Ресурсно-индексный метод – это сочетание ресурсного метода с системой индексов на ресурсы, используемые в строительстве.

Базисно-компенсационный метод – суммирование стоимости, численной в базисном уровне сметных цен, и определяемых расчетами дополнительных затрат, связанных с изменением цен и тарифов на используемые ресурсы в процессе строительства.

Необходимо учитывать, что до наступления стабилизации экономической ситуации и формирования соответствующих рыночных структур наиболее приоритетными методами расчета сметной стоимости строительства являются ресурсный и ресурсно-индексный. В практической деятельности экспертов большей популярностью пользуется базисно-индексный метод.

Второй этап. Определение износа зданий и сооружений

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

Термин «износ» в теории оценки понимается как утрата полезности объекта, а, следовательно, и его стоимости по различным причинам, а не только вследствие фактора времени. Этот термин в ином смысле употребляется в бухгалтерском учете, где под износом понимается механизм переноса издержек на себестоимость продукции на протяжении нормативного срока службы объекта. Поэтому оценочный износ может не соответствовать возрасту улучшений, а бухгалтерский всегда пропорционален ему.

В зависимости от причин, вызывающих потерю стоимости, износ подразделяют на три типа:

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.

Таблица 3.8

Индексы по статьям затрат на СМР (к сметно-нормативной базе 1991 г.) без НДС и структура стоимости СМР (%)

Период	Прямые затраты			Накладные расходы	Сметная прибыль
	Материалы, изделия, конструкции	Оплата труда	Эксплуатация машин		
2006 г.1 квартал	40,35	64,95	41,22	54,35	55,25
2 квартал	40,83	68,88	41,71	57,64	58,60
3 квартал	43,12	70,53	43,13	59,02	60,01
4 квартал	43,55	75,27	46,03	62,99	64,04
Структура стоимости строительно-монтажных работ (%)					
2006 г.1 квартал	63,5	10,2	6,8	12,1	7,4
2 квартал	62,7	10,6	6,7	12,4	7,6
3 квартал	63,5	10,3	6,6	12,1	7,5
4 квартал	63,2	10,4	6,6	12,2	7,6

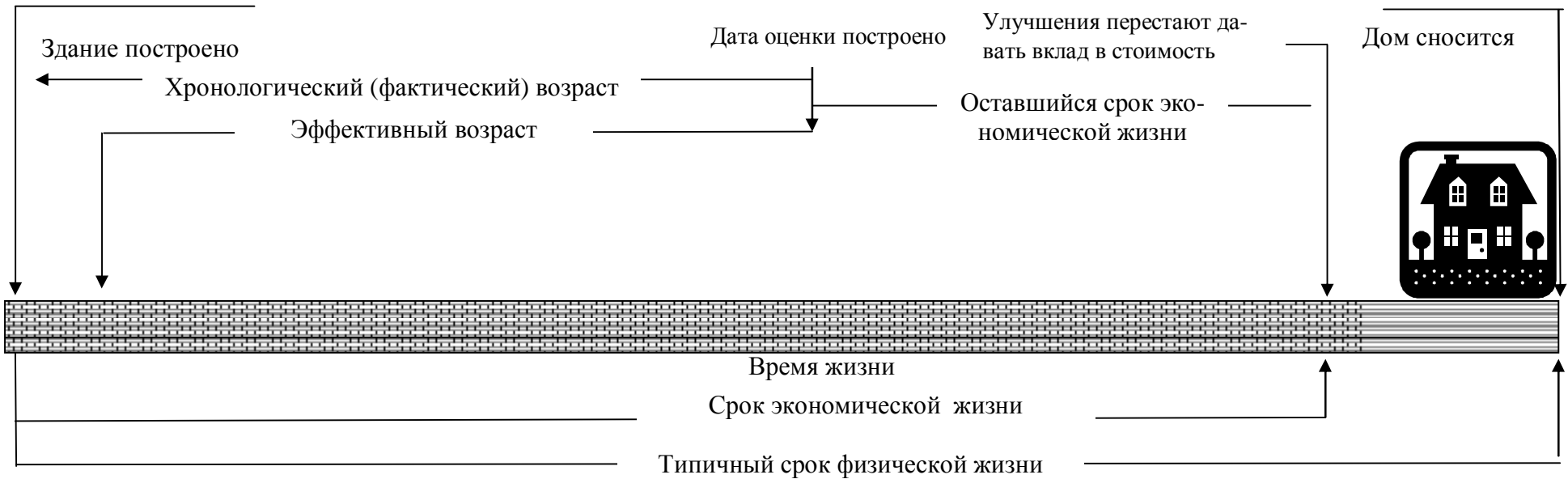


Рис. 3.2. Периоды жизни здания и характеризующие их оценочные показатели [33]

Внешнее (экономическое) устаревание характеризуется потерей стоимости актива, вызванной внешними факторами, например изменениями, понизившими спрос, или возросшей конкуренцией.

В практике оценки применяется несколько методов определения износа и сооружений. Основные из них:

- метод срока жизни;
- метод разбивки.

Определение износа объекта *методом срока жизни*. При применении этого метода оперируют следующими понятиями (рис. 3.2).

1. Срок экономической жизни (ЭЖ) – это временной отрезок, в течение которого объект (здание) можно использовать, извлекая прибыль. В этот период улучшения вносят вклад в стоимость объекта. Срок экономической жизни объекта заканчивается, когда производимые улучшения перестают вносить вклад в его стоимость вследствие общего устаревания объекта.

2. Срок физической жизни объекта (ФЖ) – это период времени, в течение которого здание существует. Срок физической жизни заканчивается сносом здания.

3. Эффективный возраст (экспертно оцениваемый) (ЭВ) основан на оценке внешнего вида объекта с учетом его состояния. Этот возраст может быть меньше, чем его действительный возраст, а может быть и больше, чем реальный возраст.

4. Срок оставшейся экономической жизни здания составляет период от даты оценки и до окончания экономической жизни объекта.

5. Нормативный срок службы – это определенный нормативными актами срок службы зданий и сооружений.

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

$$\frac{И}{ВС} = \frac{ЭВ}{ЭЖ},$$

где И - накопленный износ, (руб.)

ВС - восстановительная стоимость, стоимость нового строительства (руб.);

Эта формула может быть записана следующим образом:

$$\frac{ЭВ}{ЭЖ} = \text{Процент износа восстановительной стоимости}$$

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

Метод разбивки заключается в учете всех видов износа, к которым относятся:

- устранимый физический износ;
- неустранимый физический износ;
- устранимый функциональный износ;
- неустранимый функциональный износ;
- внешний (экономический) износ (как правило неустранимый).

Устранимый износ – это износ, устранение которого физически возможно и экономически целесообразно, т.е. производимые затраты на устранение того или иного вида износа способствуют повышению стоимости объекта в целом. Напротив, если затраты на исправление больше, чем добавляемая стоимость, то износ относится к *неустранимому*. Клиенты оценщиков часто требуют, чтобы список восстановимых элементов вместе с расчетом издержек восстановления включался в отчет об оценке.

В соответствие с этим методом совокупный износ определяется как :

$$СИ = \text{Физ.И} + \text{Функ.И} + \text{Вн.И}$$

Определение (оценка) физического износа. На практике одним из простейших и в то же время приближенных способов оценки физического износа здания (сооружения) является его определение с использованием сопоставления фактического срока эксплуатации здания (элемента) с нормативным:

$$I_{\text{физ}} = \frac{t}{T} \times 100\%$$

где $I_{\text{физ}}$ – износ сооружения;

t, T – соответственно фактический и нормативный сроки эксплуатации.

Но определение физического износа по такой формуле является не точным, дает приближенное значение.

При расчете физического износа *экспертным методом*, эксперт путем осмотра определяет процент износа каждого элемента здания, а затем соответственно величину износа в стоимостном выражении (табл.3.9).

Таблица.3.9

Определение физического износа

Элемент здания	Восстановительная стоимость, руб.	×	Износ, %	=	Накопленный износ, руб.
1. Фундамент					
2. Энергосистема					
3.

При разделении физического износа на устранимый и неустранимый, общая величина физического износа определяется их суммированием.

Устранимый физический износ обычно относят на счет плохой эксплуатации, поэтому его называют также отложенным ремонтом. Предполагается, что типичный покупатель произведет немедленный ремонт, чтобы восстановить нормальные эксплуатационные характеристики сооружения (косметический ремонт, восстановление участков протекающей кровли, ремонт инженерного оборудования и тому далее), при этом предполагается, что элементы восстанавливаются до нового или практически нового состояния. Величина исправимого физического износа равна стоимости восстановления элемента здания до состояния нормальной эксплуатации, т.е. сумме ремонтно-строительных работ по устранению повреждений..

Неустранимый физический износ соответствует позициям, исправление которых в настоящее время практически невозможно или экономически нецелесообразно. Величина этого типа износа определяется по формуле:

$$\text{Физ.И}_{\text{неустр.}} = \text{ЭВ} / \Phi \text{ Ж.}$$

Определение (оценка) функционального износа. Функциональный износ, так же как и физический, бывает устранимым и неустранимым. Критерий отнесения износа к устранимому или неустранимому такой же, как и в случае с физическим износом. Соответственно стоимость устранимого функционального износа определяется как затраты, целесообразные с точки зрения их вклада в будущий доход от эксплуатации объекта.

Устранимый функциональный износ вызывается:

- недостатками, требующими добавления элементов;
- недостатками, требующими замены или модернизации элементов;
- «сверхулучшениями».

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

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

К «сверхулучшениям» относят позиции и элементы сооружения, наличие которых в настоящее время неадекватно современным требованиям рыночных стандартов. Устранимый функциональный износ за счет «сверхулучшений» измеряется как текущая восстановительная стоимость пози-

ции сверхулучшений, минус физический износ, плюс стоимость демонтажа и минус возврат материалов, если он имеет место.

Понятие «сверхулучшений» тесно связано с сегментом рынка недвижимости, где одни и те же улучшения могут быть признаны как соответствующими конкретному сегменту, так и избыточными с точки зрения типичного пользователя.

Неустранимый функциональный износ может быть вызван как недостатком, так и избытком качественных характеристик объектов оценки. При недостатке он измеряется, в частности, потерями в сумме арендной платы при сдаче в аренду данного объекта.

Неустранимый функциональный износ рассчитывается следующим образом:

Функ.И = Потери в арендной плате (за месяц) × Мультипликатор валовой месячной арендной платы (ВРМ), характерный для данного типа недвижимости.

Определение (оценка) экономического износа. Внешний (экономический) износ – это обесценение объекта, обусловленное негативным по отношению объекта оценки влиянием внешней среды: рыночной ситуации, накладываемых сервитутов на определенное использование недвижимости, изменений окружающей инфраструктуры и законодательных решений в области налогообложения, общим упадком района, неудачным местоположением объекта и т.д. Если физический и в определенной степени функциональный износ можно устранить путем реконструкции или модернизации здания, то износ внешнего воздействия в большинстве неустраним. Он традиционно рассчитывается двумя способами:

– *методом связанных пар продаж.* Сравняются два сопоставимых объекта, один из которых имеет признаки внешнего износа, а другой – нет. Разница в ценах продаж трактуется как внешний износ;

– *методом капитализации рентных потерь* с использованием валового рентного мультипликатора. Осуществляется сравнение доходов от арендной платы сопоставимых объектов, причем один подвергается негативному внешнему воздействию, а другой – нет. Таким образом, внешний износ определяется по формуле:

$$Вн.И = Потери в арендной плате \times ВРМ$$

или

$$Вн.И. = (ЧОД_{безВн.И} - ЧОД_{с\ Вн.И}) / R,$$

где R – норма капитализации для зданий.

Выявление и оценка всех возможных видов износа – это накопленный износ объекта недвижимости. В стоимостном выражении совокупный

износ представляет собой разницу между восстановительной стоимостью и рыночной ценой оцениваемого объекта.

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

Четвертый этап. Определяется стоимость земельного участка, на котором находятся здания, сооружения (рассматривается в следующей главе).

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

Итак, общий алгоритм расчета выглядит следующим образом:

$$V_{нед.} = BC_{зд} - Износ_{зд} + V_{зем.уч.}$$

К недостаткам затратного подхода можно отнести следующее:

- Затраты не всегда эквивалентны рыночной стоимости.
- Попытки достижения более точного результата оценки сопровождаются быстрым ростом затрат труда оценщика.
- Несоответствие затрат на приобретение оцениваемого объекта недвижимости затратам на новое строительство точно такого же объекта, так как в процессе оценки из стоимости строительства вычитается накопленный износ.
- Проблематичность расчета стоимости воспроизводства и определения величины накопленного износа старых строений.
- Отдельная оценка земельного участка от строений и связанная с этим проблематичность оценки земельных участков в России.



*Анализ ценовой ситуации на рынке недвижимости г. Иркутска
(REALTY.IRK.RU)*

*Средняя стоимость 1 кв.м./тыс.руб. жилой недвижимости г. Иркутска на
08.05.2007г.*

<i>Кол-во комнат, исполнение</i>	<i>Кировский район</i>	<i>Куйбышев- ский район</i>	<i>Октябрь- ский район</i>	<i>Свердлов- ский район</i>	<i>Ленинский район</i>
<i>Вторичный рынок</i>					
<i>1 к. кирпич</i>	72,35	56,47	56,19	54,87	46,30
<i>1 к. панель</i>	65,36	50,98	62,18	55,36	48,04
<i>1 к. кирпич</i>	63,13	49,83	54,05	52,31	40,22
<i>1 к. панель</i>	61,37	48,98	56,03	49,45	40,75
<i>1 к. кирпич</i>	63,12	50,31	53,98	51,82	35,75
<i>1 к. панель</i>	53,39	45,04	52,43	47,82	37,85
<i>Новое жилье</i>					
	48,13	33,70	43,42	40,09	29,50

ГЛАВА 4. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ЗЕМЕЛЬНОГО УЧАСТКА

Как уже говорилось выше, при оценке недвижимости необходимо учитывать и стоимость земельного участка. Считается, что именно земельный участок имеет стоимость, в то время как улучшение (здание) – это вклад в стоимость. Следует различать термины «земля» и «земельный участок». Под *земельным участком* понимается часть земной территории, которая оборудована и готова к использованию в различных целях.

Земельный участок обладает стоимостью в силу своей потенциальной полезности в качестве площадки под строительство, территории для устройства зоны отдыха, сельскохозяйственных угодий или сооружения транспортных магистралей.

Кроме того, выгоды от использования земельного участка реализуются на протяжении неограниченного времени, а все улучшения имеют определенный срок службы, что особенно актуально в настоящее время, когда многие здания, сооружения и технологии физически и морально устарели.

Земельный участок - это часть поверхности, которая имеет фиксированную границу, площадь, местоположение, правовой статус и другие характеристики, отражаемые в Государственном земельном кадастре и документах государственной регистрации прав на землю.

Вопрос о земле является предметом стратегического планирования экономической деятельности каждого предприятия, не относящегося к какой-либо форме государственной собственности. Проблема собственности на землю не касается земельных участков под объектами недвижимости, принадлежащими религиозным организациям, но для всех остальных негосударственных предприятий выполнение требований нового земельного законодательства связано с серьезными и, по-видимому, неизбежными расходами.

В современных условиях России земля является одним из наиболее сложных объектов экономической оценки в составе недвижимости по следующим причинам:

1. специфика данного объекта;
2. неразработанность нормативно-правовой базы;
3. неразвитость земельного рынка в стране.

Отличия земельного участка от других видов недвижимости обусловлены следующими особенностями:

- а) земля является природным ресурсом, который невозможно свободно воспроизвести в отличие от других объектов недвижимости;
- б) при оценке всегда необходимо учитывать возможность многоцелевого использования земли:

в) земельный фонд выступает основой формирования среды проживания населения страны и обеспечивает экологическую безопасность, особенно земли лесного и водного фондов;

г) в отличие от других объектов недвижимости к стоимости земельных участков не применяются понятия физического и функционального износа, а также амортизации, поскольку срок эксплуатации земельных участков не ограничен. Поэтому стоимость земли, количество которой, ограничено, в отличие от стоимости зданий, сооружений и других улучшений со временем, как правило, увеличивается;

д) использование и охрана земли в Российской Федерации являются основами жизни и деятельности народов, проживающих на соответствующих территориях.

Таким образом, экономически обоснованная стоимостная оценка земель является сложной процедурой, так как должна учитывать возможность их одновременного использования как природного ресурса, основы среды проживания населения и объекта недвижимости.

Большое значение при оценке имеет категория использования земли, так как она обуславливает правовое положение, разрешенное использование и различные сервитуты, относящиеся к конкретному земельному участку.

Земельный фонд России по целевому назначению и правовому режиму включает 7 категорий земель, которые устанавливаются в соответствии с планами развития территорий:

1. *Земли поселений*. В отличие от других категорий земель, которые представляют, как правило, отдельные объекты, относительно не зависящие и легкоотчуждаемые от иных объектов, земли населенных пунктов со всеми улучшениями - системой инженерных сооружений и коммуникаций, улично-дорожной и транспортной сетью и другими элементами городской инфраструктуры представляют наибольшую сложность для оценки.

2. *Земли сельскохозяйственного назначения* образуют территории, используемые соответствующими предприятиями, организациями и гражданами для нужд сельскохозяйственного производства. Важнейшими ценообразующими характеристиками данных земель выступают плодородие и местоположение.

3. *Земли промышленности, энергетики, транспорта, связи, обороны и иного специального назначения* - это земли, отведенные в установленном порядке соответствующим предприятиям, учреждениям и организациям для выполнения их хозяйственной деятельности (производства, строительства, транспортировки и т.п.).

4. *Земли особо охраняемых территорий* - земельные участки, которые имеют особое природоохранное, научное, историко-культурное, эстетиче-

ское, рекреационное, оздоровительное и иное ценное назначение. Эти земли постановлениями федеральных органов государственной власти, органов государственной власти субъектов РФ или решениями органов местного самоуправления полностью или частично изъяты из хозяйственного использования и гражданского оборота, и для них установлен особый правовой режим.

5. *Земли лесного фонда* - лесные земли (покрытые и не покрытые лесом), а также нелесные земли (болота, дороги и другие), используемые для ведения лесного хозяйства.

6. *Земли водного фонда* - территории, занятые водоемами, ледниками, болотами, а также земли, выделяемые под полосы отвода гидротехнических, водохозяйственных и иных сооружений, необходимых для использования водных объектов.

7. *Земли запаса* - это государственные земли, не предоставленные муниципальным органам, гражданам и юридическим лицам в собственность, владение, пользование или аренду, а также земли, выведенные из хозяйственного оборота в результате консервации. Использование земель запаса допускается после перевода их в другую категорию.

Оценка земельного участка начинается с установления оцениваемых прав и определения правового режима. Правовой режим земельного участка включает:

- целевое назначение;
- форму собственности;
- разрешенное использование.

Под *целевым назначением* земель понимаются установленные законодательством порядок, условия, предел эксплуатации земель для конкретных целей в соответствии с категориями земель.

Формы собственности на землю разделяются:

1. *государственной собственностью* являются земли, не находящиеся в собственности граждан, юридических лиц или муниципальных образований;

2. в *муниципальной собственности* находятся все земли в пределах черты поселений, за исключением земель, находящихся в государственной собственности и переданных в частную собственность.

3. право *частной собственности* на землю предприятий (юридических лиц) и граждан.

Каждому собственнику земельного участка выдается свидетельство о государственной регистрации права собственности, которое регистрируется в Едином государственном реестре прав на недвижимое имущество и сделок с ним. Свидетельство служит законным основанием для совершения сделок.

Наряду с правом частной собственности на рынке земли необходимо различать и другие вещные права на нее, в частности, право постоянного (бессрочного) пользования, право срочного пользования, право пожизненного наследуемого владения, право аренды, ограничения и сервитуты.

Стоимость прав аренды – это сумма, которую готов заплатить потенциальный покупатель за право владения данным участком по договору аренды с целью получения выгоды от этого владения. Оценка прав аренды применяется при определении цены продажи права аренды земельного участка, при определении стоимости объекта, частью которого является арендуемый земельный участок, и при оценке ущерба от расторжения договора аренды.

Особо необходимо отметить, что в постоянное (бессрочное) пользование земельные участки предоставляются государственным и муниципальным учреждениям, федеральным казенным предприятиям, а также органам государственной власти и органам местного самоуправления. Согласно Земельному кодексу, до 1 января 2006 года всем прочим юридическим лицам, которые владеют в настоящее время землей по праву бессрочного пользования, предстоит выбрать между арендой и собственностью (либо выкупить землю в собственность, либо оформить на нее права аренды, либо отказаться от нее и ввести какие-то обременения на право использования таких земель).

Также новый Земельный кодекс (п.1.ст. 21 ЗК РФ) содержит правило, согласно которому право пожизненного наследуемого владения земельным участком, находящимся в государственной или муниципальной собственности, приобретенное гражданином до введения в действие Кодекса сохраняется, однако предоставление земельных участков гражданам на праве ПНВ впредь допускаться не будет.

В заключение, в отношении приобретения права собственности на землю, необходимо сказать о том, что по предположениям Правительства, в 2007 году государственная земля будет окончательно разграничена на земли государственные, муниципальные и частные. До разграничения земель распоряжается субъект Федерации, который на этой земле находится, и у каждого субъекта свои правила.

Разрешенное использование земельного участка представляет собой эксплуатацию земельного участка с учетом его целевого назначения, имеющихся ограничений и сервитутов. Это определяется органами исполнительной власти субъектов РФ и органами местного самоуправления при зонировании земель, а также при предоставлении конкретных земельных участков.

В зарубежной и отечественной теории и практике оценки земли принято выделять четыре основные категории факторов, влияющих на стоимость земли:

- экономические;
- социальные;
- юридические, административные или политические;
- физические, связанные с окружающей средой либо с местоположением.

Экономические факторы определяются общим состоянием мировой, национальной или региональной экономики. Экономическими факторами спроса являются уровень занятости, величина заработной платы и доходов, платежеспособность, наличие источников финансирования, ставка процента, издержки, связанные с оформлением продаж. Экономические факторы предложения представлены площадью земель, предлагаемых к продаже, затратами на освоение или производство строительных работ, затратами, связанными с обеспечением финансирования и налогообложением.

Социальные факторы основаны на базовых потребностях людей в приобретении земли и в общении с окружающими. Эти потребности проявляются, с одной стороны, в стремлении людей «группироваться» вокруг городских центров, а с другой стороны, в разных вариантах землепользования. Стоимость земельных участков зависит также от других факторов социального характера – возрастной структуры, уровня образования населения, криминогенности, чувства собственности.

Юридические, административные и политические факторы влияют на спрос как положительно, так и отрицательно. Политика предоставления разного рода льгот способствует эффективному землепользованию и стимулирует освоение земельных участков. На уровне государства экономическая, фискальная и кредитно-денежная политика могут стимулировать, либо подавлять экономическое развитие в целом и спрос на землю в частности. Органы государственной власти и местного самоуправления часто осуществляют программы стимулирования или ограничения освоения земли через такие механизмы, как налогообложение, зонирование, контроль землепользования и ставок арендной платы. К факторам данной группы относятся также качество услуг, предоставляемых местной администрацией, например, дороги, школы, общественный транспорт, состояние городских служб.

В совокупности физических факторов, факторов окружающей среды и местоположения разграничивают характеристики собственно участка и показатели местоположения, описывающие участок с точки

зрения его расположения относительно делового центра, автострады, школ, магазинов и т.п.

Итак, при определении наиболее эффективного использования земельного участка принимаются во внимание:

1) местоположение – фактор, оказывающий основное влияние на стоимость земельного участка (учитываются перспективность местоположения, транспортная доступность, характер окружения);

2) рыночный спрос – фактор, отражающий соотношение спроса и предложения на рынке. Он изучается для обоснования выбираемого варианта использования земельного участка (состояние и перспективы рыночного спроса на предлагаемое использование, конкуренция других участков, виды налогов и другие условия). Следует выделить сегмент рынка, на котором и надо развивать деятельность;

3) финансовая обоснованность – способность проекта обеспечить доход от использования земельного участка, который был бы достаточным для возмещения расходов инвесторов и обеспечения получения ожидаемой прибыли;

4) физическая пригодность участка – перспектива создания улучшений – размер, топография, качество грунта, климат, инженерно-геологические и гидрогеологические характеристики участка, существующее зонирование, экологические параметры и т.д.;

5) технологическая обоснованность и физическая осуществимость – анализ соотношения качества, затрат и сроков реализации проекта, вероятность стихийных бедствий, доступность транспорта, возможность подключения к коммунальным удобствам, учет размеров и формы участка, например, размер может быть мал для строительства промышленного объекта;

6) законодательная (юридическая) допустимость – соответствие варианта использования земельного участка действующему законодательству. Выявляется в результате анализа строительных, экологических нормативов, ограничений этажности, наличия временных запретов на строительство в данном месте, сложности в районе исторической городской застройки, возможное изменение нормативных актов, соблюдение правил зонирования, негативные настроения местного населения;

7) максимальная доходность (максимум дохода собственности и стоимости участка), которая определяется дисконтированием будущих доходов альтернативных вариантов использования, с учетом риска инвестиций.

Итак, рыночная стоимость земельного участка:

- зависит от спроса и предложения на рынке и характера конкуренции продавцов и покупателей (принцип спроса и предложения).

- не может превышать наиболее вероятные затраты на приобретение объекта эквивалентной полезности (принцип замещения).
- зависит от ожидаемой величины, срока и вероятности получения дохода от земельного участка за определенный период времени при наиболее эффективном его использовании без учета доходов от иных факторов производства, привлекаемых к земельному участку для предпринимательской деятельности (земельной ренты) (принцип ожидания).
- изменяется во времени и определяется на конкретную дату (принцип изменения).
- зависит от изменения его целевого назначения, разрешенного использования, прав иных лиц на земельный участок, разделения имущественных прав на земельный участок.
- зависит от его местоположения и влияния внешних факторов (принцип внешнего влияния).
- определяется исходя из его наиболее эффективного использования, то есть наиболее вероятного использования земельного участка, в результате которого расчетная величина стоимости земельного участка будет максимальной. Наиболее эффективное использование может не совпадать с текущим использованием земельного участка.

Оценка земли подразделяется на *массовую кадастровую оценку* земельных участков и *рыночную оценку единичного* земельного участка.

Целью *кадастровой оценки* является одновременное определение кадастровой стоимости всех земельных участков в границах административно-территориальных образований (областей, районов, городов, поселков и т.п.) по оценочным зонам на определенную дату. Государственная кадастровая оценка земель основывается на классификации земель по целевому назначению и виду функционального использования и проводится по единой методике в целях обеспечения сопоставимости результатов оценки по всей территории РФ.

Целью *единичной оценки* является определение рыночной или какой-либо другой стоимости единичного земельного участка на дату оценки независимыми оценщиками в соответствии с принятыми стандартами и методами оценки.

Кадастровая и единичная оценки земли проводятся на основе комплексного применения трех подходов: доходного, сравнительного и затратного. В странах с развитой рыночной экономикой при оценке земли по возможности применяют все три подхода.

Итоговая величина оценочной стоимости земельного участка выводится исходя из результатов, полученных различными методами. При сравнении этих данных предпочтение целесообразно отдавать оценкам, базирующимся на основе более полной и достоверной информации. Су-

ущественные расхождения стоимости земли, рассчитанной разными методами, указывают либо на ошибки в оценках, либо на несбалансированность земельного рынка. Итак, рассмотрим первое направление оценки земельных участков.

4.1. Кадастровая оценка земельных участков

Как уже отмечалось, земля является объектом государственного регулирования. Оно осуществляется путем государственного контроля за использованием и охраной земель, их мониторинга и землеустройства, ведения Государственного земельного кадастра.

Государственный земельный кадастр — это действующая на всей территории страны методически унифицированная система регистрации прав на собственность и связанную с ней недвижимость, учета и оценки земельных участков. С системой кадастра связаны следующие основные функции регулирования земельных отношений:

- государственная регистрация земельной собственности, землевладений и землепользования;
- количественный и качественный учет земельных участков по землепользователям и угодьям;
- учет качества земель по рельефу, почвам, растительности, мелиоративному состоянию, подверженности эрозии и другим параметрам;
- бонитировка почв (от лат. *bonitas* — доброкачественность), т.е. выраженная в классах бонитета их градуировка по природным свойствам, характеризующим продуктивность земель;
- экономическая оценка земли, т.е. определение ее сравнительной ценности как средства производства.

Кадастровая оценка земель производится по их категориям с учетом целевого назначения и использования, исходя из доходности земли, текущей стоимости затрат на ее улучшение, соотношения спроса и предложения на земельном рынке. Земли сельскохозяйственного назначения и лесного фонда оцениваются по их продуктивности, природоохранной, рекреационной значимости, местоположению. Земли городов и населенных пунктов оцениваются по их функциональному назначению с учетом насыщенности застройки, престижности местоположения, экологического состояния, социального и инженерно-транспортного обустройства и др.

По совокупности этих характеристик территории субъектов Федерации разделяются на ряд *оценочных зон*. Оценочной зоной признается часть земель, однородных по целевому назначению, виду функционального использования и близких по значению кадастровой стоимости земельных участков.

В зависимости от территориальной величины оценочных зон их границы совмещаются с границами земельных участков с учетом сложившейся застройки и землепользования, размещения линейных объектов (улиц, дорог, рек, водотоков, путепроводов, железных дорог и др.), а также границами кадастровых районов или кадастровых кварталов. По результатам оценочного зонирования составляется карта (схема) оценочных зон и устанавливается кадастровая стоимость единицы площади в границах этих зон.

Органы исполнительной власти субъектов Федерации правомочны устанавливать по своим оценочным зонам повышающие коэффициенты к кадастровой цене земли, но при этом ее повышение не должно быть более 75% уровня рыночных цен на земельные участки конкретного назначения соответствующей оценочной зоны. Кадастровая стоимость земли фиксируется в Государственном земельном кадастре по каждому участку наряду со сведениями об изменении его статуса, границ, площади и о расположенных на нем строениях. Эти данные востребованы системами информационного обеспечения рынка недвижимости и ее государственной регистрации. Кадастровая стоимость земли служит единственной базой для установления ставок арендной платы и стартовых цен продажи земли из государственных и муниципальных запасов. Следовательно, она является естественным ориентиром и нижней границей цен на земельные участки, продающиеся либо сдаваемые в аренду на вторичном рынке.

Кадастровая оценка городских земель проводится по всем категориям и видам использования городских земель независимо от форм собственности. Заказчиком кадастровой оценки выступают органы местного самоуправления районов, городов, поселков.

Кадастровая оценка городской земли - совокупность административных и технических действий по установлению кадастровой стоимости земельных участков административно-территориального образования в границах оценочных зон по состоянию на определенную дату. Оценка осуществляется на основе комплексного доходного, сравнительного и затратного подходов, с использованием информации о сделках на рынке земли и иной недвижимости, уровне арендной платы и доходности использования земельных участков. В процессе оценки проводится анализ рентообразующих факторов, включая качество и местоположение земельных участков, проведенные на них улучшения, уровень социального и инженерно-транспортного обустройства территории и др.

Рыночная информационная база кадастровой оценки городских земель – это массовые данные о продажах земельных участков для индивидуального жилищного строительства, коллективного садоводства и приусадебного

хозяйства, а также о продаже и аренде квартир, гаражей, и различных объектов коммерческой недвижимости.

Нормативная информация - это данные земельного, градостроительного и других кадастров, нормативы затрат на строительство, инженерное обустройство территории, а также систему коэффициентов, источниками которых являются органы исполнительной власти, БТИ, земельные комитеты, Государственный фонд имущества, городские строительные организации, Комитет по архитектуре, оценочные и риэлторские фирмы и другие организации.

Объект кадастровой оценки земель городских и сельских поселений – это земли в пределах городской (поселковой) черты.

Кадастровая оценка городских земель является массовой оценкой, которая одновременно выполняется на всей территории города и может включать следующие этапы:

1-й этап - подготовительные работы, сбор и обработка исходной рыночной и нормативной информации;

2-й этап - функциональное зонирование территории города;

3-й этап - исчисление стоимостных показателей кадастровой оценки земель;

4-й этап - ценовое зонирование территории города;

5-й этап - оформление результатов кадастровой оценки городских земель (цифровых и графических).

Результатом кадастровой оценки является получение *кадастровой стоимости земли оценочной зоны*, т.е. рыночной стоимости единицы площади типичного для данной зоны земельного участка, установленной по уровню текущих рыночных цен на аналогичные земельные участки.

Показатели кадастровой стоимости не должны превышать уровня рыночных цен или предельных значений базовой стоимости на земельные участки аналогичного целевого использования, устанавливаемых органами власти субъекта федерации по оценочно-территориальным зонам, различным городам и поселкам.

Рассмотрим более детально основные этапы проведения кадастровой оценки земель населенных пунктов.

Этап I. Подготовительные работы, сбор и обработка исходной рыночной и нормативной информации:

- сбор общих сведений о городе, климате, гидрографии, экологии, инженерно-геологических характеристиках территории;

- определение городской черты в соответствии с генеральным планом развития города;

- классификация земель по землепользователям города, правовому режиму;

- классификация земель по функциональному использованию;
- классификация земель по градостроительной ценности, типам объектов недвижимости и основным видам текущего использования с выделением оценочных микрзон;
- оценка текущего использования и прогноз наиболее эффективных направлений развития земель отдельных оценочных зон с уточнением их границ и площадей;
- определение типичных земельных участков, входящих в состав оценочных зон;
- сбор, проверка достоверности и группировка данных рынка земельных участков по оценочным зонам.

Этап II. Функциональное зонирование территории города, т.е. дифференциация территории городов, поселков, сельских населенных пунктов на отдельные зоны в зависимости от функционального использования земли. В соответствии с Градостроительным кодексом РФ, утвержденным Федеральным законом от 7 мая 1998 г. № 73, выделяются следующие основные зоны:

- *жилая зона*, включающая жилую застройку многоэтажными домами, домами малой этажности, индивидуальными жилыми домами с приусадебными земельными участками;
- *общественно-деловая зона*, на которой размещаются объекты здравоохранения, культуры, торговли, общественного питания, бытового обслуживания, коммерческой деятельности, а также образовательные, административные, научно-исследовательские учреждения, центры деловой, финансовой и общественной активности;
- *производственная зона*, состоящая из земель, занятых предприятиями промышленности, энергетики, складами, базами, объектами коммунального хозяйства, а также земель других землепользователей сферы производства;
- *зона инженерной и транспортной инфраструктуры*, на которой функционируют сооружения и коммуникации железнодорожного, автомобильного, речного, морского, воздушного и трубопроводного транспорта, а также связи;
- *сельскохозяйственная зона*, занятая пашнями, садами, виноградниками, огородами, сенокосами, пастбищами, а также сельскохозяйственными зданиями и сооружениями;
- *рекреационная зона*, включающая лесные массивы, расположенные на территории города, парки, пляжи и иные места отдыха населения;
- *прочие зоны*, объединяющие другие категории и виды использования земель, не вошедшие в вышеуказанные зоны, например зоны военных объектов, специального назначения (кладбища, свалки и т.п.), земли запаса и др.

В качестве границ оценочных зон могут использоваться:

- естественные рубежи (ярко выраженные элементы рельефа - реки, озера, овраги, обрывы и т.п.);
- границы крупных инженерных сооружений (железные дороги, эстакады, трубопроводы, насыпи, мосты и т.п.);
- улицы, площади, проезды;
- границы (заборы) предприятий и объектов производственного и непроизводственного назначения;
- границы лесных, сельскохозяйственных и иных угодий.

На территории оценочных зон устанавливаются параметры типичных земельных участков по общей площади, площади застройки, уровню инженерного обустройства и местоположению относительно границ кварталов, автомагистралей, улиц.

Этап III. Расчет кадастровой стоимости земель в каждой оценочной зоне проводится как усредненная величина по конкретному виду использования или как максимальное значение из возможных видов использования. Основными методами обработки исходной рыночной информации являются регрессионный корреляционный анализ и статистический метод группировок.

Рыночные цены в расчете на единицу площади земли типичных земельных участков устанавливаются:

- по незастроенным земельным участкам на основе статистического анализа рыночных цен и затрат на освоение земли;
- по земельным участкам, застроенным объектами недвижимости, с применением метода изъятия затрат на воспроизводство или замещение инфраструктуры.

В зависимости от реальной ситуации на рынке недвижимости для оценки применяются и другие методы массовой оценки недвижимости.

Если оценочная стоимость земли в пределах одной оценочной зоны для различных видов использования существенно различается, то выделяются оценочные микрзоны.

Этап IV. Ценовое зонирование территории города, т.е. полученные стоимостные значения земельных участков наносятся на кадастровую карту города для ценового зонирования территории города, а именно формирования на основе полученных показателей кадастровой стоимости отдельных оценочных зон.

При расчете показателей кадастровой стоимости земли для каждой городской зоны учитывается влияние определенных групп факторов. Например, для жилой и общественно-деловой зон первостепенное значение имеют следующие группы факторов:

1. транспортная доступность населения к центру города, объектам

культуры и бытового обслуживания общегородского значения;

2. обеспеченность централизованным инженерным оборудованием и благоустройство территории;

3. уровень развития сферы культурно-бытового обслуживания населения;

4. историческая ценность застройки, эстетическая и ландшафтная ценность территории;

5. состояние окружающей среды, санитарные условия;

6. инженерно-геологические условия строительства;

7. рекреационная ценность территории;

8. престижность территории.

Для производственной зоны и зоны инженерной и транспортной инфраструктуры большое значение имеют следующие факторы:

1. уровень развития производственной инфраструктуры, наличие транспортных путей, удаленность от основных транспортных магистралей;

2. условия обеспечения трудовыми ресурсами и удаленность от жилых массивов;

3. градостроительные условия и ограничения, обусловленные зонированием, разрешенным использованием земельных участков и т.п.

Учет данных факторов осуществляется с использованием коэффициентов, величина которых определяется на основе статистического и причинно-следственного анализа рыночных данных, утвержденных нормативов по градостроительству, опроса и экспертных оценок специалистов.

В заключение проводится логический и сравнительный анализ полученных результатов. Логический анализ состоит в том, что кадастровая стоимость земли, как правило, должна снижаться от центра к периферийным районам города. При отклонении от этой тенденции устанавливаются причины сложившегося положения.

Сравнительный анализ производится путем установления зависимости между кадастровой стоимостью земли по каждой оценочной зоне города и рыночными ценами продаж земельных участков и объектов недвижимости.

Этап V. Оформление результатов кадастровой оценки, т.е. результаты проведенной кадастровой оценки обобщаются в отчете и предоставляются на утверждение органам исполнительной власти субъектов Российской Федерации. Органы местного самоуправления публикуют результаты кадастровой стоимости земель по ценовым зонам в открытой печати с рекомендациями по дальнейшему использованию этих данных. После обсуждения опубликованных результатов кадастровой оценки они утверждаются и вносятся в Государственный земельный кадастр. Внесенные в Государственный земельный кадастр значения кадастровой стоимости земельного участка не подлежат изменению в течение года.

Результаты кадастровой оценки городских земель как составной части комплексной программы кадастровой оценки недвижимости могут использоваться для следующих целей:

- создания государственной автоматизированной системы земельного кадастра;
- формирования налогооблагаемой базы земель поселений;
- уточнения схемы территориально-экономического зонирования;
- установления ставок арендной платы за муниципальные земли;
- определения стартовых цен продажи прав собственности или долгосрочной аренды на конкурсах и аукционах;
- определения величины компенсационных выплат при изъятии земель для муниципальных нужд;
- обоснования наиболее рациональных и перспективных направлений городской застройки;
- информирования органов муниципальной власти и оказания платных услуг различным субъектам земельного рынка;
- создания фондового рынка земельных бумаг и ипотеки.

Итак, в результате проведения государственной кадастровой оценки получена реальная картина стоимости земель (земельных участков) на территории Российской Федерации, что позволяет осуществлять более эффективное управление земельными ресурсами и связанных с ними объектами недвижимости, а также проводить сбалансированное планирование доходной части бюджетов всех уровней (в пределах платежей, поступающих от земельного налога и арендной платы), стимулировать развитие инвестиционных процессов и развитие экономики в целом.

Государственная кадастровая оценка земель проводилась ФАКОН (Федеральное агентство кадастра объектов недвижимости), его территориальными органами, а также находящимися в их ведении предприятиями и организациями. К указанным работам привлекались лица, имеющие лицензию на осуществление оценочной деятельности (на территории Иркутской области – ФГУП «ГОСЗЕМКАДАСТРСЪЕМКА – ВИСХАГИ»).

Результаты государственной кадастровой оценки земель утверждаются органами исполнительной власти субъектов Российской Федерации. Пример кадастровой оценки по г. Иркутску представлен в табл. 4.1. (Постановление губернатора Иркутской области от 28 февраля 2003г. N 87-п «О результатах государственной кадастровой оценки земель поселений Иркутской области»).

Таблица 4.1

РЕЗУЛЬТАТЫ
государственной кадастровой оценки земель поселений Иркутской области
(с численностью 10000 человек и более)

Номер кадастрового квартала	Кадастровая стоимость земель по видам функционального использования, руб. за 1 кв.м													
	под домами многоэтажной застройки	под домами индивидуальной жилой застройки	дачных и садоводческих объединений граждан	гаражей и автостоянок	под объектами торговли, общественного питания, бытового обслуживания	учреждений и организаций народного образования	под промышленными объектами	под административно-управленческими и общественными объектами	под военными объектами	под объектами оздоровительного и рекреационного назначения	сельскохозяйственного использования	под лесами в поселениях	под обособленными водными объектами	прочие земли поселений (набережные, шоссе и т.д.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
38:36: N кв.	город Иркутск													
000001	981,2	194,4	4,2	1108,8	1584,9	1353,1	391,8	1750,4	500,2	127,1	109,2	104,1	73,6	220,4
000002	1872,9	386,9	95,1	2043,3	2698,1	1601,8	700,1	2934,2	596,2	223,3	217,5	209,2	140,3	314,4
000003	3398,9	726,2	277,8	3624,1	3835,9	3017,7	1218,2	3882,3	1174,5	300,7	285,1	278,9	289,2	387,9
000004	592,6	106,8	14,3	769,4	850,9	132,3	237,0	710,4	138,5	18,3	25,2	38,7	45,5	58,8
000005	3654,4	767,3	259,5	3963,7	3833,0	3262,4	1275,1	3870,3	1414,3	262,5	237,8	229,8	283,7	422,7
000006	1161,7	187,4	4,2	1471,6	1643,6	732,9	481,2	1397,1	332,1	11,4	6,7	5,3	27,3	59,9
000007	773,6	154,3	42,7	944,8	1072,7	132,3	295,6	940,4	188,2	44,9	33,1	54,2	58,2	72,0
000008	1789,7	360,0	63,0	1946,5	2297,7	1575,9	660,8	2570,4	642,0	155,2	123,7	122,4	132,0	254,7
000009	3512,9	737,8	228,8	3612,6	3869,1	3177,4	1163,5	3871,6	1057,0	273,2	241,9	237,9	247,8	348,8
000010	263,0	22,8	4,2	314,0	798,0	756,9	179,5	1116,2	149,0	11,4	27,4	5,3	2,1	76,4
000011	1394,3	259,3	10,0	1674,0	1962,2	1089,5	527,8	2216,2	613,2	55,3	87,4	60,4	68,1	211,4

Окончание таблицы 4.1

000012	2390,5	495,0	132,2	2472,0	2923,8	2089,2	686,4	3090,3	684,8	209,0	198,5	223,3	66,2	307,7
000013	3399,4	690,5	218,5	3495,2	3836,8	3013,8	1034,3	4087,7	939,7	252,4	268,6	249,4	177,2	360,8
000014	1162,2	245,1	86,1	1356,1	1559,3	1572,7	501,9	1852,6	542,2	143,3	161,0	145,5	103,2	233,1
000015	321,9	51,3	4,2	382,3	495,1	132,3	98,9	410,3	24,7	11,4	6,7	8,3	2,1	22,1
000016	263,0	22,8	4,2	314,0	495,1	132,3	77,1	410,3	24,7	11,4	6,7	5,3	2,1	22,1
000017	263,0	22,8	4,2	314,0	495,1	132,3	77,1	410,3	24,7	11,4	6,7	5,3	2,1	22,1
000018	2982,8	642,1	190,1	3264,0	3717,6	2989,4	944,5	3980,5	881,2	242,8	251,8	241,4	168,6	375,0
000019	1989,4	445,7	179,0	2140,6	2150,2	1600,6	710,0	2485,6	699,4	201,9	184,4	163,8	138,5	236,0
000020	4334,8	914,5	271,2	4750,0	5242,8	4577,3	1475,9	5473,4	1340,1	334,8	339,7	335,9	336,4	532,5
000021	5960,0	1312,0	511,5	6219,0	6563,5	5796,8	1816,2	6583,1	1645,2	571,1	522,4	531,7	441,0	667,2
000022	5361,2	1157,5	417,9	5593,5	5972,5	5029,2	1666,0	5985,5	1528,0	454,9	443,3	440,7	382,0	593,8
000023	4348,7	959,0	378,4	4635,9	4910,8	4248,7	1409,5	5128,2	1339,9	467,3	415,4	417,8	373,1	537,0
000024	3184,7	678,7	265,3	3528,8	3734,2	2794,9	1236,8	3944,9	1170,8	288,1	319,7	285,0	294,8	397,5
000025	4628,4	999,2	427,3	4809,4	4894,7	4315,3	1433,7	4431,3	1355,6	436,6	354,8	415,9	385,2	497,3
000026	3055,9	685,6	270,9	3213,6	3371,4	2501,8	730,8	3057,0	585,0	344,1	234,1	270,6	168,7	313,5
000027	3746,3	803,7	324,3	3807,8	3735,3	3093,3	1176,1	3403,2	968,8	305,3	247,1	270,3	268,1	294,0
000028	3235,7	697,7	252,5	3305,4	3503,5	3565,9	1022,5	3497,5	912,9	312,7	265,4	264,3	194,2	336,5
000029	5216,9	1122,7	451,6	5255,9	5351,9	4547,7	1646,7	5265,3	1511,3	453,2	407,3	413,4	393,2	498,7
000030	4419,5	904,0	308,0	4377,6	4391,7	4513,9	1375,3	4240,9	1281,4	240,8	278,4	250,9	251,3	333,3
000031	3897,3	846,1	288,3	4044,0	4066,7	3431,1	1114,0	4141,6	1196,9	344,6	257,6	272,8	224,0	427,3
000032	295,5	63,8	4,2	410,8	544,5	656,4	77,1	657,1	181,7	88,3	26,8	40,4	2,1	109,3
000033	5156,9	1128,0	438,0	5247,2	5756,5	4867,3	1493,5	5676,7	1700,9	529,4	458,6	525,1	387,2	701,2
000034	6964,3	1498,4	559,6	7059,3	7735,5	6839,1	2147,8	7492,0	2061,9	599,1	576,6	641,9	542,8	821,2

Кадастровую стоимость участков земли по всей территории РФ можно узнать в специальной открытой базе данных на сайте Роснедвижимости в Интернете. Правда, база пока работает в экспериментальном режиме, но, как заявлено, уже охватывает всю страну.

Как отметил руководитель Роснедвижимости Михаил Мишустин на конференции «Актуальные вопросы оценочной деятельности», кадастровая стоимость земель РФ составила 23,6 трлн руб. По его словам, 82% кадастровой стоимости земель в России приходится на земли поселений, при этом они занимают 1,9% территории страны. По данным агентства, наиболее высокая кадастровая стоимость земли - в Центральном, Приволжском, Южном и Сибирском округах. Наиболее высокая кадастровая стоимость земель в расчете на 1 кв.м - в г.Москве и г.Санкт-Петербурге.



Информация для обсуждения

Система земельного кадастра, действуя совместно с системой государственной регистрации прав на земельные участки и связанными с ними улучшениями, обеспечивает:

- правообладателей - гарантиями прав на имущество;
- систему налогообложения - актуальными сведениями об объектах налогообложения;
- рынок недвижимости - открытой и достоверной информацией о земельных участках и связанных с ними улучшениях;
- систему органов государственного и муниципального управления - информацией для формирования и проведения государственной политики в сфере земли и недвижимости, а также планирования и развития территорий.

Результаты государственной кадастровой оценки земель заносятся в государственный земельный кадастр, где, основываясь на сведениях о земельных участках и их правообладателях, должны использоваться в целях установления объектов налогообложения, налогоплательщиков, определения налоговой базы, налоговых льгот, а также ставок земельного налога.

В результате кадастровой оценки земель каждого поселения получается набор из 14 карт и матрица, где 14 столбцов по количеству объектов функционального использования и столько строк, сколько кадастровых кварталов в данном поселении.

Это позволяет использовать результаты государственной кадастровой оценки земель и органам местного самоуправления, и государственной власти субъекта Российской Федерации, поскольку видно, какой из участков наиболее рационально в том или ином направлении развивать. Такой подход кажется очень важным еще по одной причине. Кадастровая стоимость и рыночная стоимость это суть разные категории. Для расчета рыночной стоимости необходима реализация принципа наиболее эффективно, наиболее рационального использования земель, а это, как правило, в общем-то всегда такое использование участка, при котором его стоимость становится максимальной. Понятно, что в этом случае стоящие в центре торговые предприятия и, скажем, рядом ветхое строение индивидуальной жилой застройки, оказалось бы с точки зрения налогового обложения совершенно одинаковыми, что нельзя признать справедливым, даже возможным, потому что для такого подхода необходимо иметь возможность альтернативного расселения этих людей налогоплательщиков. Или, скажем, немедленного вы-

вода промышленного предприятия из центра города и его строительства в более подходящем для данного предприятия месте, на что пока нет возможности. Но это не значит также, что государственная кадастровая оценка земель противостоит рыночной оценке. Имея перед собой набор из 14 стоимостей для каждого кадастрового квартала, набор из 14 карт, легко увидеть какое из видов функционального использования для данного конкретного кадастрового квартала является наиболее эффективным и наиболее рациональным, - то, при котором кадастровая стоимость максимальна. Для этого не нужно никаких дополнительных расчетов.

Таким образом, имеющийся опыт подтверждает высокую эффективность государственной кадастровой оценки земель для целей налогообложения. Земельный налог имеет ряд преимуществ по сравнению с другими налогами. Благодаря тому, что объектом налогообложения является земельный участок с описанными в земельном кадастре границами, экономическими и качественными характеристиками, а также известен его правообладатель, то от него не возможно скрыться.

Переход на новую систему налогообложения земли предоставит право органам местного самоуправления самостоятельно регулировать налоговую нагрузку и уровень доходов от использования земельных участков, повысит их финансовую самостоятельность и ответственность, будет стимулировать землепользователей к эффективному использованию земельных ресурсов.

Например, в г. Иркутске был проведен анализ различных вариантов ставок земельного налога для 34 кадастровых кварталов на территории Иркутска. Кроме того, была собрана информация об установлении земельного налога по другим городам России (Кемерово, Омск, Томск, Новокузнецк, Красноярск, Москва, Череповец, Братск, Ангарск и др.) В результате обобщения результатов установлены налоговые ставки в следующих размерах:

- 0,15 процента от кадастровой стоимости земельного участка в отношении земельных участков, занятых гаражными кооперативами, жилищным фондом или предоставленных для жилищного строительства.
- 0,3 процента от кадастровой стоимости земельного участка в отношении земельных участков:
 - отнесенных к землям в составе зон сельскохозяйственного использования в поселениях и используемых для сельскохозяйственного производства;
 - предоставленных для личного подсобного хозяйства, садоводства, огородничества или животноводства;
 - занятых объектами инженерной инфраструктуры жилищно-коммунального комплекса.
- 1 процент от кадастровой стоимости земельного участка в отношении земельных участков, занятых индивидуальными гаражами.
- 1,5 процента от кадастровой стоимости земельного участка в отношении прочих земельных участков.

Проведенный анализ оценочных описей по г. Иркутску позволяет сделать следующие выводы:

1. Земельный налог под домами многоэтажной жилой застройки в 2005г. составлял в среднем 0,63 руб. за 1 кв.м. При налоговой ставке 0,15 % к кадастровой стоимости земельный налог под многоэтажной жилой застройкой будет колебаться от 0,39 руб. до 10,45 руб. за 1 кв.м. в год. Несмотря на увеличение земельного налога в несколько раз, платеж с одной квартиры будет вполне приемлемым.

Кроме того, в решении городской Думы г. Иркутска устанавливается, что земельный налог для налогоплательщиков – физических лиц, уплачивающих налог на основании налогового уведомления и являющихся собственниками жилых помещений в многоквартирных жилых домах, не может превышать 400 рублей в год с одного жилого помещения.

2. Земельный налог под индивидуальной жилой застройкой в 2005 г. составлял в среднем 0,63 руб. за 1 кв. м. При налоговой ставке 0,15 % к кадастровой стоимости земельный налог под индивидуальной жилой застройкой будет колебаться от 0,03 руб. до 2,25 руб. (т. е. от 18 руб. до 1350 руб. за земельный участок 600 кв. м. в год).

3. Земельный налог под гаражами в 2005г. составлял 0,63 руб. за 1 кв.м. (в соответствии с ФЗ «О плате за землю»). При налоговой ставке 0,15 % к кадастровой стоимости земельный налог под гаражными кооперативами будет колебаться от 0,47 руб. до 10,59 руб. за 1 кв.м. Несмотря на увеличение земельного налога в несколько раз, платеж с одного гаража не будет превышать 200-300 руб. в год.

Под индивидуальными гаражами налоговая ставка установлена - 1 %, соответственно, земельный налог будет составлять от 3,14 до 70,59 руб. за 1 кв.м.

4. Земельный налог под промышленными объектами в 2006г. при налоговой ставке 1,5 % к кадастровой стоимости в промышленных зонах на территории города Иркутска снизится в среднем на 20-30 % по сравнению с 2005г.

5. Земельный налог под административно-управленческими объектами и под объектами торговли в 2006г. при налоговой ставке 1,5 % к кадастровой стоимости увеличится в 3-5 раз. Считаем, что данное изменение не приведет к существенному увеличению цен в объектах торговли, общественного питания, АЗС и т. д., в связи с тем, что арендные платежи в 2005г. за земельные участки под данными объектами превышают земельный налог в такой же пропорции, а зачастую и выше. Для сравнения на территории г. Иркутска АЗС, магазины, объекты фармацевтической деятельности платят арендную плату в 10 раз больше, чем землепользователи, оплачивающие земельный налог. Данная пропорция в земельной ренте не приводит к изменению розничных цен.

6. Льготы по полному освобождению от уплаты земельного налога для различных категорий налогоплательщиков, а также для отдельных видов использования земель предусматривались ст. 12 Закона РФ «О плате за землю». При этом, как показывала статистика, от уплаты земельного налога были освобождены многочисленные категории физических и юридических лиц, что приводило к значительному снижению собираемости земельного налога (по оценкам специалистов, на 15-20%). С 2006г. земельный налог только по 7 земельным участкам на территории Иркутска (Сибирское отделение Российской академии наук – 234 га, Иркутский государственный университет – 49,6 га, Иркутский государственный технический университет – 43 га и т. д.), имеющим большие площади и освобожденные от уплаты земельного налога в 2005 г., составит 368 297 тыс. руб.

4.2. Технология оценки стоимости единичного земельного участка

В настоящее время рыночная оценка единичных земельных участков городских земель основывается на их кадастровой стоимости и предполагает проведение специфического рыночного анализа для каждого конкретного участка. Она учитывает целевое использование земельного участка, конъюнктуру рынка, количественные характеристики оцениваем-

мой земли. Сложность рыночной оценки во многом обусловлена уникальным, присущим только оцениваемому участку местоположением, а также необходимостью установления и учета ценообразующих факторов для каждого конкретного вида использования земель.

Оценочная стоимость единичного земельного участка населенного пункта - это кадастровая стоимость земли оценочной зоны с поправкой на его отличия от типичного участка, оказывающие ценообразующее влияние на величину рыночной стоимости. Данная величина характеризует стоимость земельного участка в системе оценочного зонирования территории поселения с учетом сложившегося спроса и предложения на земли данного вида использования и качественно-количественных характеристик земельного участка.

Оценка рыночной стоимости единичного земельного участка внутри конкретной оценочной зоны предполагает уточнение коэффициентов градостроительной ценности, применяемых к данному участку на основе установления и детального учета всех рентообразующих факторов, а также факторов локальной неоднородности территории города.

Для индивидуальной оценки рыночной стоимости земельного участка необходима следующая информация:

- а) титул собственности и регистрационные данные по земельному участку;
- б) физические характеристики участка;
- в) данные о местонахождении конкретного участка;
- г) экономические характеристики участка или экономические факторы, характеризующие участок.

При оценке учитывают продуктивный потенциал, зависящий от месторасположения, вида почв, степени разработанности участка, обращают внимание на уровень освоенности земельного участка.

Сбор и накопление рыночной информации — первый этап оценки стоимости земли. Следующий этап — анализ земельного рынка. Он проводится путем его сегментирования, или стратификации. Под *стратификацией* (от лат. *stratum* – слой) понимается классификация рыночной информации о сделках купли-продажи объектов стратификации по заранее определенным, наиболее существенным признакам. Объектами стратификации выступают покупатели, продавцы и сам товар — земля. Существенными признаками могут быть покупательная способность отдельных групп населения и юридических лиц, географические и геометрические характеристики земельных участков, условия их транспортной доступности, экологической безопасности, коммунальные удобства, нормы зонирования, соображения социальной престижности отдельных районов, варианты землепользования и др. На основе этого исследования в пределах

страт определяются типовые единицы сравнения земельных участков и уровни цен, приведенных к единице сравнения.

При оценке рыночной стоимости земли руководствуются теми же принципами и применяют те же классические подходы, что при оценке других объектов недвижимости. Однако имеется существенная разница, заключающаяся в том, что стоимость земли является базисной составляющей стоимости имущественного комплекса, хотя в практике его оценки рассчитывается в виде остатка от общей стоимости объекта за вычетом стоимости улучшений.

В рыночных условиях при наличии необходимой информации целесообразно применять методы, основанные на анализе рыночных данных. Распоряжением Минимущества России от 07.03.2002 № 568-р утверждены «Методические рекомендации по определению рыночной стоимости земельных участков» [28]. Как правило, при оценке рыночной стоимости земельных участков используются метод сравнения продаж, метод выделения, метод капитализации земельной ренты, метод распределения, метод остатка, метод разбивки на участки. В данном пособии кроме этих методов будут представлены и другие методики, принятые в оценочной практике, в том числе и за рубежом.

Доходный подход к оценке земельных участков применяется для определения стоимости оцениваемого земельного участка, способного приносить доход в будущем на протяжении определенного срока его эксплуатации. Стоимость представляет собой сумму приведенных к текущему моменту ожидаемых будущих доходов и выручки от перепродажи объекта оценки. Подход основан на принципе ожидания, - разумный (покупатель) инвестор приобретает земельный участок в ожидании будущих доходов или выгод.

Подход применяется при оценке стоимости земельных участков, для которых возможно установить, на основе анализа индивидуальных ставок арендной платы за земли аналогичного качества, уровень этой категории доходов. Применение доходного подхода требует тщательного анализа финансового и физического состояния объекта, его окружения, экономических условий и тенденций, а также использования таких расчетных показателей как коэффициент капитализации, сложный процент, дисконтирование и аннуитет и т.д.

Рыночная стоимость земельного участка, рассчитанная *методом дисконтирования*, представляет собой сумму приведенных к дате 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.

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. 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:

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

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;
- 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.

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

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 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 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. Например, в Испании доходность с 1 га по каждой выращиваемой культуре капитализируется под 3% (средняя учетная ставка в этой стране).

Всероссийский НИИ экономики, труда и управления в сельском хозяйстве в качестве ставки капитализации рекомендует использовать ставку Сбербанка России по долгосрочным валютным депозитам [34].

В настоящее время денежный рынок в России характеризуется значительной нестабильностью, поэтому данный метод расчета коэффициента капитализации использовать сложно.

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. Ставка капитализации включает следующие составные части:

- *безрисковую ставку* (часто используют годовую процентную ставку, установленную ЦБ РФ по межбанковским депозитам для твердой валюты);

- *региональный риск*, т.е. риск вложения денежных средств в недвижимость, находящуюся в конкретном регионе, характеризующемся определенным экономическим и социальным положением (например, для Москвы – 3-5% - самый низкий показатель по стране);

•*риск ликвидности*, связанный с возможностью возникновения потерь при реализации объекта недвижимости из-за недостаточной развитости, несбалансированности или неустойчивости рынка.

Четвертый подход основан на методе рыночной «выжимки», или анализе сравнительных продаж. Данный метод не требует сложных финансовых расчетов или экспертных оценок, но невозможен без достоверной информации о сравнимых продажах земельных участков. Коэффициент капитализации равен доходу, деленному на цену продажи по аналогичным земельным участкам. Необходимо рассчитывать среднее (средневзвешенное) значение по нескольким продажам для получения достоверных значений ставки капитализации.

Техника расчетов доходным подходом сложна, поскольку доходы распределены во времени и могут существенно изменяться, а ставка капитализации зависит от состояния экономики, особенно финансовой системы и правового регулирования земельного рынка. Использование доходного подхода требует проведения широких экономических и рыночных исследований для определения значений ставки капитализации, а также знания основ финансовой математики.

К ограничениям в использовании метода капитализации относятся неравномерность получаемых доходов, нестабильность цен, большой разброс продажных цен и доходов среди аналогичных земельных участков на рынке. Использование метода капитализации дохода целесообразно при оценке земельных участков, приносящих постоянный или равномерно изменяющийся доход.

Однако в России еще мало распространена практика сдачи в аренду частных земельных участков. Арендуются главным образом свободные земли из государственных и муниципальных запасов, когда величина арендной платы регламентируется кадастровой ценой земли, не адекватной ее рыночной стоимости. Поэтому на практике применение метода капитализации земельной ренты сопряжено с существенными трудностями получения достоверной информации для измерения потока будущих доходов и операционных расходов землевладельца, определения ставки их дисконтирования в текущую стоимость и коэффициента капитализации для земли.

Для оценки земельных участков, застроенных коммерческими объектами, возможно использование *техники остатка дохода, приходящегося на земельный участок*. Согласно принципу остаточной продуктивности земли зданиям и сооружениям, построенным на земле за счет привлечения капитала, рабочей силы и управления, отдается приоритет при распределении дохода. Оставшийся доход после покрытия всех затрат на привлечение других факторов приписывается земельному участку.

Условия применения техники остатка дохода для земли:

- имеющиеся объекты соответствуют варианту лучшего и наиболее эффективного использования земельного участка;
- стоимость зданий и сооружений, расположенных на земельном участке, или предполагаемые затраты на их строительство могут быть рассчитаны достаточно точно, как и срок их эксплуатации;
- известен годовой чистый операционный доход от эксплуатации объекта недвижимости (земельного участка с улучшениями).

Метод техники остатка для земли — универсальный метод оценки, но он наиболее эффективен при отсутствии сведений о сравнимых продажах свободных участков и наличии информации о доходности всего имущественного комплекса. В этом случае на основе затратного подхода оценивается стоимость улучшений и с помощью коэффициента капитализации для зданий определяется относящаяся к ним часть чистого операционного дохода. Остальная часть чистого операционного дохода от собственности с помощью коэффициента капитализации для земли преобразуется в оценку ее стоимости. Такой метод, сочетающий достоинства затратного и доходного подхода, вполне корректен, так как арендатор недвижимости оплачивает владельцу цену использования всего арендуемого имущества без различия его составляющих, а коэффициенты капитализации отдельно для земли и зданий могут быть получены оценщиком по сравниваемым объектам на местном рынке. В данном методе стоимость земли рассчитывается как:

$$V_{зем} = Y_{зем} / R_{зем},$$

где $Y_{зем}$ - остаточный чистый операционный доход от земли;

$R_{зем}$ - коэффициент капитализации земли.

$Y_{зем}$ определяется, как разность общего чистого операционного дохода (земля+здания) и чистого операционного дохода, относимого к зданиям ($Y_{зд}$).

$$Y_{зд} = V_{зд} * R_{зд},$$

где $R_{зд}$ - коэффициент капитализации для зданий и сооружений.

Техника остатка для земли используется в тех случаях, когда здания и сооружения коммерческого назначения сравнительно новые или еще не построены. Их стоимость или предполагаемые затраты на строительство могут быть определены с высокой степенью точности, так же, как и продолжительность их экономической жизни. Данный метод также применяется для определения варианта лучшего и наиболее эффективного использования земельного участка.

Сравнительный подход к оценке земельных участков широко используется в странах с развитым земельным рынком. В России он полу-

чил распространение при оценке свободных земельных участков, земель городских и сельских поселений, садоводческих, огороднических и дачных объединений граждан. Подход применяется для определения стоимости оцениваемого участка путем сопоставления цен недавних продаж аналогичных земельных участков на эффективно функционирующем свободном рынке, где покупают и продают сопоставимую собственность добровольные покупатели и добровольные продавцы, принимая при этом независимые решения. Подход основан на принципе замещения: благоразумный покупатель не заплатит за оцениваемый участок большую сумму, чем ту, за которую можно приобрести на рынке аналогичный по качеству и полезности земельный участок.

Имея достаточное количество достоверной информации о продаже участков за определенный период того же вида использования, что и оцениваемый, подход сравнения рыночных продаж позволяет получить максимально точную рыночную стоимость участка на конкретном рынке.

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).

Этапы расчета стоимости методом сравнения продаж:

Этап 1. Выявление недавних продаж сопоставимых объектов на соответствующем сегменте земельного рынка.

Оценщик изучает земельный рынок, проводит его сегментирование и определяет, к какому сегменту рынка относится объект оценки.

К характеристикам типичного для данного сегмента земельного участка относятся целевое назначение земель, зонирование и разрешенные варианты землепользования, местоположение, потребительские свойства земель (плодородие и другие характеристики почвы), передаваемые юридические права собственности и др.

Затем необходимо собрать информацию о недавних продажах сопоставимых земельных участков на соответствующем сегменте земельного рынка. Для сравнения используется несколько проданных земельных участков. Обычно достаточно от трех до пяти аналогов, но большее их число повышает достоверность оценки. В странах с развитым рынком метод сравнения продаж основан по крайней мере на ценах трех недавних сделок или на шести текущих ценах предложений.

Этап 2. Проверка информации о сделках с земельными участками.

Проводится отбор информации с целью повышения ее достоверности и получения подтверждения того, что совершенные сделки были осуществлены в типичных рыночных условиях.

Источники информации о сделках с земельными участками:

- регистрационные палаты;
- земельные комитеты;
- риэлторские и оценочные фирмы;
- различные информационные издания.

Желательно, чтобы данные о продажах сравниваемых земельных участков были подтверждены одним из участников сделки (покупателем или продавцом) или посредником.

Кроме того, при выборе объекта-аналога обращают внимание на типичный срок экспозиции, независимость субъектов сделки, инвестиционную мотивацию.

Этап 3. Сравнение оцениваемого земельного участка с участками, проданными на рынке, и внесение поправок с учетом различий между оцениваемым и каждым из сравниваемых участков.

Если оцениваемый земельный участок отличается от сопоставимого, то в цену последнего необходимо внести поправки, чтобы определить, за какую цену он мог бы быть продан, если бы обладал теми же характеристиками, что и оцениваемый участок. Оценка земельного участка путем сравнения с другими проданными участками земли может производиться двумя способами: по элементам сравнения или с помощью единиц сравнения.

Элементами сравнения называют характеристики земельных участков и условия заключения сделок с ними, которые влияют на величину цены продажи. Для лучшей организации процесса сравнения рекомендован стандартный порядок анализа элементов сравнения. При сравнении земельных участков необходимо учитывать следующие элементы:

- Оцениваемые права собственности.
- Условия финансирования.
- Условия продажи.
- Дата продажи.

Корректировки по первым четырем элементам сравнения вносятся последовательно, путем применения каждой последующей корректировки к предыдущему результату.

- Местоположение.
- Физические характеристики. При внесении поправки на размер участка определяется зависимость цены продажи одной сотки от площади земельного участка.

Корректировки на два последних элемента сравнения вносятся во вторую очередь путем применения к результату, полученному после корректировок на первые четыре элемента сравнения, в любом порядке.

Единицы сравнения используются, если:

- а) земельные участки, приносящие доход, различаются по площади и размеру имеющихся улучшений;
- б) необходима предварительная информация для инвесторов или потенциальных покупателей.

При сделках с незастроенными земельными участками используются следующие единицы сравнения.

Цена за 1 Га - при оценке больших массивов земли сельскохозяйственного или лесного назначения, под промышленное использование, при разделении земельных массивов на стандартные участки.

Цена за 1 м² - при продажах земли в центрах городов под коммерческую застройку. Участки должны быть сопоставимы по важнейшим признакам: для офисных зданий - доступ к транспортным магистралям и местам парковки, другим офисным зданиям, банкам и т.п.; для складских помещений - доступ к транспортным коммуникациям.

Цена за 1 фронтальный метр - при оценке земли, предназначенной для торговых предприятий, а также предприятий сферы обслуживания. Общая стоимость земельного участка считается пропорциональной длине его границы по какой-либо улице или шоссе.

Цена за лот - цена за стандартные по форме и размеру земельные участки в районах массовой жилой или дачной застройки. Колебания цен на стандартные по размеру и форме участки могут быть вызваны перепадами в рельефе, дренажными проблемами или опасностью паводков.

Цена за единицу плотности. Нормативные акты по зонированию обычно ограничивают плотность застройки на различных участках. На некоторых сегментах рынка это приводит к тому, что цена котируется на основе максимальной плотности, утвержденной нормами зонирования, например на основе количества разрешенных для строительства единиц жилья.

Этап 4. Анализ приведенных цен аналогов и выведение итоговой величины рыночной стоимости оцениваемого земельного участка.

После внесения корректировок в цены отобранных аналогов полученные результаты должны быть согласованы для итоговой оценки стоимости земельного участка. Простой расчет средней арифметической величины цен отобранных аналогов применяется редко. Для получения более точного результата используется формула средневзвешенной величины. При этом удельные веса присваиваются скорректированным ценам участков-аналогов в зависимости от количества внесенных корректировок, их

абсолютной величины, а также полноты и достоверности исходной информации.

Необходимо учитывать, что метод сравнения продаж дает неудовлетворительные результаты в условиях высоких темпов инфляции, при недостатке сведений о рыночных продажах сопоставимых объектов или их низкой достоверности, а также при резких изменениях экономических условий.

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.

Метод переноса или соотнесения основан на определении 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.

Затратный подход к оценке земельных участков практически не применяется для его самостоятельной оценки. Подход предполагает определение совокупной оценки стоимости участка с его улучшениями: зданиями, сооружениями, инженерными коммуникациями. Затратный подход в оценке стоимости земельного участка предполагает, что разумный инвестор, не заплатит за объект большую цену, чем та, в которую обойдется приобретение соответствующего участка под застройку и возведение на нем аналогичного по назначению и качеству здания в некоторый период времени.

Затратный подход показывает рыночную стоимость собственно земельного участка как разницу рыночной стоимости земельного участка с

улучшениями и восстановительной стоимости улучшений за вычетом их износа. При этом модель определения стоимости земельного участка основывается на принципе остатка. Затратный подход основан на учете затрат, связанных с улучшением земельных участков.

Метод изъятия определяет рыночную стоимость собственно земельного участка как разницу между рыночной стоимостью всего объекта недвижимости, т.е. земельного участка с улучшениями и восстановительной стоимостью улучшений за вычетом их износа. Данный метод расчета стоимости земельного участка основывается на технике остатка для земли.

Метод изъятия дает объективные результаты, если можно точно оценить величину восстановительной стоимости улучшений (зданий и сооружений) и их накопленного износа при условии относительного равновесия спроса и предложения на соответствующем сегменте рынка недвижимости.

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. Из денежной выручки от продажи участков вычитаются все издержки на их освоение, предпринимательская прибыль, и таким образом определяется стоимость неосвоенной земли с учетом нормы отдачи проекта и периодичности поступления денежных средств.

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 и состоит из следующих этапов:

– определение размеров и количества индивидуальных участков. Размеры и благоустройство земельных участков должны отвечать рыночным стандартам данного региона.;

– расчет стоимости освоенных участков с помощью метода сравнения сопоставимых продаж;

– расчет затрат и графика освоения, предполагаемого периода продажи и разумной предпринимательской прибыли;

– вычет всех затрат на освоение и предпринимательской прибыли из предполагаемой суммарной цены продажи участков для определения чистой выручки от продажи недвижимости после завершения освоения и продажи индивидуальных участков;

– выбор ставки дисконта, отражающей риск, связанный с периодом предполагаемого освоения и продажи.

Затраты на освоение земельного массива обычно включают:

– расходы на приобретение земельного массива и оформление документов;

– расходы на разбивку, расчистку и планировку участков;

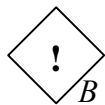
– расходы по устройству дорог, тротуаров, инженерных сетей, дренажа;

– налоги, страховку, гонорары ИТР;

– расходы на маркетинг;

– прибыль и накладные расходы подрядчика и т.д.

В целом, моделирование рыночной стоимости земельных участков проводится в рамках предположения о достижении динамического равновесия в конкуренции различных «рациональных» землепользователей за право занять определенный участок. При балансе платежеспособного спроса и предложения на имитируемом земельном рынке при ограниченности предложения решается вопрос о наиболее эффективном использовании участка как свободного и с учетом существующей застройки. Моделирование потенциального рентного дохода для различных типов землепользования базируется на закономерностях формирования рентных эффектов местоположения и сложившихся цен (продажи и аренды). Учитывая существенную разницу в стоимостных показателях для участков, расположенных по фронту улично-дорожной сети города и расположенных на внутриквартальных территориях, эти участки подлежат обязательному разделению при оценке. Реализация принципа наиболее эффективного использования происходит в условиях конкуренции за пользование недвижимостью между различными функциональными сегментами рынка с учетом реальных ограничений на объемы спроса и возможной многофункциональности территории, в результате чего на каждом участке образуется набор землепользователей.



Информация для обсуждения

В период приватизации предприятий земля, на которой были расположены приватизируемые объекты, передавалась в бессрочное пользование, однако Земельный кодекс, опубликованный в октябре 2001 года, объявил строения и землю под ними единым объектом. Единство земельно-имущественного комплекса, закрепившее неотделимость объектов недвижимости от земельного участка, на котором они расположены, имело чрезвычайно важный характер. Дело в том, что правовой статус российских предприятий до того, как названный принцип был зафиксирован в кодексе, не соответствовал сложившейся мировой практике и не внушал доверия потенциальным инвесторам, особенно зарубежным.

Наряду с принципом единства земельно-имущественного комплекса Земельный кодекс предложил принцип платности землепользования. Данный принцип исходит из

того, что вместо разнообразных титулов (постоянного бессрочного пользования, пожизненно наследуемого владения и т.д.) были оставлены только два: право собственности и право аренды. Законодатель, очевидно, исходил из сугубо практических соображений: земля - это основной национальный ресурс, и за него надо платить. Вряд ли кто будет спорить с такой постановкой проблемы, все разногласия начинаются, когда речь заходит о формировании цены на земельный участок

До 1 января 2004 года все владельцы приватизированных предприятий должны были либо выкупить земельные участки у государства, либо оформить их в бессрочную аренду. Увы, выкупные цены оказались собственникам не по карману (по данным экспертов Российского союза промышленников и предпринимателей, общая сумма затрат должна была бы составить свыше 100 млрд долл.), и сроки пришлось передвигать на два года - до 1 января 2006 года. Но и этот срок не стал окончательным. Планируется, что закончится этот процесс 1-го января 2008 г.. Между тем, как определили в Минэкономразвития, на данный момент переоформлено менее четверти от общего числа подлежащих переоформлению участков.

Это происходит потому, что на фоне давних обещаний передать приватизированным предприятиям землю бесплатно, устанавливаемые местными властями высокие ставки выкупа только отпугивают потенциальных собственников. Тем более, что земля фактически и так находится в полном распоряжении предприятий, хотя и формально принадлежит государству. Вместо того чтобы платить, владельцы заводов и фабрик предпочитают подождать, вдруг воля государства изменится.

Изменить волю, пойдя навстречу бизнесу и развитию частной собственности на землю, предлагает ведомство Грефа: для этого требуется всего лишь снизить выкупные цены. Так, новый законопроект предлагает установить их в пределах:

- 2,5 % от кадастровой стоимости, на всей территории, за исключением гг. Москвы и Санкт-Петербурга;
- 20 % от кадастровой стоимости - в городах Москве и Санкт-Петербурге.

Как считают в Минэкономразвитии, выбор кадастровой стоимости в качестве базы для расчета выкупных цен и арендных платежей обусловлен тем, что в настоящее время это единственный показатель, рассчитанный массовым методом практически для всей территории России и приближенный к рыночной стоимости земли.

Участок земли можно приобрести на аукционе (открытом или закрытом) или по конкурсу (когда выдвигаются особые условия, которые должен выполнить «соискатель»). В этом случае для определения стартовой или начальной цены проводится оценка. Если не удалось реализовать участок по заявленной цене, она может быть снижена на 10 процентов.

Хотя помимо переоформления земель в форме выкупа, существует и второй путь изменения статуса этого актива, приводящий ситуацию в согласие с новым Земельным кодексом. Этот путь - аренда. Правда, сложившиеся ставки аренды также весьма велики и совсем не привлекают предприятия: и высокие платежи по выкупу земли, и высокие арендные ставки - всё это способно серьезно подорвать показатели рентабельности предприятий. Особенно страдают те, которые расположены на территории больших городов, тем более в главных мегаполисах России: Москве и Санкт-Петербурге - ведь здесь стоимость земли такова, что порой превышает стоимость расположенных на ней предприятий.

Однако, с целью дальнейшего продвижения в сторону развитой частной собственности на землю, Минэкономразвития предлагает снизить и ставки аренды, для переоформляемых в рамках Земельного кодекса участков:

- не более 2 % от кадастровой стоимости;
- не выше размеров земельного налога – для земель сельскохозяйственного назначения;
- в размере земельного налога – для земель, ограниченных в обороте.

Итак, если предприятия не будут выкупать землю, они должны будут в указанные сроки заключить договоры о долгосрочной аренде. Стоимость аренды земли будет ограничена 2% от ее кадастровой цены в год, что также является максимальной ставкой, которая может быть снижена местными властями. Если учесть, что действующий земельный налог составляет 1,5 % кадастровой стоимости земли, то стоимость аренды ошеломляет. Совершенно очевидно, что бизнес вынуждают к выкупу земли, нисколько не беспокоясь, есть ли у него на это средства.

Интересно отметить, что по расчетам Минэкономразвития, принятие законопроекта в предлагаемом виде приведет к снижению выкупных цен: «в городах Москве и Санкт-Петербурге – в среднем в 2,3 раза; в населенных пунктах – в среднем в 9 раз; на межселенной территории – в среднем в 7,3 раза». При этом, совокупная стоимость переоформляемых земельных участков в России снизится с 736,5 млрд. руб. до 190,8 млрд. руб.

К сожалению, остается еще одна проблема – действительно ли кадастровая стоимость дает приближенное понятие о рыночной стоимости земельного участка и можно ли от нее отталкиваться при расчете выкупной цены, арендных платежей за собственность и налоговых платежей за землю. Ведь цена земельного участка по Земельному кодексу определяется размером поселения (города, поселка) на базе проведенной кадастровой оценки земель. Кадастровая стоимость определяется методами массовой оценки, что в условиях неразвитого рынка земли может давать для отдельных объектов существенные расхождения с их реальной рыночной стоимостью. При этом четких критериев того, что является методом массовой оценки земли, не существует. Это весьма субъективный показатель, и едва ли не каждый чиновник имеет возможность наполнить его удобным для себя содержанием.

Научный руководитель факультета «Школа экономики земельных рынков» Академии народного хозяйства при Правительстве РФ Иван Стариков считает, что проведение независимой экспертизы кадастровой оценки земли для конкретного предприятия, расположенного на конкретном земельном участке, дает возможность апелляции и имеет огромное значение в условиях становления рынка. Если оценка производится массовым способом, считает Стариков, это приводит к серьезным искажениям их рыночной стоимости, поэтому необходимо, чтобы рыночная оценка земли была базовой для кадастровой оценки. Поэтому экспертиза кадастровой оценки земли для конкретного предприятия, расположенного на конкретном земельном участке, является фундаментом оптимизации налогообложения и актуальна для каждого предприятия.

Рыночная цена, подчеркивают специалисты, - это цена объекта на открытом рынке, когда покупатель и продавец действуют без понуждения. Кадастровая оценка не соответствует этим критериям.

Главной проблемой при этом оценщики видят разделение земель на категории, от которых зависят ее кадастровая стоимость, величина земельного налога, а также то, что собственник имеет право с этой землей делать. «Категории земель» — чисто

советское изобретение, не имеющее с рыночным регулированием недвижимости ничего общего. Закон о переводе земель из одной категории в другую, вступивший в силу с начала 2005 г., дает региональным и местным властям широкие возможности изменения категорий земель и существует опасность, что в результате землепользователь по решению властей может лишиться не только права строить завод, но и самой возможности приватизировать данный участок земли — сегодня это можно сделать только в двух из семи категорий.

Возможно, правительству стоило бы сосредоточиться на том, чтобы превратить землю в реальный товар, — перейти от советских категорий к принятой на Западе концепции «пучка прав» землевладельца. Это комплекс прав, который защищен законами и не может быть произвольно изменен. А когда земля станет реальным товаром, то покупатели сами придут к решению о приобретении земли в собственность. Конечно, право бессрочного пользования — нонсенс с точки зрения западного законодательства, а по российским законам — барьер, усложняющий операции с недвижимостью промышленных предприятий. Все это вредит прозрачности и капитализации компании. И по мере выхода российского бизнеса на мировые рынки капитала его интерес к прояснению вопроса с собственностью на землю будет расти. Вот здесь-то и можно будет предметно обсудить вопрос о реальной рыночной цене на землю.

Оценщик должен определить потенциал стоимости приобретаемого имущества и соразмерности ожидаемого прироста стоимости и дополнительных затрат на улучшение земельного участка в пределах имеющихся ограничений на его освоение. Потенциал земельного участка, обусловленный его местоположением, рыночной конъюнктурой, правовыми возможностями и ресурсными параметрами, выступает решающим аргументом в пользу принятия инвестиционного решения или отказа от него. Поэтому рыночная стоимость земельного участка, адекватно отражающая его потенциал, является показателем экономической целесообразности инвестиционного проекта.



Информация для обсуждения

Имеются данные по предлагаемым к продаже земельным участкам по г. Иркутску на 08.05.2007г.

КИРОВСКИЙ РАЙОН:

1. Земельный участок, район пересечения ул. Тимирязева и Киевской. S = 0,25 Га. Право собственности. Цена: 10 млн. руб.

ОКТЯБРЬСКИЙ РАЙОН:

2. Земельный участок, ул. Трилиссера. S = 0,76 Га. Под строительство жилого комплекса. Право собственности. Цена: 38 млн. руб.

3. Земельный участок, ул. Советская, (р-н ЦПКиО). S = 0,21 Га. Право собственности. Цена: 24 млн. руб.

4. Земельный участок, ул. Седова (р-н ЦПКиО). S = 0,80 Га. Право собственности. Цена: 40 млн. руб.

5. Земельный участок, ул. Байкальская. S = 6 сот. Право собственности. Цена: 10 млн. руб.

6. Земельный участок, ул. Коммунистическая. S = 8 сот. Право собственности. Цена: 3,5 млн. руб.

7. Земельный участок, Солнечный м/р (рядом ледокол «Ангара»). S = 0,39 Га. Водохранилище. Под организацию мест массового отдыха. Право аренды – 10 лет. Цена: 5 млн. руб.

КУЙБЫШЕВСКИЙ РАЙОН:

8. Земельный участок, Падь Топка. S = 0,12 Га. Право собственности. Цена: 580 000 руб.

СВЕРДЛОВСКИЙ РАЙОН:

9. Земельный участок, бул. Рябикова. S = 4,5 Га. Право собственности. Земли промышленности. Цена: 23 млн. руб.

10. Земельный участок, Чайка. S = 0,24 Га. Право собственности. Цена: 13 млн. руб.

11. Земельный участок, ул. Челнокова. S = 0,44 Га. Право собственности. Цена: 65 млн. руб.

ЛЕНИНСКИЙ РАЙОН:

12. Земельный участок, Ново-Ленино. S = 0,52 Га. Право собственности. Цена: 3,9 млн.

Как Вы считаете, можно по данной информации выполнить оценку стоимости земли каким-либо из методов?

ГЛАВА 5. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ



Применяемые для оценки машин и оборудования подходы традиционны для теории оценки, однако существуют особенности их использования, связанные со спецификой машин и оборудования как объектов собственности.

Нормативно-правовые основы оценки машин, механизмов, оборудования и транспортных средств включают «Общероссийский классификатор основных фондов» (ОКОФ), утвержденный Госкомстатом России и Госстандартом России, «Методическое руководство по определению стоимости автотранспортных средств с учетом естественного износа и технического состояния на момент предъявления», отраслевые классификаторы машин и оборудования, технические условия и паспорта, номенклатурные справочники и др.

Машины, механизмы, оборудование и транспортные средства как объекты движимого имущества вступают в хозяйственный оборот, и с ними совершаются различные операции. Машины и оборудование могут быть объектом сделок, связанных с установлением, изменением и прекращением вещных прав, и в силу этого становиться объектом оценки. Кроме того, потребность в оценке машин и оборудования может возникнуть и по каким-либо другим обстоятельствам, предусмотренным действующим законодательством, не связанным с изменением вещных прав (например, в случае переоценки основных фондов, при страховании и т. п.).

Организационные основы оценки машин, механизмов, оборудования и транспортных средств связаны с конкретной организацией процесса оценки их стоимости. Организация такой оценки включает:

1. классификацию машин, механизмов, оборудования и транспортных средств по назначению, типам, маркам, моделям, характеристикам и конструктивному исполнению, отраслевой принадлежности, собственности и др.;

2. определение основных объектов оценки, которыми могут быть: а) функционально самостоятельные машины, агрегаты и установки, транспортные средства; б) технологические комплексы, объединяющие несколько взаимосвязанных технологических машин и вспомогательных устройств (поточные и автоматические линии, роботизированные комплексы, гибкие модули и т. д.); в) машинный или станочный парк предприятия в целом и (или) его структурных подразделений (филиалов, цехов, участков, хозяйств);

3. инвентаризацию и идентификацию отдельных объектов оценки. Инвентарные объекты на предприятиях пронумерованы, что облегчает их

поиск и идентификацию. На основе первичных документов о приемке-передаче, технических паспортов и другой документации на каждый инвентарный объект машин и оборудования в бухгалтерии заведены инвентарные карточки по типовой форме № ОС-7. Из инвентарной карточки оценщик может получить важную информацию об основных характеристиках объекта, его первоначальной и восстановительной стоимости, времени изготовления и пуска в эксплуатацию; изменениях, которым он подвергался; источниках приобретения. В инвентарной карточке также указывается, в каком подразделении и у какого материально ответственного лица объект числится на учете. Можно вести оценку по каждому инвентарному объекту в отдельности или по группам объектов. Если принимается решение о формировании групп (комплексов), то группировка выполняется обычно по производственно-технологическому признаку, т. е. по принадлежности инвентарных объектов к определенной технологической цепочке (линии) или технологическому комплексу (участку);

4. техническую экспертизу машин, механизмов, оборудования и транспортных средств с определением типа, наименования, модели, марки, года выпуска и пуска в эксплуатацию, технической мощности, предприятия-производителя, назначения и принципа действия, массы и габаритов, основных характеристик системы управления (для автоматизированного оборудования), комплектации (приспособления, инструменты, управляющие программы и т. п.). На этом этапе оценщик проводит внешний осмотр машин и оборудования. При внешнем осмотре выясняются общее физическое состояние объекта, состояние окружающей среды и рабочего места, эксплуатационная готовность оборудования, интенсивность эксплуатации и реальная производительность. Дополнительную информацию получают путем проведения опросов бригадиров, наладчиков, рабочих, механиков и водителей;

5. анализ специфических особенностей и базисных характеристик оценки машин, механизмов, оборудования и транспортных средств;

6. определение стоимости различными методами и с учетом различных факторов (инфляции, конкуренции, соотношения спроса и предложения, износа);

7. подготовку отчета о стоимости машин, механизмов, оборудования и транспортных средств.

К методологическим основам оценки машин, механизмов, оборудования и транспортных средств относятся конкретные методические подходы, методы, принципы, этапы оценки. Выбор методики оценки движимого имущества предприятия зависит от цели оценки, вида определяемой стоимости и специфики объекта оценки. Цели оценки машин, механиз-

мов, оборудования и транспортных средств, как и виды их стоимости, могут быть различными (табл. 5.1).

Таблица 5.1

**Цели оценки и виды стоимости
машин, механизмов, оборудования и транспортных средств [1]**

Цели оценки	Виды стоимости и особенности ее определения
1	2
Инвестирование	Рассчитывается инвестиционная стоимость, которая может превышать рыночную из-за резкого сокращения сроков покупки машин, механизмов, оборудования и транспортных средств. Инвестиции считаются эффективными, если суммарная текущая стоимость поступлений от реализации проекта превышает текущую стоимость всех затрат на машины, механизмы, оборудование и транспортные средства за период осуществления проекта, поэтому прогнозная стоимость движимого имущества, включенного в инвестиционный проект, затраты на доставку оборудования, его монтаж и пуско-наладочные работы чаще занижаются, чем завышаются.
Ликвидация	В условиях вынужденной продажи устанавливается рыночная стоимость (цена на аукционе). При этом оборудование срочно продают «в том виде, как оно есть, и в том месте, где оно находится» без гарантий. У покупателя мало информации об объекте из-за срочности сделки. При заключении сделки не принимается во внимание наличие ноу-хау, изобретений, товарных знаков, часто имеет место неполная комплектация оснасткой, инструментом, запчастями и т. д. Покупатель обычно самостоятельно демонтирует и доставляет оборудование, при этом ему приходится решать проблему сохранности оборудования.
Страхование	Страховая стоимость, которая может быть определена как остаточная балансовая стоимость (без учета элементов, не подверженных страховому случаю, например, фундаментов машин, коммуникаций и т.д.), рассчитывается на основе рыночной стоимости за вычетом реального износа или стоимости замещения, так как после страхового случая страхователю придется восстанавливать свое имущество, приобретая новые или подержанные аналогичные образцы техники. Поскольку ущерб от страхового случая рассчитывается по отдельным частям застрахованного имущества, и для разных видов имущества применяются разные ставки страховых взносов (что объясняется разной степенью риска), расчет страховой стоимости должен быть выполнен поэлементно, т. е. по отдельным машинам, единицам оборудования и т.д. При этом составляется перечень уничтоженного, поврежденного и неповрежденного имущества, определяется их количество и стоимость, производится расчет суммы убытков.
Залог	Определение обязательств должника и перевод его материальных активов в денежные средства через их распродажу.

Утилизация	Если оборудование достигло предельного состояния вследствие износа или чрезвычайного события (аварии, пожара, взрыва и т. п.) и его капитальный ремонт нецелесообразен или когда оборудование потеряло полностью свою полезность, на него невозможно найти покупателя, а его реконструкция нецелесообразна, данная единица оборудования будет разобрана, какие-то детали и узлы, еще не выработавшие свой ресурс, будут использованы при ремонте других машин, проданы в виде запчастей либо найдут вторичное применение, но после предварительного восстановления.
Сдача в металлолом	Производится группировка деталей по группам материалов и рассчитывается их масса. Оставшиеся детали и узлы сортируются по маркам материалов и сдаются в металлолом. Детали, не поддающиеся вторичной переработке, становятся безвозвратными отходами. Уходит в отвалы вторичная стоимость основных материалов, из которых состоит машина или единица оборудования (сталь, чугун, цветные металлы и сплавы и др.), если затраты на демонтаж, подготовку и транспортировку лома превысят стоимость массы материала. Такие ситуации возникают, например, при ликвидации химических резервуаров, буровых вышек, мощных фундаментов и т. д. По каждой детали или узлу стоимость определяют либо на основе цен вторичного рынка запасных частей, либо по остаточной стоимости с добавлением затрат на разборку, очистку, покраску, смазку и подготовку к продаже.
Импорт	Таможенная стоимость импортируемых машин и оборудования используется для начисления таможенной пошлины, сборов и иных таможенных платежей, НДС, акцизов, а также для определения штрафов и других санкций за таможенные правонарушения, ведения таможенной и внешнеэкономической статистики, осуществления валютного контроля. Декларант (импортер) заявляет таможенную стоимость импортируемых товаров, а проверяет ее и далее применяет таможенный орган.
Лизинг	Лизинговая стоимость оборудования отражается в заявлении на лизинг, заказе-наряде на поставку оборудования, договорах купли-продажи, финансового лизинга. При оформлении лизинговой сделки оценивают первоначальную стоимость (отпускную рыночную цену) приобретаемого оборудования, так как объектом финансового лизинга может быть только новое оборудование. В процессе выполнения лизингового договора оценщик может определять остаточную или ликвидационную стоимость лизингового оборудования в случаях расторжения или истечения срока договора, наступления неплатежеспособности лизингополучателя или при грубых нарушениях в использовании оборудования, его порче.

Специальными принципами оценки стоимости машин, механизмов, оборудования и транспорта являются детальный осмотр объектов, обязательная оценка технического состояния, систематический анализ прайс-листов заводов-изготовителей.

Рыночная стоимость машин, механизмов, оборудования и транспортных средств может быть определена исходя из затратного, сравни-

тельного и доходного подходов. Например, для автомобильного транспорта, универсального оборудования наиболее приемлем сравнительный подход, так как автомобили и универсальное оборудование выпускаются в достаточно больших количествах, продаются на сложившемся рынке, на котором имеется достоверная информация по конкретным сделкам. Для средств морского, водного и воздушного транспорта и специального оборудования, изготовляемого по специальному заказу, рекомендуется использовать затратный подход. Доходный подход целесообразно применять для технологических линий по производству конкурентоспособной, ликвидной и доходной продукции.

Особенности оценки машин, механизмов и оборудования, прежде всего, связаны с их большим количественным и видовым разнообразием. При оценке выделяют следующие классификационные признаки машин, механизмов и оборудования:

- *по материалам и функциям обработки* — металлорежущее, кузнечно-прессовое и деревообрабатывающее оборудование;
- *по видам* — технологическое оборудование, контрольно-измерительные приборы, вычислительная техника, автомобили, тракторы, сельскохозяйственные машины, строительная техника и др.;
- *по назначению* — используемые для обработки, производства, измерения, хранения, транспортировки;
- *по сроку эксплуатации* — используемые в нормативный и сверхнормативный сроки;
- *по устройству* — механическое и автоматическое оборудование;
- *по отраслям* — металлургическое оборудование, оборудование химии, нефтехимии, энергетики, машиностроения, черной и цветной металлургии, швейной, текстильной и пищевой промышленности, сельскохозяйственного машиностроения и т. д.);
- *по отношению к производственному процессу* — предназначенные к установке; находящиеся в монтаже, пробной эксплуатации и эксплуатации; временно не эксплуатируемые; находящиеся в капитальном ремонте, реконструкции, модернизации, переоснащении; находящиеся в консервации или запасе (в том числе мобилизационном), в демонтаже; выбывшие из эксплуатации, подлежащие разборке и утилизации;
- *по праву собственности* — относящиеся к собственным средствам предприятия, безвозмездно полученные во временное пользование, арендуемые у другого владельца, сданные в аренду (в том числе с правом выкупа);
- *по способу приобретения* — приобретенные по лизингу, на заводе-изготовителе или вторичном рынке, изготовленные собственными силами;

- *по специализации* — стандартное универсальное, серийно выпускаемое и специализированное оборудование, производимое на базе универсального оборудования, специальное оборудование, изготавливаемое только по индивидуальным заказам;

- *по месту производства* — отечественное и импортное оборудование (с указанием завода-изготовителя);

- *по степени эксплуатации* — незагруженное, недостаточно загруженное и интенсивно используемое оборудование;

- *по комплектации* — единицы, агрегаты, узлы, комплексы, приборы и оснастка;

- *по состоянию* — физически или морально устаревшее и прогрессивное оборудование;

- *по функциональной и отраслевой классификации*. В настоящее время в России наиболее распространены следующие четыре вида классификаторов продукции: 1) «Типовой классификатор основных фондов», утвержденный Госкомстатом России. Классификатор построен по методу десятичного кода, содержащего четыре классификационные группировки: вид, класс, группа и подгруппа; 2) «Общероссийский классификатор основных фондов» (ОКОФ), Каждая позиция ОКОФ включает девятизначный цифровой десятичный код, контрольное число и наименование; 3) классификатор «Товарная номенклатура для внешнеэкономической деятельности»; 4) отраслевые классификаторы машин и оборудования.

- *по техническим характеристикам* — в хорошем состоянии (повреждений и деформаций нет, имеются отдельные неисправности, которые не влияют на эксплуатацию объекта и могут быть устранены в ходе текущего ремонта), в удовлетворительном (объект в целом пригоден к эксплуатации, однако требуется ремонт), в неудовлетворительном (эксплуатация объекта возможна только при условии проведения ремонта), в аварийном (выполнение функций возможно лишь при проведении ремонтных работ или полной замены отдельных узлов и деталей), в непригодном состоянии (эксплуатировать объект нельзя).

Оценщик при оценке движимого имущества должен тщательно изучить общие тенденции рынка данного имущества и иметь реальное представление о перспективах его развития. Начальная стадия развития данного рынка характеризовалась низкими ценами, что было обусловлено массовым предложением движимого имущества приватизированных предприятий, новые собственники которых избавлялись от ненужного оборудования, и низкой остаточной стоимостью старого оборудования. Далее этот рынок стал развиваться по следующим направлениям специализации: рынок списанного движимого имущества (комплектного или чаще некомплектного); рынок движимого имущества обанкротившихся

предприятий; рынок нового оборудования для малых предприятий и мини-цехов (маслобойки, хлебопекарни, технологические линии); рынок высокоэффективного нового импортного оборудования для организации новых нетрадиционных производств; рынок прочего оборудования.

При оценке движимого имущества особое внимание обращается на степень его износа. Как правило, расходы на устранение износа превышают прирост полезности и стоимости движимого имущества. С учетом данных обстоятельств оценщик должен внимательно исследовать движимое имущество и отразить не только его действительное техническое состояние, но и реальную стоимость с учетом необходимости ремонта, замены узлов и агрегатов, деталей.

Методика оценки машин и оборудования тесно связана с методикой оценки недвижимости, но в то же время существенно от нее отличается. Основные различия между этими методиками заключаются в следующем:

- 1) разный характер объекта оценки;
- 2) здесь возникает проблема идентификации объекта. Количество оцениваемых объектов на предприятии может достигать десятков тысяч единиц оборудования, разнообразного по назначению, устройству, характеристикам;
- 3) фактор износа играет более важную роль, так как оборудование изнашивается гораздо быстрее, чем здания;
- 4) стоимость машин и оборудования почти не зависят от территориальных факторов;
- 5) для многих видов машин и оборудования рынок ограничен;
- 6) высокая подвижность рынка машин и оборудования в связи с систематическим обновлением ассортимента;
- 7) машины и оборудование могут быть перемещены в другое место без причинения невосполнимого физического ущерба, как самим себе, так и той недвижимости, к которой они были временно присоединены;
- 8) машины и оборудование могут быть как функционально самостоятельными, так и образовывать технологические комплексы.

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

- одна отдельно взятая машина или оборудование (типичный случай – определение страховой стоимости, купля – продажа, передача в аренду);
- множество условно независимых друг от друга единиц машин и оборудования (типичный случай – переоценка основных фондов);
- производственно – технологические системы: комплекс машин и оборудования с учетом имеющихся производственно – технологических связей (типичный случай – при ликвидации предприятия, когда имущество

распродается так, чтобы на его основе потенциальный покупатель мог организовать производство, при оценке машин и оборудования как части оценки рыночной стоимости всех активов).

В первом случае оценка идет «россыпью», во-втором – «поток», а в третьем имеет место «системная оценка». Системная оценка, в отличие от двух других оценок, наиболее близка к оценке производственного бизнеса в целом.

При оценке машин и оборудования важным является правильность выбора методов оценки, относящихся к трем подходам: затратному, сравнительному, доходному. Поскольку чаще расчету подлежит рыночная стоимость, являющаяся базой для расчета любого вида оценочной стоимости, за исключением восстановительной, необходимо стремиться к использованию трех подходов при проведении расчетных процедур. Однако основным при оценке машин и оборудования выступает сравнительный подход.

Затратный подход в оценке машин и оборудования связан с определением восстановительной стоимости актива с последующим учетом в ней обесценения, вызванного выявленными элементами накопленного износа: физического, функционального, экономического:

$$C_{об.т} = BC - O,$$

где $C_{об.т}$ – текущая стоимость оборудования (на дату оценки);

BC – восстановительная стоимость;

O – обесценение, вызванное выявленными элементами накопленного износа.

Для определения восстановительной стоимости (на базе стоимости воспроизводства или стоимости замещения) необходимо рассчитать затраты (издержки), связанные с созданием, приобретением и установкой оцениваемого объекта.

Под *стоимостью воспроизводства* оцениваемых машин и оборудования понимается либо стоимость воспроизводства их полной копии в текущих ценах на дату оценки, либо стоимость приобретения нового объекта, полностью идентичного оцениваемому по конструктивным, функциональным и другим характеристикам тоже в текущих ценах.

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

При установлении сходства машин и оборудования можно выделить три уровня:

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

При полном достижении всех трех уровней сходств принято говорить об идентичности объектов, а при приблизительном и частичном сходствах – об аналогичности.

В затратном подходе в оценке машин и оборудования можно выделить следующие основные методы расчета восстановительной стоимости:

– *метод расчета по цене однородного объекта.*

Осуществляется в следующей последовательности:

1. Подбирается однородный объект, похожий на оцениваемый, прежде всего по технологии изготовления.

2. Определяется полная себестоимость производства однородного объекта по формуле:

$$C_{n.od} = (1 - H_{dc})(1 - H_{np} - K_p)C_{od}/(1 - H_{np}),$$

где $C_{n.od}$ — полная себестоимость производства однородного объекта;

H_{dc} — ставка налога на добавленную стоимость;

H_{np} — ставка налога на прибыль;

K_p — показатель рентабельности продукции;

C_{od} — цена однородного объекта.

Допустимо принять показатели рентабельности: 0,25-0,35 – для продукции с повышенным спросом, 0,1-0,25 со средним спросом, 0,05-0,1 – с низким.

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

$$C_n = C_{n.od}G_o/G_{od},$$

где C_n — полная себестоимость производства оцениваемого объекта;

G_o/G_{od} — массы конструкции оцениваемого и однородного объектов соответственно.

4. Определяется восстановительная стоимость (ВС) оцениваемого объекта по формуле.

$$BC = (1 - H_{np}) * C_n / (1 - H_{np} - K_p).$$

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

– *метод поэлементного расчета.*

Характерен следующим порядком действий:

1. Составляется перечень комплектующих узлов и агрегатов оцениваемого объекта. Собирается ценовая информация по комплектующим, но это становится возможным только при наличии развитого рынка комплектующих изделий.

2. Определяется полная себестоимость объекта по формуле:

$$C_n = \sum C_{эл} + CЗ_c,$$

где C_n — полная себестоимость оцениваемого объекта;

$C_{эл}$ — стоимость комплектующего узла или агрегата;

$CЗ_c$ — собственные затраты изготовителя (например, стоимость сборки).

3. Рассчитывается восстановительная стоимость оцениваемого объекта (BC).

$$BC = C_n \times K_n \times K_m,$$

где K_n — норма прибыли;

K_m — коэффициент, учитывающий торговую наценку дилера.

– *индексный метод* предполагает определение стоимости путем переоценки первоначальной балансовой стоимости с помощью индекса изменения цен по соответствующей группе машин или оборудования за соответствующий период:

$$BC = S_o \times Y,$$

где BC – восстановительная стоимость объекта;

S_o – базовая стоимость объекта;

Y – индекс изменения цен.

После определения восстановительной стоимости для получения остаточной стоимости необходимо учесть износ.

Физический износ можно рассчитать *методом срока жизни* как отношение эффективного возраста к сроку экономической жизни или *методом укрупненной оценки технического состояния*, используя специальные оценочные шкалы технического состояния.

Функциональный износ определяется экспертным путем или на основании отношения:

$$K = X_o / X_{анал},$$

где K – корректирующий коэффициент;

X_o и $X_{анал}$ - значения характеристики оцениваемого объекта и аналога.

Внешний износ определяется методом связанных пар продаж. Сравниваются два сопоставимых объекта, один из которых имеет признаки внешнего износа, а другой – нет. Разница в ценах трактуется как внешний износ.

Сравнительный подход к оценке стоимости машин и оборудования представлен, прежде всего, *методом прямого сравнения*. Объект анализа должен иметь то же функциональное назначение, полное квалификационное подобие и частичное конструкторское — технологическое сходство. При этом анализу подвергаются цены как первичного, так и вторичного рынков.

Расчет методом прямого сравнения продаж осуществляется в несколько этапов.

1. Нахождение объекта — аналога.

2. Внесение корректировок в цену аналога. Корректировки бывают двух видов:

- коэффициентные, вносимые умножением на коэффициент;
- поправочные, вносимые прибавлением или вычитанием абсолютной поправки.

Таким образом, стоимость машин или единиц оборудования определяется по формуле

$$V = V_{\text{анал}} * K_1 * K_2 \dots K_m \pm V_{\text{доп}},$$

где $V_{\text{анал}}$ — цена объекта — аналога;

K_1, K_2, K_m — корректирующие коэффициенты, учитывающие отличия в значениях параметров оцениваемых объекта и аналога;

$V_{\text{доп}}$ — цена дополнительных устройств, наличием которых отличается сравниваемый объект.

Сравнительный подход позволяет выполнить расчет рыночной стоимости оцениваемой машины по данным об одном-трех аналогах. Количество используемых аналогов зависит прежде всего от степени сходства сравниваемых объектов и максимального сходства условий их приобретения. Рыночная стоимость оцениваемой машины получают как среднеарифметическую или средневзвешенную величину по скорректированным ценам аналогов.

Доходный подход в оценке машин и оборудования. Для его реализации необходимо спрогнозировать ожидаемый доход от оцениваемого объекта. Применительно к машинам и оборудованию напрямую эту задачу решить невозможно, так как доход создается всем производственным комплексом. Поэтому обычно проводятся такие операции:

- 1) рассчитывается операционный доход от функционирования производственной системы (либо всего предприятия, либо цеха или уча-

- стка);
- 2) методом остатка определяется та часть дохода, которую можно отнести к машинному парку этой системы;
 - 3) с помощью метода дисконтирования или метода капитализации определяется стоимость всего машинного парка.

Доходный подход к оценке машин и оборудования применяется ограниченно, так как сложно выделить доход, приносимого оцениваемой единицей оборудования, из дохода, приносимого общей производственной системой.

ГЛАВА 6. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ

*«Если бы мы оказались перед необходимостью разделения компании,
я бы оставил вам землю, фабрики и оборудование,
а себе — только торговые марки.
И тогда я был бы абсолютно спокоен за свое будущее».*
Джон Стюарт,
председатель совета директоров
компании «Quaker»

Оценка нематериальных активов является наименее разработанной ветвью профессиональной оценки. Исторически сложилось так, что её становление в Российской Федерации происходило без той мощной поддержки со стороны западных специалистов, которая присутствовала в оценке недвижимости, машин и оборудования и бизнеса.

Прежде чем приступить к расчету рыночной стоимости, необходимо определиться, что именно мы собираемся оценивать.

В ряде российских нормативных документов дается определение нематериальных активов, рассматриваются их виды. Обобщая изложенный в этих документах материал, можно отметить, что к нематериальным активам относятся активы:

- либо не имеющие материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не имеет существенного значения для их использования в хозяйственной деятельности;
- способные приносить доход;
- приобретенные с намерением использовать в течение длительного периода (свыше одного года).

Нематериальные активы можно подразделить на три основные группы (рис. 6.1):

1. Интеллектуальная собственность, в том числе имущественные права;
2. Деловая репутация фирмы (гудвилл);
3. Организационные расходы.

При определении рыночной стоимости интеллектуальной собственности необходимо использовать Методические рекомендации, разработанные и утвержденные Министерством имущественных отношений Российской Федерации 26.11.2002 N СК-4/21297.



Рис. 6.1. Структура нематериальных активов предприятия

В данном пособии эти рекомендации подробно рассматриваться не будут, но необходимо отметить, что оценка нематериальных активов, в частности интеллектуальной собственности, позволяет (ниже на примере будет рассмотрено подробнее):

1. Уменьшить налог на прибыль.
2. Регулировать объем амортизационных отчислений и создавать фонды на приобретение новых объектов интеллектуальной собственности (т.е. деньги остаются на предприятии).
3. Увеличить рыночную стоимость предприятия.
4. Определить размер доли при вкладе в уставный капитал в форме объектов интеллектуальной собственности.
5. Обеспечить учет всех активов предприятия.
6. Оптимизировать соотношение активов.

7. Определить стоимость объектов интеллектуальной собственности при их купле-продаже.

8. Определить размер ущерба или размер компенсации по поводу незаконного использования объектов интеллектуальной собственности, принадлежащих предприятию.

9. Учесть стоимость объектов интеллектуальной собственности при реорганизации, ликвидации или банкротстве предприятия.



Информация для обсуждения

Приведем небольшой пример. Допустим, некое предприятие разрабатывает компьютерные программы. Этому предприятию принадлежат права на разработанную, но неоцененную им программу «Альфа-3D». Тиражирование и распространение этой программы приносит выручку в 1 000 000 руб. в год. Допустим, себестоимость этого производства 400 000 руб. в год. Получается, что с прибыли в 600 000 руб. приходится платить 24% налога на прибыль - 144 000 руб., а затем использовать чистую прибыль предприятия - 456 000 руб. на разработку новых программных продуктов. Пусть, срок полезного использования данной программы - 5 лет и в результате оценки установлено, что стоимость этого объекта интеллектуальной собственности - 1 000 000 руб. Тогда, равномерно распределив амортизационные отчисления на 5 лет, получаем сумму в 200 000 руб. в год. Следовательно, себестоимость этого производства уже не 400 000 руб. а 600 000 руб. и налог на прибыль нужно исчислять уже с 400 000, а не с 600 000. Сосчитав этот налог, получим - 96 000 руб. Таким образом, на предприятии остается в форме амортизационных отчислений и чистой прибыли не 456 000 руб., а 504 000 руб. Учитывая налог на имущество (2% или, в нашем случае 20 000 руб.) имеем 28 000 руб. или почти 3%, можно сказать, «прибыли».

Перечисляя преимущества надлежащей оценки указанной программы, нельзя не упомянуть о том, что авторские вознаграждения создателям программы также относятся на ее себестоимость.

Кроме того, в результате правильной оценки разрабатываемой и распространяемой компанией программы имущественный комплекс предприятия увеличился на 1 000 000 руб. - появились предпосылки для дополнительной эмиссии (в случае АО). Также теперь есть возможность входить в уставные капиталы других предприятий на сумму 1 000 000 руб., не отвлекая «живых» денег.

Этот пример очень наглядно демонстрирует возможности, которые открываются у предприятия в случае использования такого инструмента, как оценка нематериальных активов. Но в нашем примере мы ограничились оценкой только программного продукта, однако необходимо помнить, что у любого предприятия есть еще как минимум товарный знак и фирменное наименование, которое также может и должно рационально использоваться.

Доказать важность определения стоимости нематериальных активов нетрудно. Во-первых, капиталовложения, затрачиваемые на создание нематериальных активов, в ряде отраслей превышают затраты на приобретение материальных активов. Во-вторых, при оценке акций компаний фон-

довый рынок признает стоимость нематериальных активов. По данным британского Института защиты торговых знаков, за период с 1980-го по 2000 год в Великобритании и США отношение балансовой стоимости компаний к их рыночной стоимости уменьшилось в пять раз. Например, в Англии сейчас только 30% рыночной стоимости компании отражается в балансе, все остальное приходится на нематериальные активы: ноу-хау, патенты, деловую репутацию, авторские права и, естественно, важнейший нематериальный актив — бренд. Так, в компании British Petroleum (BP) соотношение материальных и нематериальных активов оценивается как 29:71, в Coca-Cola — 4:96.

О значительной цене нематериальных активов свидетельствуют сделки по покупке компаний, владеющих известными брендами. Например, в 1988 году Nestle приобрела Rowntre за 5 млн фунтов стерлингов, когда материальные активы последней оценивались всего в миллион. В середине 80-х отделение Schweppes компании Cadbury заплатило 220 млн долларов за фирмы Hires и Crush. При этом стоимость купленных производственных мощностей составляла лишь 9% от суммы сделки, остальные деньги уплачены за нематериальные активы, и, прежде всего, за бренды. Можно привести примеры сделок, когда компания платила только за бренд. Одна из крупнейших сделок по покупке брендов — приобретение у Seagram Company семи алкогольных брендов за 371,2 млн долларов компанией American Brands Inc. Компания Grand Met за 1,2 млрд. долларов приобрела у компании Heublein право на использование бренда Smirnoff на территории США. В позапрошлом году итальянский концерн Aprilia купил бренд Moto Guzzi за 68 млн долларов.

Исследования, проведенные в 638 компаниях США в 1985 году дали следующие данные о соотношении стоимости брендов и осязаемых активов компаний по отраслям: 61% — легкая промышленность, 34% — химическая, 22% — электромашиностроение и 1% — первичные металлы. Компания Interbrand также провела оценку значимости нематериальных активов и марок в различных отраслях (таблица 6.1).

В последнее время доля стоимости торговой марки в общей стоимости компании неуклонно возрастает. Когда в 1998 году британская компания GrandMet приобрела другую британскую компанию - Pillsbury – 88% уплаченной цены пошло на приобретение торговых марок компании (иными словами, цена компании на 88% представляла собой суммарную стоимость торговых марок, принадлежавших ей).

Впервые оценка стоимости торгового знака была проведена в 1989 году компанией Интербренд (Interbrand – www.interbrand.com) - признанным мировым лидером в области методики оценки бренда. В конце главы

будут представлены их последние оценки стоимости мировых и российских брендов.

Таблица 6.1

Относительная значимость торговых марок и других активов

	Материальные активы (%)	Марки (%)	Другие нематериальные активы (%)
Коммунальное хозяйство	70	0	30
Тяжелая промышленность	70	5	25
Фармацевтика	40	10	50
Розничная торговля	70	15	15
Информационные технологии	30	20	50
Автомобилестроение	50	30	20
Финансовые услуги	20	30	50
Продукты питания	40	55	5
Предметы роскоши	25	70	5

К сожалению, сегодня само значение определения стоимости бренда для ведения бизнеса у нас в стране практически никем не осознано. Все прекрасно понимают, что торговая марка что-то стоит, что в нее что-то вкладывается, но когда возникает вопрос использования ее в качестве какого-то инструмента, не относящегося к торговому процессу, то возникают трудности в понимании этого момента. В России пока практически нет спроса на оценку брендов. Западные аналитики проводили оценку стоимости бренда Rambler, который был оценен в 30 млн дол, специально для того, чтобы полученной цифрой можно было оперировать на переговорах с западными компаниями, желающими выкупить часть акций холдинга. Но пока случаи интереса западных покупателей к российским маркам единичны.

Но, тем не менее, в настоящее время все большее количество фирм приходит к мысли о необходимости не только наличия, но и оценки своих нематериальных активов с целью увеличения их стоимости, а следовательно и стоимости всей фирмы в целом. Нематериальные активы принимают разнообразные формы, и все же главной из них во многих отраслях является капитал, формируемый торговыми марками компаний. Марочный капитал — это чистая приведенная стоимость будущих денежных потоков, генерируемых благодаря брендам компании, своеобразный излишек над ценностью, которую имеют для потребителей немарочные товары. Марочный капитал возникает из уверенности покупателей в ценности торговой марки. На основе этой веры между брендом и покупателем формируются взаимосвязи, стимулирующие предпочтения потребителей, лояльность к марке и готовность рассмотреть новые товары и услуги, которые компания предложит в будущем под тем же марочным названием.

Только за последний год в России зарегистрировано около 15 тысяч торговых знаков. Решающую роль в бурном росте количества новых марок сыграл кризис 1998 года, после которого потребители все чаще предпочитают отечественный продукт, а российские производители активнее продвигают его на местном рынке. Уже можно с уверенностью утверждать, что появился целый ряд настоящих российских брэндов, которые по узнаваемости вполне могут конкурировать с известными западными аналогами. Interbrand уже два года публикует российский вариант своего рейтинга брэндов (таблица 6.2).

Таблица 6.2.

Самые дорогие российские брэнды

Место		Бренд	Категория	Стоимость брэнда, млн руб.	
ноябрь 2006 г.	ноябрь 2005 г.			2006 г.	2005 г.
1	1	Билайн	Телекоммуникационные услуги	156 204	143 600
2	2	МТС	Телекоммуникационные услуги	136 458	133 077
3	3	Балтика	Напитки (пиво)	51 618	48 549
4	5	ЛУКОЙЛ	Нефть	21 075	19 682
5	Не оценивалась	Славнефть	Нефть	18 206	Не оценивалась
6	Не оценивалась	Роснефть	Нефть	18 028	Не оценивалась
7	Не оценивалась	Татнефть	Нефть	17 655	Не оценивалась
8	7	Северсталь	Сталь	12 118	11 398
9	10	Домик в деревне	Молочные продукты	10 886	9722
10	6	МегаФон	Телекоммуникационные услуги	10 571	11 785
11	9	Альфа-Банк	Банк	10 420	9793
12	8	Сбербанк	Банк	10 178	9928
13	11	Бочкарев	Напитки (пиво)	9681	9039
14	Не оценивалась	Пятерочка	Розничная торговля	8780	Не оценивалась
15	Не оценивалась	Банк Москвы	Банк	7349	Не оценивалась
16	13	Бабаевский	Кондитерские изделия	5743	5089
17	14	Банк Русский Стандарт	Банк	5714	4983
18	12	Газпром	Газ	5409	5320
19	15	ИНГОССТРАХ	Страхование	4825	4654
20	Не оценивалась	Макфа	Продукты питания	4651	Не оценивалась

Источник: «BusinessWeek Россия»

Всего в этом списке 40 компаний, у тройки лидеров - «Билайн», МТС и «Балтика» - стоимость брэнда превышает \$1 млрд.

Правда, присутствием в аналогичном международном проекте наши компании похвастаться пока не могут. Interbrand отказывается включать их до тех пор, пока они не добьются международного присутствия. Возможности увидеть себя в списке самых дорогих брэндов мира и России лишены и те, кто не публикует своих финансовых показателей в прессе. Не только среди российских, но и среди мировых таких компаний немало.

Это означает, что наши компании приобрели новый нематериальный актив, которым можно эффективно пользоваться: продавать, покупать, «сдавать в аренду» и т.д. Торговая марка является вторым по значимости, после человеческих ресурсов, активом компании. Товарный знак является мощным инструментом конкурентной борьбы. Он позволяет выделить конкретный товар от аналогов и закрепить за ним определенные ассоциации. Благодаря грамотной раскрутке (брендингу) товар становится известен на рынке и приобретает свою группу потребителей. Это положительно влияет на рост продаж, а также позволяет несколько завышать цены по сравнению с другими аналогичными товарами (в данном случае потребитель платит за гарантию качества продукта и определенный образ, которому он доверяет).

По мере продвижения на рынке стоимость товарного знака растет, и он становится важным элементом имущественного комплекса предприятия. Уже ни для кого не новость, что рыночная стоимость товарного знака может значительно превышать стоимость производственных и материальных ресурсов фирмы. Следовательно, оценка нематериальных активов компании значительно повышает ее общую рыночную стоимость, что положительно влияет на ее привлекательность в глазах ее партнеров и инвесторов.

В последние годы различные методы оценки стоимости брэндов нашли широкое применение по следующим основным причинам:

1. *Бухгалтерская отчетность.* В соответствии с принятыми во многих странах правилами бухгалтерского учета компании обязаны отражать в балансе стоимость приобретенных марок, для чего необходимы обоснованные методы их оценки.

2. *Слияния и поглощения.* До 90% цены, приобретаемой в процессе поглощения компании, владеющей известными торговыми марками, приходится на нематериальные активы. Решение о поглощении во многом основывается на оценке стоимости брэндов.

3. *Отношения с инвесторами.* Менеджмент крупнейших компаний в мире, например компании L'Oreal, рассматривает в качестве основной цели создание портфеля сильных торговых марок. Таким образом, оценка

инвесторами результатов деятельности руководства компаний должна основываться на исследовании стоимости марок.

4. *Внутренний менеджмент.* Внутри компании оценки стоимости брендов используются в анализе результатов деятельности ее бизнес-единиц, что способствует учету менеджерами долгосрочных последствий принимаемых ими решений.

5. *Лицензирование и франчайзинг.* Многие компании позволяют использовать свои марки дочерним фирмам или третьим сторонам. Для исчисления размера платы за пользование маркой необходимо точно определить ее стоимость.

6. *Обоснование кредитоспособности.* Так как марки находят все более широкое признание как ценные активы, компании могут использовать оценку их стоимости в качестве обоснования заявок на получение кредитов.

7. *Правовые документы.* Оценка стоимости брендов нередко используется в судебных процессах в делах о пиратстве, а также для определения стоимости активов при ликвидации имущества обанкротившихся компаний.

8. *Планирование налогообложения.* Налоговые органы все чаще требуют от компаний уплаты роялти зарубежным филиалам за использование их торговых марок.

Наконец, оценка бренда нужна для того, чтобы в перспективе видеть, насколько ваша стратегия рентабельна, приносит ли она прибыль и чтобы проверить, имеет ли бренд правильную архитектуру. Очень важно, чтобы компания видела в бренде не только источник расходов. Не надо воспринимать его как некий предмет роскоши. Это, прежде всего, инвестиции, причем долгосрочные, и оценка бренда как раз может показать, насколько эти вложения оправданны.

В России наиболее известным примером оценки торговой марки является продажа торговой марки «Довгань» инвестиционному фонду «Спутник» за весьма внушительную сумму (по разным данным, от 10 до 12,5 миллионов долларов).

Наличие «раскрученной» торговой марки приводит к формированию устойчивых покупательских предпочтений именно данной торговой марки, в результате чего покупатель либо выбирает данную торговую марку из набора конкурирующих марок при прочих равных условиях (что приводит к росту объема продаж в натуральном выражении при аналогичной цене), либо платит более высокую цену за товар под данной торговой маркой (что повышает объем продаж в денежном выражении при неизменном объеме продаж в натуральном выражении); либо и то, и другое одновременно.

На языке микроэкономики наличие «раскрученной» торговой марки является фактором, который сдвигает кривую спроса и предложения в сторону более высокой цены и объема продаж (т.е. «вправо»). Возникающая при этом дополнительная прибыль является грубой оценкой стоимости торговой марки.



Информация для обсуждения[42,43]

Конфликты вокруг брэндов

Свидетельством тому, что в последнее время фирмы начинают осознавать значимость используемых ими товарных знаков, являются все чаще возникающие брэндовые войны. За их развитием, как правило, с интересом следит деловая пресса, освещая каждый ход противников. Можно выделить несколько типов таких конфликтов.

Наследство «советской империи»

Самая ожесточенная борьба разворачивается вокруг использования так называемых «советских» брэндов. Несколько лет назад завершилось громкое дело – разбирательство между государством в лице Министерства сельского хозяйства и ЗАО «Союзплоди импорт» (СПИ) о праве владения на водочные товарные знаки «Столичная», «Московская», «Лимонная» и ряд других. Очевидно, что стоимость этих всемирно известных марок очень велика, тем более что многие отечественные заводы заинтересованы в выпуске своей продукции под данными знаками. Все закончилось победой Минсельхоза: было создано казенное предприятие «Союзплоди импорт», которое в настоящее время заключает договора с ликероводочными заводами.

Московское предприятие «Карат» зарегистрировало товарные знаки плавленых сыров «Дружба» и «Янтарь», однако практически все основные конкуренты - молочные заводы не намерены останавливать выпуск одноименной продукции.

Широкую огласку получил конфликт вокруг пива «Жигулевское»: Самарскому пивзаводу не удалось зарегистрировать такой товарный знак, так как Жигулевское было признано сортом пива, а наименования, вошедшие во всеобщее употребление как обозначения товаров определенного вида, регистрации не подлежат.

В отличие от самарцев большинству предприятий, зарегистрировавших на свое имя советские брэнд, повезло больше. Так, марки сигарет «Прима», «Беломорканал», названия кондитерских изделий «Гусиные лапки», «Раковые шейки», «Юбилейное», «Птичье молоко», «Мишка на севере» и многие другие всенародно любимые знаки были успешно зарегистрированы российскими предприятиями.

Новые имена

Иногда предметом спора являются сравнительно молодые, но уже достаточно раскрученные брэнд. Как правило, речь идет о создании похожих марок фирмами-конкурентами. Так, например компания «Балтимор», начав производить соус «Красна Дарья», не учла, что на рынке продуктов питания уже несколько лет продаются полуфабрикаты быстрого приготовления под знаком «Дарья». Поэтому кетчуп пришлось переименовать в «Краснодарье».

Производители полуфабрикатов «Морозко» и «Талосто» некоторое время производили продукты под одинаковой маркой – «Масленица». В итоге «Масленица» фирмы «Талосто» была переименована в «Мастерицу».

Не менее часто хитрые конкуренты намеренно используют товарные знаки, сходные с известными брэндами, меняя лишь одну или две буквы в названии. Скандаль-

ную известность получила, например, фирма «Меньшевик», на счету которой регистрация таких марок, как «Турбо надув» и «Life is ... Life» (схожи с названиями известных жевательных резинок), а также выпуск конфет «Лизун-Сосун», дизайн обертки которых повторяет упаковку конфет «Chupa Chups». Можно вспомнить выпуск водки и сигарет «Балтика», моющее средство «Мэйри», шампанское «Ives Roche», пиво «Бокарев».

Причем если такой знак зарегистрирован в Роспатенте, а такое случается часто, то отмена его регистрации может занять много времени, в течение которого товары-близнецы будут свободно продаваться на рынке.

Из всех вышеописанных случаев можно сделать один вывод. Предприятия обязательно должны позаботиться о регистрации собственных товарных знаков в Роспатенте, так как на их незаконное использование всегда найдется много желающих. При этом важно оформить права не только на название товара, но и на дизайн упаковки. Желательно зарегистрировать товарный знак не только по классу выпускаемых в данный момент товаров, но и по сопредельным отраслям.

В России стоимость товарного знака для целей бухгалтерского и налогового учета до сих пор принимается равной затратам на его создание. Согласно ПБУ 14/2000 «Учет нематериальных активов» и ст.257 Налогового Кодекса РФ, на стоимость нематериальных активов относятся только израсходованные материальные ресурсы, расходы по оплате труда, оплата услуг сторонних организаций, патентные пошлины.

Несмотря на такое ограничение, существует немало случаев, когда предприятию требуется оценка товарных знаков. Кроме тех, что мы уже рассмотрели, хотелось бы остановиться еще на одном из распространенных случаев, когда необходима оценка товарного знака, – определение ущерба от фальсификации товаров и услуг. Данное явление процветает на рынке алкоголя, сигарет, кондитерских изделий и других потребительских товаров. Очевидно, что подделке подвергаются только известные брэнды, в раскрутку которых вложены немалые средства, поэтому и ущерб, нанесенный пиратами, может быть очень значителен. Помимо производителей – владельцев зарегистрированных товарных знаков, от подделок страдают также и потребители, так как фальшивая продукция, как правило, имеет гораздо более низкое качество, чем оригинал. В результате падает репутация настоящего владельца брэнда, а, следовательно, снижаются его доходы.

Для предотвращения последствий подделки товарного знака, производители могут застраховать свой брэнд. При этом также потребуется оценка нематериальных активов в целях расчета страховой суммы и страховых взносов.

Менее распространена в России оценка товарных знаков для целей залога при кредитовании предприятий. Это объясняется двумя основными причинами. Во-первых, банки очень настороженно относятся к нематери-

альным активам именно в силу их неосязаемости. Кроме того, рынок интеллектуальной собственности гораздо более ограничен, чем, например, рынок недвижимости или оборудования, в связи с чем могут возникнуть трудности с дальнейшей реализацией предмета залога. Выдача кредита под залог товарного знака возможна только для предприятия, имя которого широко известно не только на региональных, но и на международных рынках. В свою очередь, предприятия – владельцы таких брэндов не желают рисковать столь уникальным активом, так как основные фонды всегда можно приобрести еще раз, а вот заново создать мировой брэнд требует огромных денежных и временных затрат.

Итак, когда у предприятия возникает необходимость в оценке нематериальных активов, то главным вопросом становится, как оценить такой специфический актив. Методики, применяемые при такой оценке, сильно отличаются от стандартных подходов к оценке имущества.

Действительно, рынок материальных объектов – недвижимости и оборудования – прекрасно развит и найти необходимую информацию не представляет большого труда. То же самое относится к акциям предприятий – они торгуются на фондовом рынке, а также во внебиржевом секторе. Сделки с нематериальными активами – гораздо более редкое явление, к тому же, цена этих сделок – всегда сверхконфиденциальная информация.

Напомним, что существует три фундаментальных подхода к оценке всех видов имущества – доходный, затратный и сравнительный.

В рамках этих подходов оценщик применяет максимальное количество методов, уместность которых определяется особенностями конкретной хозяйственной ситуации.

При оценке интеллектуальной собственности всегда имеется возможность применить затратный подход и построить рыночную стоимость объекта с точки зрения издержек на оформление правовой охраны и других необходимых затрат, однако в большинстве случаев результат такой оценки оказывается не адекватным действительной ценности объекта. Такая оценка указывает лишь на нижнюю границу диапазона, в котором определяется искомая стоимость. Определение же верхней границы этого диапазона осуществляется исключительно через применение доходного подхода. Такое положение дел, характерно, в первую очередь, для оценки товарных знаков (табл.6.3).

Применение доходного подхода строится на оценке инвестиционной привлекательности собственности, от которой в будущем ожидается получение вполне определенных (соответствующих вероятной цене продажи объекта) выгод. А поскольку рыночная стоимость, согласно её определению, всегда выражается в денежном эквиваленте, под этими выгодами

следует понимать потоки денежных средств, направленных непосредственно к владельцу оцениваемой собственности.

Таблица 6.3

Рекомендуемая предпочтительность применения подходов к оценке нематериальных активов и объектов интеллектуальной собственности

Виды НМА и ОИС	В первую очередь	Во вторую очередь	Слабо применимо
Патенты и технологии	Доходный	Рыночный	Затратный
Товарные знаки	Доходный	Рыночный	Затратный
Объекты авторского права	Доходный	Рыночный	Затратный
Квалифицированная рабочая сила	Затратный	Доходный	Рыночный
Информационное программное обеспечение менеджмента	Затратный	Рыночный	Доходный
Программные продукты	Доходный	Рыночный	Затратный
Дистрибьюторские сети	Затратный	Доходный	Рыночный
Базовые депозиты (Core deposits)	Доходный	Рыночный	Затратный
Права по франчайзингу	Доходный	Рыночный	Затратный
Корпоративная практика и процедуры	Затратный	Доходный	Рыночный

Источник: Gordon V. Smith, Russell L. Parr, Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets, Second edition, John Wiley & Sons, 1994.

Также следует отметить, что сравнительный подход, основной рабочей процедурой которого является метод сравнения продаж, в оценке объектов интеллектуальной собственности практически не используется. Сущность этого метода состоит в определении рыночной стоимости собственности на основе цен продажи объектов сравнимой полезности путем внесения в эти цены корректировок (поправок), учитывающих имеющиеся существенные отличия аналогов от объекта оценки. Чтобы понять, почему эта процедура на практике не применяется, достаточно познакомиться с тремя необходимыми условиями применимости метода сравнения продаж:

- существование фактов продажи объектов аналогичного назначения и сравнимой полезности;
- доступность информации о ценах продаж и действительных условиях совершения таких сделок;
- наличие аналитической информации о степени влияния отличительных особенностей и характеристик таких объектов на их стоимость.

Отсутствие необходимых объемов данных, обеспечивающих выполнение второго и третьего условий, приводит к тому, что становящаяся доступной информация о сделках с интеллектуальной собственностью используется в оценке всего лишь как сигнальная (ориентировочная), не влияющая на итоговое значение искомой рыночной стоимости.

Итак, при оценке нематериальных активов основным является *доходный подход*, так как на стоимость нематериальных активов влияет, в первую очередь, их способность генерировать доходы.

При использовании доходного подхода, как правило, предполагается, что нематериальный актив, наряду с другими активами (недвижимость, оборудование и др.) участвует в создании стоимости изготавливаемой продукции. Однако здесь появляется проблема: как определить ту долю дохода, который приносит именно нематериальный актив фирмы (отдельно от остальных активов). Для этого существует несколько методик:

- метод преимущества в прибылях;
- метод избыточных прибылей;
- метод освобождения от роялти;
- метод дисконтированных денежных потоков.

Метод преимущества в прибылях. Часто этим методом оценивается стоимость изобретений. Она определяется тем преимуществом в прибыли, которое ожидается получить от их использования. Под преимуществом прибыли понимается дополнительная прибыль, обусловленная оцениваемым нематериальным активом. Она равна разности между прибылью, полученной при использовании изобретений, и той прибылью, которую производитель получает от реализации продукции без использования изобретения. Очевидно, что раскрученный товарный знак позволяет увеличивать цену по сравнению со среднерыночными ценами на аналогичные товары. Именно эта разница и есть та стоимость, которая создается за счет использования товарного знака. Это ежегодное преимущество в прибыли дисконтируется с учетом предполагаемого периода его получения. Задача оценщика – рассчитать дополнительный процент рентабельности, построить прогноз продаж предприятия и определить текущую сумму «сверхприбылей».

Метод избыточных прибылей основан на предпосылке о том, что избыточные прибыли приносят предприятию не отраженные в балансе нематериальные активы, обеспечивающие доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня.

Метод избыточной прибыли по экономическому смыслу схож с предыдущим методом, однако, как правило, применяется для оценки стоимости гудвилла (деловой репутации) фирмы. Возможно его использование и для оценки товарного знака, особенно, когда объектом оценки является единый брэнд, а не отдельные товарные знаки, принадлежащие одной компании.

Остановимся на особенностях оценки такого особого вида нематериальных активов, как гудвилл. С развитием и стабилизацией делового климата и рыночных отношений в России всё большее количество предпри-

ятий переходят на новый, качественно высокий уровень своего развития, когда деловая репутация является если не самым, то, конечно, одним из основных активов компании. В России, как, впрочем, и во всем мире постоянно происходят процессы слияния, приобретения и поглощения компаний и при этом на стоимость компаний значительно влияет именно «деловая репутация» (термин, принятый в РФ) или goodwill (термин, принятый в международной практике). Необходимо определить, когда же уместно вообще говорить о существовании хорошей деловой репутации компании. Для этого компании необходимы наличие высокого качества товаров (работ, услуг), сильной команды менеджеров, разработанной маркетинговой стратегии. Также немаловажное значение имеет наличие постоянной клиентской базы, налаженные отношения с поставщиками, высокие кредитные показатели, выгодное месторасположение и, конечно, созданная корпоративная культура.

Вообще гудвиллом может являться все, что помогает компании получать прибыли больше на единицу активов, чем у аналогичной компании в этом же секторе экономики.

Гудвилл, по МСФО № 22 «Объединение компаний», представляет собой разницу между ценой предприятия и справедливой стоимостью всех его активов. А в соответствии с российским положением № 14/2000 «Учет нематериальных активов» - это разница между ценой предприятия и стоимостью всех его активов и обязательств по бухгалтерскому балансу.

Эта разница может быть как положительной, так и отрицательной. Положительная деловая репутация рассматривается как надбавка к цене, уплачиваемая покупателем в ожидании будущих экономических выгод, а отрицательная (badwill) – как скидка с цены, когда компания продается за цену ниже рыночной стоимости. Отрицательная деловая репутация должна немедленно признаваться в отчете о прибылях и убытках.

Согласно и международным, и российским стандартам учета гудвилл относится к нематериальным активам, однако данный объект учета обладает особенностью, отличающей его от других НМА - деловая репутация не существует отдельно от предприятия. Это неотчуждаемое имущество, которым нельзя распоряжаться отдельно от предприятия. Оно не может быть самостоятельным объектом сделки, поскольку не принадлежит компании на праве собственности.

Практика сделок по объединению компаний показывает, что в среднем на долю деловой репутации приходится довольно большой процент от стоимости сделки. По предварительному анализу, проведенному компанией PricewaterhouseCoopers на основе около 180 сделок, совершенных в США в 2003г., структура сделок по объединению компаний выглядела следующим образом (рис.6.2):

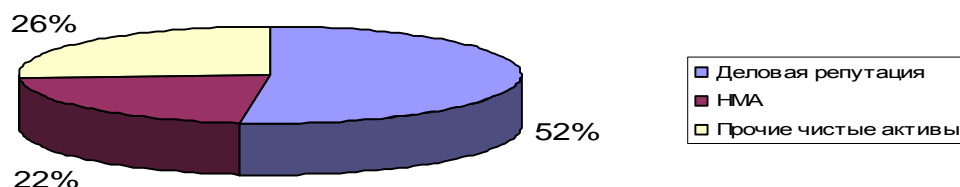


Рис. 6.2. Структура средней стоимости сделки в процессе ее распределения для компаний США в 2003 г.

В отраслевом разрезе распределение средней стоимости сделки в США в 2003 г. выглядело следующим образом (рис.6.3):

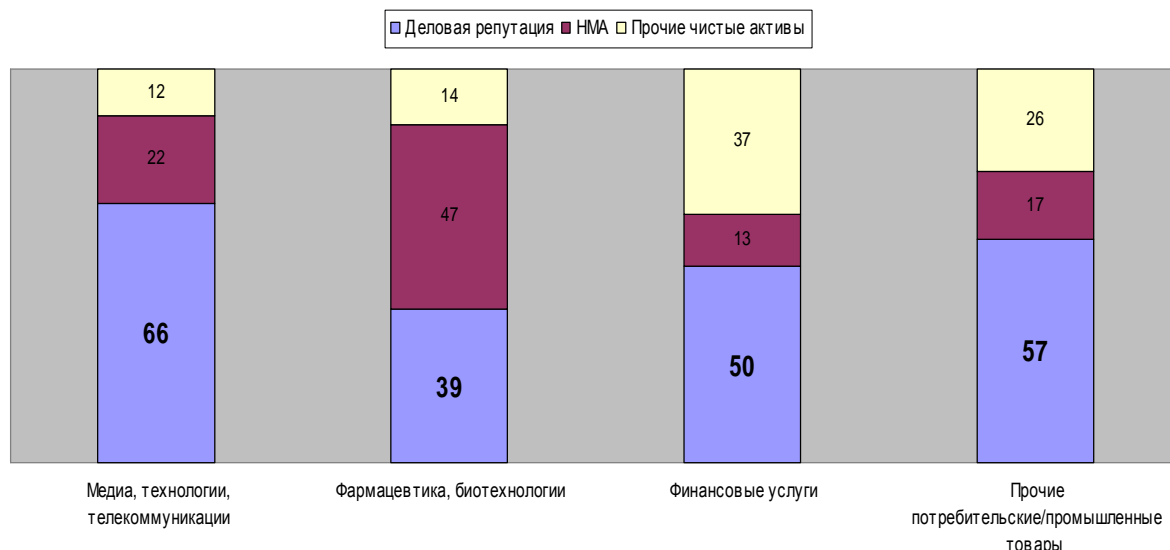


Рис. 6.3. Распределение средней стоимости сделки в среднем по отраслям в США в 2003 г. (%)

Аналогичные исследования по европейским компаниям показывают, что доля деловой репутации также высока. Например, в среднем для немецких компаний, участвующих в формировании индексов DAX и публикующих свою отчетность в соответствии с МСФО, она составляет более 50% средней стоимости сделки по объединению.

Очень важной проблемой является оценка стоимости деловой репутации (гудвилла). В балансе (консолидированная отчетность) такая величина появляется только в случае приобретения дочерней или ассоциированной организации, а стоимость собственной деловой репутации материнской компании в балансе не отражается.

Метод избыточных прибылей предполагает прямое сопоставление уровней прибыльности оцениваемого предприятия и других предприятий-аналогов отрасли с последующей капитализацией той части разницы между ними, которая не объясняется влиянием материальных активов.

Основные этапы метода избыточных прибылей:

1. Определяют рыночную стоимость всех активов или собственного капитала.
2. Нормализуют прибыль оцениваемого предприятия.
3. Определяют среднеотраслевую доходность на активы или на собственный капитал.
4. Рассчитывают ожидаемую прибыль на основе умножения среднего по отрасли дохода на величину активов (или на собственный капитал, эт. 1 – эт. 3).
5. Определяют избыточную прибыль (эт. 2 – эт. 4). Для этого из нормализованной прибыли вычитают ожидаемую прибыль.
6. Рассчитывают стоимость гудвилла путем деления избыточной прибыли на коэффициент капитализации.

Следует учесть, что оценщик должен убрать неоперационные доходы из фактической чистой прибыли предприятия. Некоторые оценщики используют для расчета избыточной прибыли среднюю величину активов и среднюю прибыль за определенный период, обычно за пять лет. Но данный подход оправдан, если данные выбранного периода отражают обоснованные будущие ожидания, более того, «аномальные годы» с уровнем прибыли значительно выше или ниже среднего должны быть исключены из рассмотрения. Использование же простой средней или средневзвешенной величины прибыли за несколько последних лет без учета того, насколько ретроспективная информация отражает возможную будущую прибыль, приведет к недооценке или переоценке предприятия.

Важнейшей проблемой при использовании метода избыточных прибылей является правильность выбора ставки капитализации для расчета стоимости гудвилла. Обычно инвесторы оплачивают ожидаемую будущую прибыль, получаемую от гудвилла в течение периода, не превышающего пяти лет. При таких допущениях ставка капитализации рассчитывается как величина, обратная количеству приносящих избыточную прибыль лет, за которые инвестор готов заплатить. Например, если инвестор готов заплатить сумму, эквивалентную пятилетнему избыточному доходу, то ставка капитализации равна 20%.

Следует отметить, что в связи с интенсивным развитием экономики, внедрением новых технологий, безумными темпами растет конкуренция, компаниям становится все сложнее удерживать свои позиции на рынке и в этом им помогает положительный гудвилл.

Метод освобождения от роялти. Этот метод используется для оценки стоимости патентов и лицензии. Владелец патента предоставляет другому лицу право на использование объекта интеллектуальной собственности за определенное вознаграждение (роялти). Роялти выражается в процентах от общей выручки, полученной от продажи товаров, произведенных с использованием патентованного средства (табл. 6.4).

Согласно данному методу стоимость интеллектуальной собственности представляет собой текущую стоимость потока будущих платежей по роялти в течение экономического срока службы патента или лицензии. Размер роялти определяется на основании анализа рынка. Этот метод несет черты как доходного, так и сравнительного подхода.

Таблица 6.4

Стандартные размеры роялти от валового объема реализации лицензионной продукции

Вид изделий	Ставка роялти, %
Воздушные кондиционеры	3-4
Полиграфическое оборудование	4
Сигнальное оборудование	1-1,5
Электронное оборудование	4-8
Фото-кинотовары	3-5
Медицинское оборудование и приборы	4-7
Канцелярское оборудование	3
Автозапчасти	2-3
Обувь	1-5
Спорттовары	1-3
Парфюмерия	2-5
Самолеты, вооружение	5-10
Продовольственные товары	1-2
Напитки	2-5

Основные этапы метода:

1. Составляется прогноз объема продаж, по которым ожидаются выплаты роялти.
2. Определяется объем произведенной продукции по лицензии - по каждому году с учетом того, что в первые годы ее освоения выпуска может и не быть, затем происходит наращивание объемов, далее - спад в связи с моральным старением нововведения.
3. Определяется ставка роялти. Данные берутся из таблицы стандартных размеров роялти.
4. Определяется экономический срок службы патента или лицензии. Юридический и экономический сроки службы могут не совпадать, поэтому следует сделать реалистический прогноз относительно продолжительности платежа.

5. Рассчитываются ожидаемые выплаты по роялти путем расчета процентных отчислений от прогнозируемого объема продаж.
6. Из ожидаемых выплат по роялти вычитают все расходы, связанные с обеспечением патента или лицензии (юридические, организационные, административные издержки).
7. Рассчитываются дисконтированные потоки прибыли от выплат по роялти.
8. Определяется сумма текущих стоимостей потоков прибыли от выплат по роялти.

Таким образом, формула цены лицензии на базе роялти имеет следующий вид:

$$P_E = \sum_{i=1}^{i=T} V_i \cdot R_i \cdot Z_i \cdot K_d,$$

- где
- V_i – объем определенного выпуска продукции по лицензии в i -м году (шт, кг, м²);
 - R_i – размер роялти, в i -м году %;
 - Z_i – продажная цена в i -м году, усл. ед;
 - T – срок действия лицензионного договора, лет;
 - i – порядковый номер рассматриваемого года действия лицензионного договора;
 - K_d – коэффициент дисконтирования

Еще один метод, применяемый в рамках доходного подхода, - *метод дисконтированных денежных потоков*.

При дисконтировании денежных потоков проводятся следующие работы:

1. Определяется ожидаемый оставшийся срок полезной жизни, т.е. период, в течение которого прогнозируемые доходы необходимо дисконтировать.
2. Прогнозируются денежный поток (ДП), прибыль, генерируемая нематериальным активом.
3. Определяется ставка дисконтирования.
4. Рассчитывается суммарная текущая стоимость будущих доходов.
5. Определяется текущая стоимость доходов от нематериального актива в постпрогнозный период (если в этом есть необходимость).
6. Определяется сумма всех стоимостей доходов в прогнозный и постпрогнозный периоды.

Сложной задачей здесь является прежде всего оценка дисконтной ставки, необходимой для оценки стоимости нематериального актива. Не-

обходимо отметить, что методика оценки дисконтной ставки существенно зависит от цели оценки, так как методика оценки дисконтной ставки в целях управления развитием нематериального актива для успешно развивающейся компании значительно отличается от методики оценки дисконтной ставки в том случае, когда компания уже практически не существует и речь идет лишь о продаже нематериальных активов стороннему покупателю. Так как именно первая ситуация представляет наибольший интерес для действующей компании, остановимся именно на ней.

Данная методика предполагает, что дополнительные денежные потоки, приносимые нематериальным активом, более подвержены рискам, чем денежные потоки компании в целом. Поэтому в качестве основы для оценки дисконтной ставки необходимо взять дисконтную ставку, используемую для оценки стоимости компании в целом и добавить к ней дополнительные риски, присущие денежным потокам, создаваемым нематериальным активом (например, торговой маркой).

Основными категориями дополнительных рисков являются следующие:

- *Рыночные риски* – риски, связанные с появлением на рынке более «сильных» торговых марок, а также с иными форс-мажорными обстоятельствами, способными оказать негативное влияние на денежные потоки, создаваемые торговой маркой (и, следовательно, на стоимость торговой марки)
- *Риски системы управления торговой маркой* – риски, связанные с ошибками при построении и реализации системы управления торговой маркой в компании (проведении маркетинговых исследований, рекламной кампании и т.д.).
- *Юридические риски* - риски появления на рынке товаров-подделок, которые, во-первых, продаются по более низкой цене, а во-вторых, обладают более низким качеством, что снижает доверие к торговой марке (и, следовательно, уменьшает стоимость торговой марки).

Согласно методике, опубликованной в авторитетном журнале *Business Valuation Review*, каждый из этих рисков измеряется по шкале от 0 до 5%, после чего соответствующие значения суммируются и полученная сумма добавляется к оценке дисконтной ставки для компании в целом.

Затратный и сравнительный подходы при оценке нематериальных активов являются, скорее, вспомогательными. Сложность применения сравнительного подхода объясняется уже упоминавшейся ограниченностью рынка, при которой получить информацию о стоимости объектов-аналогов крайне проблематично.

Затратный подход рассматривает стоимость предмета оценки с точки зрения понесенных расходов на его создание. Заметим, что метод

стоимости создания неприменим, например, для «советских» товарных знаков, поскольку в их раскрутку не было вложено ни копейки, так как рекламы в СССР в принципе не существовало.

При использовании затратного подхода при оценке нематериальных активов используются:

- метод стоимости создания;
- метод выигрыша в себестоимости.

Метод стоимости создания. Основными его этапами являются следующие:

1. Определяется полная стоимость замещения или полная стоимость восстановления нематериального актива. Выявляются все фактические затраты, связанные с созданием, приобретением и введением его в действие. При приобретении и использовании нематериального актива необходимо учитывать следующие виды затрат:

- на приобретение имущественных прав;
- на освоение в производстве товаров с использованием нематериального актива;
- на маркетинг – исследование, анализ и отбор информации для определения аналогов предполагаемых объектов промышленной собственности.

При создании нематериального актива на самом предприятии необходимо учитывать следующие затраты:

- на поисковые работы и разработку темы;
- на создание экспериментальных образцов;
- на услуги сторонних организаций (например, на выявление ОИС, на выдачу охранных документов);
- на уплату патентных пошлин (поддержание патента в силе);
- на создание конструкторско-технической, технологической, проектной документации;
- на составление и утверждение отчета.

$$Z_c = \sum \left[(Z_{pi} + Z_{noi}) \cdot \left(1 + \frac{P}{100} \right) \cdot K_d \right],$$

где Z_c – сумма всех затрат, связанных с созданием и охраной нематериального актива, ден. ед.;

Z_p – стоимость разработки нематериального актива, ден. ед.;

$Z_{по}$ – затраты на правовую охрану объекта, ден. ед.;

P – рентабельность, %;

K_d – коэффициент дисконтирования, с помощью которого разновременные затраты приводятся к единому моменту времени

i – порядковый номер рассматриваемого года действия.

$$Z_p = Z_{\text{нир}} + Z_{\text{ктд}}$$

- где $Z_{\text{нир}}$ – затраты на проведение НИР, ден. ед.;
- $Z_{\text{ктд}}$ – затраты на разработку конструкторско-технической, технологической и/или проектной документации, связанные с созданием объекта, ден. ед.

$$Z_{\text{нир}} = Z_n + Z_{\text{ти}} + Z_{\text{э}} + Z_i + Z_o + Z_{\text{др}}$$

- где Z_n – затраты на поисковые работы, ден. ед.;
- $Z_{\text{ти}}$ – затраты на проведение теоретических исследований, ден. ед.;
- $Z_{\text{э}}$ – затраты на проведение экспериментов, ден. ед.;
- Z_i – затраты на проведение испытаний, ден. ед.;
- Z_o – затраты на составление, рассмотрение и утверждение отчета, ден. ед.;
- $Z_{\text{др}}$ – другие затраты, ден. ед.

$$Z_{\text{ктд}} = Z_{\text{эп}} + Z_{\text{тп}} + Z_{\text{рп}} + Z_p + Z_i + Z_{\text{ан}} + Z_d$$

- где $Z_{\text{эп}}$ – затраты на выполнение эскизного проекта, ден. ед.;
- $Z_{\text{тп}}$ – затраты на выполнение технического проекта, ден. ед.;
- $Z_{\text{рп}}$ – затраты на выполнение рабочего проекта, ден. ед.;
- Z_p – затраты на выполнение расчетов, ден. ед.;
- Z_i – затраты на проведение испытаний, ден. ед.;
- $Z_{\text{ан}}$ – затраты на проведение авторского надзора, ден. ед.;
- Z_d – затраты на дизайн, ден. ед.

2. Определяется величина коэффициента, учитывающего степень морального старения нематериального актива.

$$K_{\text{мс}} = 1 - \frac{T_d}{T_n}$$

- где T_n – номинальный срок действия охранного документа;
- T_d – срок действия охранного документа по состоянию на расчетный год

3. Рассчитывается остаточная стоимость нематериальных активов с учетом коэффициента технико-экономической значимости, коэффициент морального старения.

$$C_o = Z_c \cdot K_{\text{мс}} \cdot K_t \cdot K_{\text{в}}$$

- где C_o – стоимость объекта (нематериального актива);
- Z_c – сумма всех затрат;
- $K_{\text{мс}}$ – коэффициент морального старения;
- K_t – коэффициент технико-экономической значимости (определя-

ется только для изобретений и полезных моделей)

$K_{и}$ – коэффициент, определяющий процессы в i -м году, учитывается на основе динамики цен.

Коэффициент технико-экономической значимости $K_{т}$ устанавливается по следующей шкале (предложена специалистами Инженерной академии РФ):

K_m	Критерий
1,0	– изобретения, относящиеся к одной простой детали, изменению одного параметра простого процесса, одной операции процесса, одного ингредиента рецептуры;
1,5	– изобретения, относящиеся к конструкции сложной детали неосновного узла, изменению нескольких параметров несложных операций, изменению нескольких неосновных ингредиентов в рецептуре;
2,0	– изобретения, относящиеся к одному основному или нескольким неосновным узлам, части неосновных процессов, части неосновной рецептуры;
2,5	– изобретения, относящиеся к конструкциям машин, приборов, станков, аппаратов, технологическим процессам, рецептурам;
3,0	– изобретения, относящиеся к конструкциям со сложной системой контроля, сложным комплексным технологическим процессам, рецептурам особой сложности;
4,0	– изобретения, относящиеся к конструкциям, технологическим процессам, рецептуре особой сложности и главным образом к новым разделам науки и техники;
5,0	– изобретения, не имеющие прототипа, – пионерские изобретения

При оценке стоимости нематериального актива иногда используется такой метод затратного подхода, как *метод выигрыша в себестоимости*. Он содержит элементы как затратного, так и сравнительного подхода. Стоимость нематериального актива измеряется через определение экономии на затратах и в результате его использования, например при применении ноу-хау.

Сравнительный подход основан на принципе эффективно функционирующего рынка, на котором инвесторы покупают и продают активы аналогичного типа, принимая при этом независимые индивидуальные решения. Данные по аналогичным сделкам сравниваются с оцениваемыми. Преимущества и недостатки оцениваемых активов по сравнению с выбранными аналогами учитываются посредством введения соответствующих поправок.

В заключение необходимо отметить, что увеличение внимания к нематериальным активам со стороны предприятий будет сопровождаться ростом числа рыночных сделок с их участием. В то же время усилится угроза незаконного использования объектов интеллектуальной собственности со стороны пиратов. В связи с этим обоснованная оценка стоимости

товарных знаков позволит предприятию систематизировать неучтенные активы, увеличить капитализацию компании, а также защитить свои интересы на рынке.



Информация для обсуждения

Методика рейтинга самых дорогих брэндов мира 2006 года от компании «Interbrand»

«Interbrand» стала первой консалтинговой фирмой, которая осознала экономическую стоимость торговых марок (брэндов), заложив основы их оценки. «Interbrand» является ведущим в мире поставщиком услуг по оценке брэндов. Методика «Interbrand» признана во всем мире как стандарт для оценки торговых марок и получила широкое одобрение в маркетинговых и финансовых кругах, включая аудиторов, бухгалтерские фирмы, банки, рейтинговые агентства, консультантов по менеджменту, академические круги, налоговые органы и другие государственные структуры.

Совместно с «BusinessWeek» компания «Interbrand» публикует исследования о мировых брэндах с самой высокой стоимостью. Торговые марки отбирались по двум критериям: во-первых, брэнды должны иметь всемирное значение и приносить существенный доход на главных мировых рынках, во-вторых, для подготовки обоснованной оценки необходимо иметь в открытом доступе достаточные маркетинговые и финансовые данные.

Стоимость брэндов оценивалась по общепризнанной модели, разработанной компанией «Interbrand». По этой модели стоимость ТМ рассчитывается как чистая текущая стоимость прибылей, которые брэнд, как ожидается, принесет в будущем.

В 2006г. рейтинг приготовил много открытий, среди которых заметный рост показателей у одних брэндов и значительное падение у других. Результаты нынешнего рейтинга ясно показывают, что если компания проактивно не управляет брэндом, за нее это сделает рынок, поставив компанию в очень сложное положение.

В данном разделе представлены только сводные таблицы 6.5-6.6 в зависимости от темпов роста или падения стоимости брэндов. С полным распределением брэндов по местам рейтинга 2006г. можно ознакомиться в приложении 4.

Таблица 6.5

Брэнды-лидеры рейтинга 2006г. (максимальный рост стоимости)

Место	Брэнд	Страна происхождения	Сектор	Стоимость брэнда 2006 (млрд. \$)	Изменение стоимости
24	Google	США	Интернет-услуги	12,376	46%
91	Starbucks	США	Рестораны	3,099	20%
47	eBay	США	Интернет-услуги	6,755	18%
69	Motorola	США	Телекоммуникационное оборудование	4,569	18%
75	Hyundai	Южная Корея	Автомобильная индустрия	4,078	17%
15	BMW	Германия	Автомобильная индустрия	19,617	15%
42	UBS	Швейцария	услуги	8,734	15%
55	Yahoo!	США	Интернет-услуги	6,056	15%

73	Zara	Испания	Одежда	4,235	14%
6	Nokia	Финляндия	Телекоммуникационное оборудование	30,131	14%
94	LG	Южная Корея	Бытовая электроника	3,010	14%
48	Philips	Нидерланды	Разное	6,730	14%
39	Apple	США	Компьютерное оборудование	9,130	14%
74	Audi	Германия	Автомобильная индустрия	4,165	13%
37	Goldman Sachs	США	Финансовые услуги	9,640	13%
41	Ikea	Швеция	Мебель и аксессуары	8,763	12%
7	Toyota	Япония	Автомобильная индустрия	27,941	12%
16	Gillette	США	Предметы личной гигиены	19,579	12%

Таблица 6.6

Бренды-аутсайдеры рейтинга 2006г. (максимальная потеря стоимости)

Место	Бренд	Страна происхождения	Сектор	Стоимость брэнда 2006 (млрд. \$)	Изменение стоимости
52	Gap	США	Одежда	6,416	-22%
30	Ford	США	Автомобильная индустрия	11,056	-16%
70	Kodak	США	Бытовая электроника	4,406	-12%
54	Heinz	США	Продукты питания	6,223	-10%
5	Intel	США	Компьютерное оборудование	32,319	-9%

ГЛАВА 7. ПРИМЕНЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ В УПРАВЛЕНИИ СОБСТВЕННОСТЬЮ

7.1. Стоимость бизнеса как основа для принятия управленческих решений

При разработке эффективной системы управления предприятием постоянно возникает основная проблема совмещения интересов развития предприятия, наличия достаточного уровня денежных средств для проведения указанного развития и сохранения высокой платежеспособности предприятия.

С момента зарождения бизнеса в современном его понимании предприниматели фокусировали свое внимание на показателе прибыли. Его недостаток в том, что он фиксирует сегодняшние результаты вчерашних решений. С точки зрения такой концепции выгодно, например, стараться сократить зарплату сотрудникам: это приведет к повышению прибыли. Но долгосрочные последствия этих действий не всегда учитываются. Ключевые сотрудники могут покинуть компанию, снизится качество продукции, в конечном итоге — упадут продажи и прибыль. Стоимостной подход — это управление прибыльностью компании в долгосрочном периоде. Когда мы говорим, что увеличиваем стоимость, это означает, что мы стараемся максимизировать прибыль на возможно более долгий период в будущем. Иными словами, стоимость, в отличие от прибыли, — это «завтрашние результаты сегодняшних решений».

Отсюда следует, что менеджеры, работающие на преумножение благосостояния собственников (акционеров), должны анализировать свой каждый шаг с точки зрения его влияния на рост стоимости предприятия. Управление предприятием с позиций максимизации стоимости бизнеса требует от менеджеров особого подхода, основанного на стоимостном мышлении.

Данная концепция подразумевает принятие управленческих решений с учетом самых отдаленных их последствий для экономики предприятия. Главным объектом внимания становится показатель стоимости — суммы ожидаемых в будущем денежных потоков, приведенных к ценам нынешнего дня. Если стоимость компании повышается, значит, приняты решения, увеличивающие ее будущие доходы. Снижение стоимости бизнеса сигнализирует о неверных шагах руководства, даже если в данный момент компания получает высокие доходы.

С 90-х годов появился спрос на публичную финансовую информацию за рамками бухгалтерского стандарта «затраты-прибыль». Сами компании и их финансовые консультанты стали добавлять к стандартным годовым отчетам, которые фиксируют показатели проделанной работы в

прошлом новые данные о будущей динамике компании. В отчетах появился новый раздел, посвященный созданию стоимости (Value Reporting).

Стоимостная модель управления в наибольшей степени отвечает изменившемуся взгляду на положение компании на рынке. Декларирование максимизации стоимости как цели деятельности и построение системы оценки результатов на основе стоимости, выстраивание по этому интегрированному показателю рычагов управления (функций и инструментов, часто называемых драйверами (drivers)) носит название стоимостной концепции управления компанией и инвестиционными проектами (value based management VBM).

Стоимость компании (фундаментальная рыночная оценка компании) выступает в VBM как денежный индикатор будущих возможностей роста, т.е. интегрирует в сегодняшних деньгах инвестиционную привлекательность проводимой политики как по коммерческой деятельности, так и по инвестиционной и финансовой.

На американском рынке капитала стоимостная концепция является широко распространенной на практике и единственно принимаемой в научной литературе. Максимизация акционерной стоимости или стоимости всей компании стали декларироваться не только в отчетах и декларациях компаний, но и в большинстве учебников. Термин «создание стоимости» (value creation) стал центральным пунктом написания многих научных работ и построения деятельности финансовых консультантов.

Ревизия старых принципов управления и переход к показателю стоимость или добавочная стоимость потребовали: 1) пересмотра стандартных отчетных показателей «затраты-прибыль» - активов, на которых работает компания, прибыли, денежного потока, изменения управленческого учета и контроля (не только по продуктам, а по направлениям деятельности), 2) повышения значимости прогнозной работы как по компании, так и по внешнему окружению, 3) разработки методов увязки риска инвестирования с требуемой доходностью и со стоимостью капитала компании, как показателей альтернативной доходности инвесторов.

Многие собственники предприятий не знают и не видят необходимости знать, сколько стоит их компания, объясняя это тем, что не собираются продавать бизнес или готовить компанию к IPO. Но не нужно забывать, что стоимость бизнеса — не просто голая цифра. Показатель рыночной стоимости компании сам по себе является важной комплексной оценкой эффективности деятельности предприятия, адекватно отражающей качество управления им (качество менеджмента), его финансовое благополучие и будущие ожидания. Данный параметр реагирует на любое изменение ситуации: снижение рентабельности выпуска, ухудшение платежеспособности, увеличение инвестиционного риска, потерю конкурентного преиму-

щества — все это вызывает уменьшение рыночной стоимости предприятия. Во многих зарубежных и в некоторых российских компаниях (крупные промышленные предприятия, естественные монополии и финансово-промышленные группы) рыночная стоимость бизнеса стала важнейшим объектом управления. Практически все ключевые управленческие решения (от смены поставщика до полной реструктуризации производства и ликвидации целых подразделений) принимаются с целью увеличения рыночной стоимости компании.

Но цели компании нужно привязывать к каждому уровню управления. Для этого общая цель увеличения стоимости должна быть детализирована на основе выявления основных факторов стоимости. Например, для сервисной службы она будет сведена к нормативному обслуживанию потребителей, а для производственного подразделения - к нормативной длительности оборота товарно-материальных запасов и удельным затратам на производство.

Таким образом, глобальная стратегия максимизации стоимости может быть превращена в ветвистое дерево целей и показателей стоимостного управления по всем уровням организации. И если такая работа проведена, то следует с уверенностью сказать, что у менеджеров мышление, в основе которого стоимостной подход.

Стоимостное управление не предполагает никаких революционных изменений — оно лишь вносит системообразующую идею, кардинально изменяющую точку зрения на уже давно известные управленческие истины. И в конечном итоге позволяет каждому менеджеру утверждать, что зона его ответственности — не управление затратами или дебиторской задолженностью, а повышение стоимости предприятия.

Конечно, принцип максимизации стоимости сам по себе ничего не говорит о том, в каком направлении должен развиваться бизнес, и какую стратегию он должен взять на вооружение. Он не дает ответа на вопрос, где искать и как использовать источники роста стоимости компании, как выжить или победить в конкурентной борьбе. Принцип максимизации стоимости задает единую проекцию для оценивания результатов, универсальную систему координат для управления, как отдельными подсистемами, так и организацией в целом, единую шкалу для измерения успеха на пути реализации стратегии и достижения видения перспектив развития бизнеса (рис. 7.1).

Центральная идея перехода к управлению по стоимости в современном понимании - это сдвиг в сознании людей, когда отношение менеджера к своим обязанностям в значительной степени приобретает черты отношения предпринимателя к своему делу. В основе перестройки мировоззрения лежит прямая зависимость вознаграждения (в любой форме, будь то уча-

стие в собственности, дополнительный бонус, продвижение по службе, публичное признание заслуг ...) от результатов, от персонального вклада в рост стоимости компании.

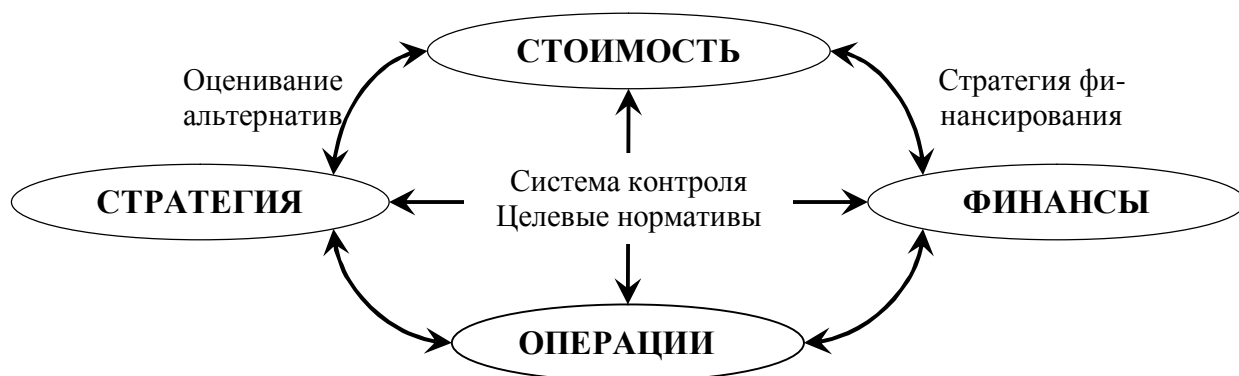


Рис. 7.1. Управление по стоимости как система

Максимизация стоимости - это не разовая задача, а непрерывный и возобновляющийся цикл стратегических и оперативных решений (рисунок 7.2). Звено, замыкающее цикл создания стоимости - это система взаимосвязанных показателей и нормативов, по которым оценивается успешность достижения поставленных целей и определяется доля каждого в общем успехе компании.



Рис. 7.2. Цикл «создания» стоимости [44,53]

Без функционирующей многоуровневой системы мотивации управление по стоимости превращается в периодическую процедуру оценки стоимости бизнеса, в узкую задачу департамента финансов и высших руководителей компании. Чтобы система мотивации функционировала действительно эффективно, она должна быть прозрачной. Каждый линейный менеджер должен понимать, как показатель, по которому измеряется его

отдача, вкладывается в обобщенный показатель для подразделения или компании в целом, и видеть, что перспективы роста его личного благосостояния выходят далеко за рамки отклонений от квартального бюджета. Естественной для коллективного разума организации должна стать простая истина: источник инвестиционных ресурсов для реализации стратегии - это не строка в бюджете, а рынок капитала, где денег много, но они не бесплатны, где инвесторы постоянно ищут возможности для выгодных вложений, но каждый предлагаемый ими рубль имеет свою цену.

Стоимость (ее прирост) - это состоятельный экономический критерий, отражающий интегральный эффект влияния принимаемых решений на все параметры, по которым оценивается деятельность предприятия, (доля рынка и прочность конкурентной позиции, доходы, инвестиционные потребности, операционная эффективность, налоговое бремя, регулирование, и, в конечном итоге, потоки денежных средств и уровень риска) позволяющий ранжировать варианты в ситуации множественного выбора. Только при наличии такого критерия обеспечивается согласованность, направленность (а в конечном итоге сбалансированность и эффективность) повседневных усилий на всех уровнях управления.

Поэтому менеджеры, работающие, по сути, на приумножение благосостояния собственников (акционеров), должны анализировать каждый свой шаг с точки зрения влияния на рост стоимости компании. В этом отношении в России, где почти половина предприятий и принадлежат менеджерам, есть очевидные стимулы для переориентации руководителей на стоимостное мышление.

Вряд ли кто станет спорить, что все без исключения решения в менеджменте находят отражение в притоках или оттоках денежных средств. Именно поэтому компании должны ставить перед собой цели, выраженные в показателях дисконтированного денежного потока, которые являются самыми подходящими критериями создания стоимости.

Конечно, изложенные в учебном пособии подходы обозначены схематично. Но и этого бывает достаточно, чтобы позволить в первом приближении посчитать, сколько стоит предприятие, а потребность в этом руководители стали ощущать все чаще. На предприятиях начали возникать отделы управления собственностью, функцией которых является анализ эффективности использования активов (материальных и нематериальных) с позиции увеличения стоимости бизнеса.

Осознав, что управлять невозможно без знания, как реальной стоимости бизнеса, так и стоимости активов, можно приступать к постановке СМУС (системы мониторинга и управления стоимостью). Во многих компаниях - лидерах российского рынка, таких как ОАО НК «ЛУКОЙЛ» уже поставлена и осуществляется система мониторинга и управления стоимостью предприятия.

Рассмотрим основные этапы внедрения системы управления стоимостью на предприятии:

Этап 1-й	Этап 2-й	Этап 3-й	Этап 4-й	Этап 5-й
Определение точки отчета - оценка рыночной стоимости предприятия.	Составление схемы факторов стоимости компании.	Создание системы оценки оперативных и стратегических управленческих решений.	Анализ вклада подразделений в стоимость компании.	Подготовка отчета с позиции управления стоимостью.
	Внедрение системы оперативного контроля над стоимостью активов.			
	Подготовка кадров.			

Первым шагом на пути к созданию системы управления стоимостью компании является определение стоимости организации в качестве точки отчета. То есть, берется ближайшая прошедшая отчетная дата и на эту дату определяется стоимость компании. Не исключено, что в последующем, в процессе разработки специфической оценочной модели для компании, стоимость на исходную дату, могут быть внесены поправки и уточнения, однако, именно в сравнении с данной величиной стоимости будут определять достижения компании.

Сопоставление результатов, полученных в ходе применения различных, рассмотренных в предыдущих разделах, методов оценки, имеет существенно большую информативность для менеджмента предприятия, нежели результаты, полученные одним методом или усредненная величина результата. Например, если стоимость, полученная в рамках затратного (имущественного) подхода, больше стоимости, определенной доходным подходом, то владельцам выгоднее распродажа активов предприятия, нежели продолжение его функционирования. В этих условиях менеджмент компании должен осуществить ряд мероприятий, позволяющих повысить доходы. Если акции предприятия котируются на бирже, и капитализация компании (произведение биржевой цены акции на количество акций) меньше стоимости, рассчитанной доходным подходом, то, вполне возможно, что менеджмент не уделяет достаточного внимания работе с профессиональными участниками фондового рынка, а предприятие становится привлекательным объектом для поглощения.

Второй этап внедрения системы управления стоимостью на предприятии - определение основных факторов стоимости.

На стоимость компании оказывают воздействие различные факторы (факторы стоимости), в частности, ценовая политика компании, состояние производственных мощностей, уровень конкуренции в отрасли, надежность поставщиков, нормативные акты издаваемые государством, общеэкономическая ситуация в стране и т.п. Факторы стоимости можно разде-

лить на две условные группы: внешние факторы (факторы, возникающие независимо от волеизъявления менеджмента компании, однако, это не означает, что наступление тех или иных событий нельзя было предвидеть и принять меры по минимизации негативных последствий) и внутренние (факторы, связанные с действиями менеджмента, отраслевой спецификой самого предприятия).

С точки зрения управления стоимостью, важно выстроить всю систему факторов, воздействуя на которые можно добиваться постепенного роста стоимости. Система представляет совокупность показателей деятельности компании и отдельных ее подразделений и отделов. Показатели детализируются для каждого уровня управления, что приводит к тому, что высшее звено руководства зачастую контролирует финансовые показатели, в то время как низшие звенья менеджмента отвечают за количественные и качественные результаты работы.

Третий этап – создание системы оценки оперативных и стратегических управленческих решений. Ориентация менеджмента на создание стоимости подразумевает наличие инструмента, позволяющего определять характер и степень воздействия того или иного решения на благосостояние акционеров. Необходимо уточнить, что подобным инструментом должно владеть не только высшее звено руководства, но и младшие менеджеры. Связано это с тем, что большинство оперативных вопросов решается руководителями отделов самостоятельно. Система оценки не позволит избежать субъективности принимаемых решений, но субъективность будет в большей степени направлена на достижение конкретных показателей, приводящих в итоге к росту стоимости компании.

Система оценки будет базироваться на факторах стоимости, определенных для соответствующего звена управления. Схема факторов стоимости, система оценки управленческих решений и порядок вознаграждения труда способствуют повышению инициативности сотрудников, поскольку четко определяют поставленные перед ними цели и дают уверенность в адекватной оценке труда.

Четвертый этап - анализ вклада подразделений в стоимость компании. Многие предприятия занимаются производством и реализацией более чем одного вида товаров и услуг. В целях повышения управляемости, а также адекватной оценки вклада тех или иных товарных групп в стоимость компании, различные производства рассматриваются как бизнес единицы.

Основная цель данного этапа выявить бизнес-единицы, «создающие» и «разрушающие» стоимость. Если бизнес-единица разрушает стоимость компании, необходимо принять решение либо о разработке системы мероприятий, позволяющих сделать подразделение доходным, либо о продаже подразделения другой компании, либо о закрытии подразделения и рас-

продаже активов. Но даже если подразделение обеспечивает для компании прирост стоимости, важно определить, насколько существенна эта стоимость в рамках компании, насколько серьезен потенциал дальнейшего прироста стоимости. В ситуации, когда бизнес-единица, обеспечивая прирост стоимости компании, не является основной (профильной), более того, в составе другого предприятия может обеспечивать существенно большую стоимость, подлежит продаже.

На крупных предприятиях в качестве отдельной бизнес-единицы выделяется головной офис (центральный аппарат управления). Головной офис зачастую выступает в качестве «разрушителя» стоимости, поскольку на него относятся все издержки связанные с централизованным обслуживанием подразделений (финансовая служба, юридическая служба и т.п.). Полезность головного офиса заключается в экономии, которую удастся достичь предприятию за счет использования собственных специалистов, а не внешних консультантов. Суммарная стоимость бизнес-единиц (включая, головной офис) есть стоимость компании в целом, поэтому управление стоимостью компании невозможно без эффективного контроля над стоимостью отдельных подразделений.

Пятый этап - подготовка отчета с позиции управления стоимостью. Информация о результатах деятельности предприятия, пропущенная сквозь призму концепции управления стоимостью может через определенный промежуток времени предоставляться заинтересованным лицам, в частности акционерам. Естественно, это должна быть не разовая акция, а постоянно проводимая работа по увеличению информационной прозрачности предприятия. Такие действия дают акционерам уверенность в том, что менеджеры от них ничего не скрывают, а также сопутствуют восприятию результатов действий в более понятной форме – ведь каждому понятно – плохо это или хорошо, когда стоимость твоей доли компании уменьшилась на 35%; но вовсе не каждый поймет, как воспринимать информацию о том, что увеличилась производительность финансового отдела или запущен в действие новый инвестиционный план по освоению черноземных земель.

Поэтому, данная информация, может включаться отдельным блоком в отчет для акционеров, например в виде отдельной главы; а также быть постоянным спутником промежуточных докладов для владельцев компании. Таким образом, применение концепции управления стоимостью способно дать не только результаты, связанные с улучшением финансового состояния компании, но и одновременно увеличивает имидж компании в глазах, как собственных акционеров, так и потенциальных инвесторов компании.

Итак, повышение стоимости предприятия становится главной задачей современных компаний выступающих на рынке, и все уровни плани-

рования должны быть нацелены на ее решение. Установки относительно путей, ведущих к повышению стоимости (производственная и хозяйственно-финансовая стратегия), рассматриваются лишь как средство достижения главной цели. В отличие от традиционного планирования стоимостной подход характеризуется более сильной количественной направленностью, так как содержание плана должно выражаться в форме соответствующих оценок и конкретных обоснований.

Но цели компании нужно привязывать к каждому уровню управления. Для этого общая цель увеличения стоимости должна быть детализирована на основе выявления основных факторов стоимости. Например, для сервисной службы она будет сведена к нормативному обслуживанию потребителей, а для производственного подразделения - к нормативной длительности оборота товарно-материальных запасов и удельным затратам на производство.

Конечно, каждое предприятие имеет индивидуальный набор факторов стоимости. Это очень важная идея стоимостного анализа: даже если несколько компаний работают на одном рынке и имеют примерно одинаковые результаты, это совсем не значит, что они добились этого одинаковыми путями. Пример. Одна компания производит весьма посредственную продукцию, но добивается успеха за счет умения продавать. Другая компания не умеет продавать так же эффективно, как первая, все внимание ее руководства сосредоточено на производстве. В итоге продукция второй компании настолько качественная, что в определенной степени продает себя сама. Задача стоимостного анализа — выявить факторы, влияющие на стоимость и подсказать руководству компаний, как лучше управлять ими, чтобы увеличить стоимость.

Например, значительная часть успеха рекламного агентства зависит от успешного креатива. Поэтому основная задача руководства — привлечь и мотивировать талантливых людей, способных генерировать оригинальные идеи. Необходимо посчитать, сколько эти таланты стоят для компании и действительно ли нужно экономить, предположим, 10% зарплаты, рискуя потерять таких сотрудников? А для крупного предприятия с капиталоемким производством, где успех зависит от загрузки мощностей, главным фактором может быть объем производства. Если производственные мощности будут простаивать, то какой бы квалифицированный персонал ни работал в цехах и отделе продаж, завод не сможет обеспечить необходимую себестоимость и в конечном итоге окажется неконкурентоспособным.

Пример. Лидирующая на рынке компания в результате анализа определила, что для сохранения объемов прибыли в ближайшие десять лет уже сейчас необходимо минимизировать затраты на поддержание объема про-

даж (например, на рекламу). Таким образом, расходы на рекламу были признаны важным фактором стоимости. Компания сконцентрировалась на решении вопроса, как снизить рекламные расходы с 5% до 4% от выручки без ущерба для объема продаж. После того как решение было найдено, оказалось, что и другие операторы рынка, ориентируясь на лидера, постепенно сократили свои затраты. В результате угроза «гонки рекламных бюджетов» исчезла, а стоимость компании увеличилась.

Чтобы грамотно оперировать стоимостными показателями, топ-менеджмент компании должен обладать необходимым багажом знаний. Пример. Стоимость бизнеса одного клиента при текущей стратегии компании составляла \$100 млн и при удачной реализации стратегии улучшений могла увеличиться до \$120 млн. В разгар реализации проекта появился потенциальный инвестор, готовый купить бизнес «безо всяких улучшений» за \$150 млн. Клиент недоумевает: кто ошибается в расчетах — оценщики или покупатель? Никто не ошибается. Оценка в \$100–120 млн показывала, какой объем будущих экономических выгод извлечет из бизнеса его текущий собственник. Покупателем же выступала транснациональная компания стоимостью около \$2 млрд. Для нее «мгновенный» выход на российский рынок за счет такой покупки создавал стоимость \$300 млн. Разница между стоимостью актива для существующего и будущего собственника (в нашем примере \$200 млн) называется капиталом сделки (deal equity). Действительно, если стоимость актива одинакова и для покупателя, и для продавца, зачем им заключать такую сделку? Поэтому, рассматривая возможность покупки или продажи бизнеса, владельцам в первую очередь необходимо оценить его стоимость и для себя, и для покупателя.

Концепция стоимости только приходит в наши страны. Ее пока используют даже не все крупные компании, акции которых котируются на биржах. Этот подход получил широкое распространение лишь в индустриально развитых странах, в первую очередь, в США. Процесс признания этой концепции мировым бизнес-сообществом может занять годы, но наши страны, где предпринимательская традиция только зарождается и начинает развиваться, имеют некое преимущество перед странами Западной Европы с их довольно консервативным взглядом на ведение бизнеса. Во многих вопросах мы демонстрируем более открытый и гибкий подход к освоению передовых инструментов управления бизнесом. И это — очень хорошая предпосылка, чтобы «догнать и перегнать Америку».

Необходимо отметить, что людям свойственно искать «волшебную палочку», панацею, идеал, способный «в мгновение ока» решить все их проблемы. Поэтому психологически многие руководители сначала бросаются к стоимостному подходу (или к любому другой методике управления бизнесом) в расчете на то, что, наконец-то, им удастся найти «абсолютную

истину» и получить «философский камень», который позволит им быстро и безболезненно решить все стоящие перед ними задачи. Когда же выясняется, что это не так, то наступает стадия разочарования и стоимостной подход начинает также безусловно отвергаться, как раньше безусловно принимался.

Поэтому при внедрении стоимостного подхода к управлению компанией необходимо постоянно помнить следующие «простые истины»:

- Стоимостной подход, как и любая другая методика управления бизнесом, является некоторой *моделью* окружающей действительности

- Польза и сравнительная эффективность модели (относительно альтернативных моделей) определяются тем, насколько эффективно эта модель позволяет пользователям этой модели объяснять, предсказывать и управлять событиями и процессами, происходящими в соответствующей предметной области

- Для выбора наиболее оптимальной модели и методики ее необходимо сравнивать не с «абсолютной истиной», а с альтернативными методиками и принимать решения на основе критерия «затраты-результаты» (т.е., насколько выигрыш от перехода к более эффективной методике управления бизнесом сопоставим с затратами на этот переход)

- Мировая практика успешно доказала преимущества стоимостного подхода к управлению перед альтернативными методиками, достаточные для того, чтобы сделать экономически оправданным переход к стоимостному подходу к управлению.

Можно возразить, что критерий стоимости не совершенен. Но сегодня нет другого, хотя бы равного ему по способности отразить в едином показателе множество самых разнообразных факторов, от которых зависит настоящее и будущее компании.

Таким образом, глобальная стратегия максимизации стоимости может быть превращена в ветвистое дерево целей и показателей стоимостного управления по всем уровням организации. И если такая работа проведена, то следует с уверенностью сказать, что у менеджеров мышление, в основе которого стоимостной подход.

При таком подходе к управлению имуществом сглаживаются классические противоречия менеджмента, что обеспечивает выживаемость и высокую конкурентоспособность предприятия.

7.2. Взаимосвязь оценки с налогообложением имущества

Одной из основных особенностей при формировании рыночной стоимости предприятия является ее зависимость от налогообложения. К сожалению, в практике оценки этому моменту не уделяется должного вни-

мания. Оценщик, определяя стоимость объекта, почти никогда не учитывает того, как отражаются на этой стоимости налоги, которые придется заплатить заказчику, исходя из конкретных направлений использования объекта.

Вместе с тем заказчика интересует не «чистая» стоимость объекта, а реальные финансовые последствия его использования. Значит, влияние налогового фактора на результаты реальной оценки является непосредственным.

При анализе налоговой среды оценки предприятия необходимо учитывать следующие обстоятельства:

- во-первых, различные виды имущества предприятия взаимодействуют с налоговой системой через разные виды налогов;
- во-вторых, надо разграничивать налоги, воздействующие на оценку недвижимости непосредственно и опосредованно – через другие налоги, на первый взгляд не имеющие отношения к оценке недвижимости;
- в-третьих, недвижимость должна рассматриваться, прежде всего, как приносящий доход объект. При таком подходе налоги выступают в качестве существенной статьи расходов, которая покрывается за счет доходов от использования имущества.

Анализ деятельности коммерческих организаций показывает, что комплексным источником их налоговых платежей выступает их выручка. Она является основным источником финансовых ресурсов и характеризует финансовую сторону оборота вовлеченных в коммерческую деятельность средств (капитала).

При оценке стоимости предприятия наиболее важно правильно оценить налоговые льготы, предусмотренные для разных направлений деятельности.

Например, учитывая, что в нормально функционирующей экономике ставки по долгосрочным кредитам находятся на достаточно низких отметках (намного ниже ставок корпоративного налога на прибыль), механизм учета налоговых льгот является в развитых странах неотъемлемой частью расчета оценочной стоимости компании.

Для того чтобы определить влияние этого фактора, необходимо вывести зависимость между ставкой налога на прибыль, ставкой процента за кредит и суммой кредита. Налоговый выигрыш может быть рассчитан по формуле:

$$N_B = K \times P_K \times H_{np},$$

где N_B – налоговый выигрыш;

K – величина предоставленного кредита;

P_K – ставка процента за кредит;

H_{np} – ставка налога на прибыль.

Теперь необходимо рассчитать эффект налогового выигрыша в долгосрочной перспективе (бесконечное количество лет). В нашем случае формула текущей стоимости налогового выигрыша примет вид:

$$PV_{HB} = K \times H_{np} .$$

Таким образом, в общем случае текущая стоимость предприятия на основании доходного подхода должна определяться с учетом стоимости налогового выигрыша, представляющего собой долгосрочную оценку налоговых льгот (причем при любом их виде).

Происходящие в настоящее время в стране процессы изменения системы налогообложения связаны, с одной стороны, с общим уменьшением налогового бремени на субъекты экономической деятельности, а с другой - с упрощением системы, делающим ее более прозрачной и контролируемой. Одной из актуальных проблем, обсуждаемых в связи с этим, является проблема налогообложения недвижимости.

Оптимизация (рационализация) имущественных налогов является составной частью (подсистемой) в управлении основным капиталом предприятия. При этом надо учитывать, что в связи с налоговой реформой планируется концептуальное изменение и имущественных налогов - предполагается заменить налогом на недвижимость для предприятий налоги на имущество и землю. Оценка рыночной недвижимости предприятия будет являться базовой для налогообложения, то есть рыночная стоимость земли, зданий, сооружений и других объектов.

Рассмотрим этот аспект подробнее. Налогообложение имущества, недвижимости во всем мире является одним из основных источников местных бюджетов и существенной частью государственного бюджета. Обоснованная, профессиональная оценка является основой правильного налогообложения. При определении налогооблагаемой базы по налогу на имущество учитываются различные виды собственности и особенности владения, распоряжения и управления ею.

В соответствии с Гражданским кодексом РФ (ст. 132) в основе обособления имущества и выделения его в единый имущественный комплекс лежит принцип использования имущества для деятельности предприятия. Следовательно, любое имущество юридического лица, используемое для обеспечения деятельности, входит в состав его имущественного комплекса. Предприятие как имущественный комплекс или его часть могут быть объектом купли-продажи, залога, аренды и других сделок, связанных с установлением, изменением и прекращением вещных прав. Следовательно, часть имущества, составляющего имущественный комплекс, может принадлежать на законном основании одному юридическо-

му лицу, а другая часть имущества — другому лицу. Налоговое законодательство России предусматривает взимание налога на имущество предприятий и налогов (сборов) на сделки с имуществом.

Как уже отмечалось, Федеральный закон «Об оценочной деятельности» предусматривает обязательную оценку имущества в ряде случаев. При этом результаты оценки являются фактически налогооблагаемой базой, так как иных оснований определения стоимости имущества закон не предусматривает. Отметим, что закон не считает обязательной оценку имущества при сделках между гражданами. Такая оценка возможна по личному желанию гражданина, в том числе и в случае несогласия с установленной налогооблагаемой базой.

Особое внимание необходимо уделять оценке имущества под залог банковского кредита. Стоимость объекта собственности, становящегося залогом, как правило, оценивается банками гораздо ниже его рыночной стоимости.

Будущее изменение принципов налогообложения имущества предусматривает исключение из налогооблагаемой базы стоимости деловой репутации, товарных знаков и других компонентов интеллектуальной собственности и нематериальных активов, не подлежащих амортизации, явится стимулом для повышения уровня интеллектуализации производства и качества продукции, ускорения инновационной деятельности на предприятиях. Однако отметим, что программное обеспечение, лицензии в составе нематериальных активов амортизируются, а значит, должны подлежать налогообложению.

Кроме прямого налогообложения имущества (налог на имущество предприятий) имеет место косвенное налогообложение. Затраты на имущество учитываются при определении налогооблагаемой базы по налогам на прибыль, добавленную стоимость и др. Это обусловлено тем, что в составе себестоимости значительное место принадлежит затратам на приобретение отдельных объектов имущества (основных фондов), амортизационным отчислениям, затратам на создание и использование интеллектуальной собственности и затратам, связанным с поддержанием имущества предприятия в надлежащем состоянии.

Как известно, расчет налогооблагаемой базы по налогу на имущество может быть основан на первоначальной восстановительной или рыночной стоимости.

Первоначальная восстановительная стоимость — это стоимость постановки объекта на баланс. Такой стоимостью является стоимость возведения, сооружения, производства или приобретения отдельного объекта или имущественного комплекса предприятия в целом. Первоначальная

восстановительная стоимость может равняться, быть больше или меньше рыночной стоимости (табл. 7.1).

Таблица 7.1

Влияние на уровень налогообложения соотношения первоначальной восстановительной и рыночной стоимости [1]

<i>Вид соотношения</i>	<i>Условие</i>	<i>Налоговый результат</i>
Равенство рыночной и первоначальной восстановительной стоимости	Абсолютное совпадение уровня среднерыночных и фактических затрат на создание, воспроизводство и замещение объекта	Уровень налогообложения реален
Рыночная стоимость больше первоначальной восстановительной	Стоимость объекта на рынке намного больше фактической стоимости его создания, воспроизводства, замещения из-за ограниченного предложения, уникальности, выгоды размещения, престижности обладания	Уровень налогообложения занижен
Рыночная стоимость меньше первоначальной восстановительной	В современных условиях объект создается, воспроизводится, замещается на основе более совершенных передовых технологий, с использованием более дешевых, качественных материалов. Процесс создания объекта характеризуется высоким уровнем производительности труда, материалоотдачи, фондоотдачи, капиталотдачи и низкой трудоемкостью, материалоемкостью, фондоемкостью и капиталоемкостью. Наблюдается значительное физическое, функциональное, экономическое, экологическое и стратегическое устаревание объекта	Уровень налогообложения завышен

Она может быть определена на основании данных бухгалтерского учета или экспертным путем независимыми профессиональными оценщиками.

Оценщик может применить корректирующие коэффициенты на учет состояния конструкций, материала фундамента, стен, перекрытий и каркаса, наружной и внутренней отделки, общестроительных работ, санитарно-технического устройства, электроосвещения, слаботочных устройств внутри здания и др. Так как оценщик должен также скорректировать стоимость имущества на переданные права собственности, на использование имущества не по назначению, на условия финансовых расчетов, на условия продажи (чистота сделки), на дату продажи (к ценам продаж аналогов, имеющим дату продажи, отстоящую от даты оценки более чем на один квартал), то налогооблагаемая база может быть еще уменьшена. С учетом вышеизложенного оценщик обязан быть максимально объективным, так как в противном случае он несет профессио-

нальную ответственность за искаженные результаты оценки налогооблагаемой базы.

Значительное влияние на налогооблагаемую базу налога на имущество оказывает величина начисленного износа, или амортизационные отчисления. Если первоначальная восстановительная стоимость имущества при переоценке, безвозмездной передаче или в иных случаях, предусмотренных законодательством, определяется профессиональным оценщиком, то большое значение приобретает правильное объективное установление величины вычета фактического совокупного износа объекта. В этом случае налогооблагаемая база (остаточная стоимость материальных и нематериальных активов) будет определяться как разница между оценочной первоначальной восстановительной стоимостью и амортизационными отчислениями, рассчитанными по единым нормам, по методу ускоренной амортизации и т. п. Таким образом, в результате оценки налогооблагаемая база может быть занижена или завышена по отношению к стоимости, отраженной в бухгалтерском учете (в книге учета движения основных средств, инвентаризационных карточках постановки на учет материальных и нематериальных активов).

В этой связи важно, чтобы фактический совокупный износ, учитываемый при оценке стоимости материальных и нематериальных активов, объективно отражал реальное состояние объекта.

Отметим, что при определении налогооблагаемой базы обычно местонахождение и расположение объекта, местность, динамика застройки местности, доступность транспортных коммуникаций, коммерческая и инвестиционная привлекательность, гидрогеологические и климатические условия, экологическая обстановка учитываются не сами по себе, а только с позиций дополнительных издержек, связанных с их влиянием на условия эксплуатации объекта. При определении налогооблагаемой базы следует учитывать, что доходы от владения имуществом могут быть получены в виде текущих и будущих поступлений, текущей и будущей экономии на налогах, доходов от прироста стоимости при продаже, налоговых сбережений при продаже как передаче обязательств по уплате налога покупателю.

Необходимо проанализировать показатели, влияющие на налогооблагаемую базу налога на имущество, - себестоимость и операционные расходы на содержание и эксплуатацию имущества.

Кроме того, при определении налогооблагаемой базы важно установить, как стоимость конкретного вида имущества влияет на уровень налогообложения. Например, законсервированное имущество (на основании специального решения главы органа местного самоуправления) или мобилизационные мощности исключаются из расчета налогооблагаемой базы по налогу на имущество. При наличии на предприятии активно используемого, избыточного, необходимого для развития, не пригодного

для эксплуатации, поврежденного и прочего имущества целесообразно отдельно рассмотреть стоимость каждого вида имущества и соответственно его оценить в целях оптимизации налогового бремени.

При налогообложении целесообразно учитывать реальную стоимость отдельных видов имущества с позиций их производственного, научно-технического, инвестиционного, инновационного и коммерческого потенциала. Особое внимание при этом следует уделять оценке стоимости непроизводственного оборудования, машин и механизмов, обеспечивающих функционирование объектов недвижимости (главные питающие кабели, трансформаторы, генераторы и электросети, газопроводы, насосы, оборудование отопления и кондиционирования воздуха, пассажирские и грузовые лифты и др.). Реальное значение для налогообложения имеет дата оценки стоимости — ретроспективная, текущая и прогнозная. Ретроспективная оценка, в частности, должна учитывать факторы, имевшие место в прошлом и повлиявшие на определение стоимости в целях налогообложения.

Должны быть разработаны критерии учета соотношений между различными налогами при оценке стоимости имущественного комплекса предприятия. Особое внимание должно придаваться анализу уплачиваемых предприятием налогов, которые входят в сумму текущих издержек и фактически отражают налоговые затраты, связанные со структурой имущественного комплекса и эффективностью его использования в процессе финансово-хозяйственной деятельности. Налог на имущество отражает, таким образом, результат комплексной оценки стоимости имущественного комплекса действующего предприятия (бизнеса), а не только недвижимости.

Стоимость имущественного комплекса предприятия включает стоимость активов, трудовых, финансовых и материальных ресурсов. В основном стоимость имущественного комплекса предприятия отражается в показателе себестоимости. В составе себестоимости важное место занимает амортизация. Чем меньше себестоимость, тем при прочих равных условиях больше прибыль, а значит, больше налог на прибыль. Ставка налога на прибыль в 12 раз превышает ставку налога на имущество предприятий. В среднем величина прибыли составляет для рентабельно работающего предприятия с устойчивым рынком сбыта около 25% от величины среднегодовой стоимости имущества. В результате сумма налога на имущество для таких предприятий в 3 — 4 раза меньше суммы налога на прибыль. Не всегда экономически целесообразно искусственно занижать стоимость основных фондов, что повсеместно наблюдалось во время обязательных переоценок в 1995—1997 гг.

Взаимозависимость налогов на себестоимость и налогов на прибыль предполагает расчет оптимальных соотношений между ними, а значит, и

прогнозирование рациональных пропорций в составе имущественного комплекса действующего предприятия.

В качестве примера можно привести действия РАО «ЕЭС России», увеличившего в 2001 г. оценку своих основных фондов почти вдвое и автоматически снизившего налог на прибыль за счет роста размера амортизационных отчислений в составе себестоимости.

В отношении переоценки необходимо отметить следующее. В 1990-х годах происходило быстрое изменение цен на активы и обязательства. Имевшие место переоценки касались только такого актива, как основные фонды. Последняя их общенациональная переоценка была проведена в 1997 г. При переоценке недвижимого имущества оценщик может определять полную восстановительную стоимость как рыночную стоимость замещения, по которой на дату переоценки можно приобрести новые объекты, аналогичные имеющимся на предприятии. Если идентичных объектов нет, то ориентируются на аналогичные объекты, скорректировав при необходимости их стоимость путем сопоставления технических и товароведческих характеристик. Данные о рыночной стоимости аналогов подтверждаются либо справками организаций-изготовителей, торгующих, снабженческих, заготовительных организаций, публикациями в средствах массовой информации, либо экспертными заключениями (отчетами об оценке) организаций-оценщиков.

При участии в переоценке основных фондов оценщик не должен определять реальную степень износа и соответствующую ей остаточную стоимость. Степень износа (в процентах) каждого отдельного объекта после переоценки устанавливается равной степени износа до переоценки по данным бухгалтерского учета.

В настоящее время в соответствии с Федеральным законом «Об оценочной деятельности» оценивать любое имущество при налогообложении, купле-продаже, залоге, обмене, доверительном управлении и множестве других случаев могут только независимые профессиональные оценщики. При разрешении спорных вопросов налогообложения имущества оценщик должен дать ответы на вопросы об истинной восстановительной стоимости имущества, являющегося предметом спора, о цене объекта недвижимости (цене сделки купли-продажи объекта) и стоимости как наиболее вероятной цене продажи данной недвижимости, величине затрат на возмещение стоимости имущества, подлежащего возврату.

В заключении необходимо сказать, что реформирование системы налогообложения сопровождается на протяжении нескольких последних лет изменениями ставок по налогу на прибыль, НДС и др. Как правило, эти ставки снижались. Пока тенденции сопровождалась отменами части льгот, в частности, на инвестиции в основной капитал. Нетрудно предположить,

что одной из компенсационных мер может быть увеличение ставок налога на имущество (в дальнейшем недвижимость). Поэтому при стратегическом планировании развития и воспроизводства основного капитала, управления его стоимостью целесообразно исследовать сценарии динамического повышения этой ставки в ближайшие годы, а также возврата к льготам по инвестициям.

7.3. Рекомендации пользователям оценочных услуг

Итак, если Вы решили определить стоимость, купить или продать собственность, Вам понадобятся следующие рекомендации относительно качества и стоимости оценочных услуг.

Качество оценочных услуг

Проблему качества работы не принято обсуждать в среде оценщиков, как и врачи, они не часто выносят свои проблемы на широкое обсуждение.

Но проблема качества этих услуг в настоящее время представляется наиболее важной. Достаточно вспомнить банкротство американской энергетической компаний «Энрон» и крах всемирно известной до недавних пор аудиторской и консалтинговой компании «Артур Андерсен».

Из каждых 10 оценочных отчетов по оценке имущества средних по количеству инвентарных единиц (до 20 тысяч) предприятий, по статистике проверяющих органов, каждые 3, в среднем, носят явно фальсификаторский, «заказной» характер. В этих отчетах цифры занижались (или завышались), в среднем, в 2,5-4 раза. Причем не нужно было быть большим специалистом, чтобы все это увидеть. В реальности процент заказных работ выше. Практически во всех отчетах встречались грубейшие ошибки по отдельным позициям. Это говорит о том, что оценка имущества даже среднего предприятия для многих оценочных фирм является трудно выполнимой задачей.

Главная цель данного раздела - это вооружить потенциальных читателей оценочных отчетов простыми правилами, с помощью которых можно обнаружить подавляющее число именно грубых фальсификаций. Список этих правил, конечно, не полон, но все-таки, когда Вы читаете отчет, рекомендуется проверить:

1. Приводятся ли в финальном отчете технические характеристики наиболее дорогостоящих по балансовой стоимости объектов (хотя бы 10 % в общем количестве всех инвентарных единиц), на основании которых другие оценщики смогли бы оценить восстановительную стоимость этих дорогостоящих объектов относительно точными методами. Если технические характеристики не приводятся, то отчет, вероятно, сфальсифицирован.

2. Описываются ли методики для оценки восстановительных стоимостей наиболее дорогостоящих объектов. Если методики описаны не для всех дорогостоящих объектов, то отчет, вероятно, сфальсифицирован.

Комментарий. Если, например, в отчете просто указано, что для расчета восстановительной стоимости сооружений использовался метод из сборников УПВС, изданных в 1970 году, то читатель должен понимать, что, вообще говоря, частью таблиц из этих сборников уже нельзя пользоваться, например, таблицами для домен и бензозаправочных станций.

3. Даны ли примеры расчетов восстановительных стоимостей для основных типов дорогостоящих объектов. Если примеров нет, то отчет, вероятно, сфальсифицирован.

4. Приводится ли восстановительная стоимость для всех инвентарных единиц. Если восстановительные стоимости не приводятся, то отчет, вероятно, сфальсифицирован.

Комментарий. Восстановительная стоимость часто не приводится в отчетах по рыночной оценке, а приводится только одна рыночная. В этом случае проверить, как же получается эта рыночная стоимость - не представляется возможным.

5. Приводятся ли названия таблиц удельных расценок и численные значения используемых расчетных коэффициентов для получения восстановительных стоимостей хотя бы для наиболее дорогостоящих объектов. Если эти данные не приводятся, то отчет, вероятно, сфальсифицирован.

Комментарий. В отчетах по переоценке основных фондов обычно указывается балансовая стоимость, восстановительная стоимость, номер сборника УПВС и номер таблицы. Однако часто выясняется, что указанная в отчете таблица не имеет никакого отношения к оцениваемому объекту, а если таблица указана и правильно, то расчет по ней с использованием дополнительных коэффициентов дает совсем другую цифру.

6. Описываются ли при рыночной оценке методики и примеры для расчета износов наиболее дорогостоящих объектов. Если методики и примеры описаны не для всех дорогостоящих объектов, то отчет, вероятно, сфальсифицирован.

7. Существенно ли занижена стоимость контракта по оценке имущественного комплекса по отношению к реальной рыночной стоимости такого контракта при объективной оценке. Если стоимость контракта существенно занижена, то вероятность фальсификации очень велика.

Выбор оценочной организации

Когда речь заходит об оценке имущества, прежде всего, вспоминают БТИ (бюро технической инвентаризации). Однако в действительности БТИ оценочной организацией не является, так как нормативными документами на органы БТИ возложена обязанность по технической инвентаризации и

учету жилой и нежилой недвижимости, а также определение инвентаризационной стоимости.

Сегодня только в г.Иркутске действует более 30 лицензированных фирм и индивидуальных предпринимателей, оказывающих оценочные услуги. Возникает вопрос, к кому обратиться.

Прежде чем заключить договор об оценке, заказчик имеет право ознакомиться со следующими документами оценщика:

- свидетельство о государственной регистрации в качестве индивидуального предпринимателя или в качестве юридического лица;
- документ об образовании, подтверждающий получение профессиональных знаний в области оценочной деятельности в соответствии с согласованными с уполномоченным органом образовательными программами (диплом о высшем образовании, диплом о профессиональной переподготовке) у предпринимателя или штатного сотрудника юридического лица;
- страховой полис, свидетельствующий о наличии договора страхования гражданской ответственности оценщика.

Эти требования установлены Законом «Об оценочной деятельности в РФ» от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ.

Кроме обязательных условий осуществления оценочной деятельности, установленных на федеральном уровне, для проведения оценки некоторых видов имущества могут существовать дополнительные требования к оценщикам. Так, для оценки собственности в некоторых областях и округах РФ необходимо иметь аккредитацию при соответствующих департаментах имущественных отношений.

О квалификации оценщиков может говорить наличие аккредитаций при государственных органах (например, ФСФО), при общественных организациях оценщиков (РОО, НКО и т.п.). Кроме того, об уровне квалификации можно судить по наличию в штате фирмы оценщиков, сертифицированных при общественных организациях оценщиков.

Многие заказчики также интересуются опытом работы оценочного предприятия и его специалистов, клиентами предприятия. Также немаловажным является знакомство с Национальным кодексом этики оценщиков РФ, утвержденным Национальным советом по оценочной деятельности, и его соблюдение оценочной фирмой.

При подборе оценщика можно организовать тендер. В этом случае оценщикам предоставляется общая информация о собственности, они дают свои предложения относительно возможных сроков и стоимости оценки. На предварительных этапах переговоров с оценщиком можно подписать соглашение о конфиденциальности. Однако практика показывает, что чаще

всего этого требуют иностранные компании, российские же клиенты ограничиваются соответствующим пунктом в договоре об оценке.

Законодательство накладывает некоторые ограничения при выборе оценщика. Он не может:

- быть учредителем, собственником, акционером или должностным лицом оцениваемой компании;
- заказчиком или физическим лицом, имеющим имущественный интерес в объекте оценки, или состоять с указанными лицами в близком родстве или свойстве;
- иметь в отношении объекта вещные или обязательственные права вне договора.

Кроме того, оцениваемая компания не может быть учредителем, акционером, кредитором, страховщиком оценщика.

При согласовании условий оценщик должен представить предполагаемый *бюджет* оценки, на основании которого определяется стоимость его работы. Бюджет должен быть подробно расписан по категориям исполнителей, рабочему времени каждого из них и выполняемым работам. Как правило, практикуется почасовая оплата оценщика (20–50 долл. за час). Поскольку оценщик не вправе заниматься оценочной деятельностью, не застраховавав предварительно свою гражданскую ответственность, наличие *страхового полиса* — обязательное условие для заключения договора об оценке объекта оценки.

Основание для проведения непосредственно оценки компании — *договор* между оценщиком и заказчиком. Договор заключается в письменной форме и не требует нотариального заверения. Обратите внимание, чтобы договор содержал:

- точное указание на объект оценки, его вид и описание;
- вид определяемой стоимости объекта;
- денежное вознаграждение за проведение оценки;
- сведения о страховании гражданской ответственности оценщика;
- размер оплаты работы оценщика. Эта сумма не может зависеть от итоговой величины стоимости объекта оценки. Если оценщик все же настаивает на фиксировании оплаты своего труда как определенного процента от суммы сделки, с ним не стоит иметь дело.

В общем случае срок оценки — от месяца и более. В практике часто встречается такая ситуация, когда процесс подготовки, определения специфики данной компании и веса подходов к оценке может занять больше времени, чем непосредственно само проведение оценки.

По результатам оценки бизнеса оформляется *отчет*. В нем недопустимы неоднозначные толкования. Если определяется не рыночная стои-

мость, а иные виды, в отчете следует указать причины отступления и критерии установления оценки.

Кроме того, необходимо проверить, чтобы отчет был собственноручно подписан оценщиком и заверен его печатью. Если по каким-либо причинам клиент не удовлетворен результатами проведенной оценки, он может обратиться в Российскую коллегия оценщиков для проведения альтернативной экспертизы.

Также следует упомянуть о возможности использования результатов оценки бизнеса в качестве инструмента экономического шпионажа за конкурентами. Оценщик, как и аудитор, должен получить всю информацию о реальных доходах данного бизнеса. Каким образом эта информация будет впоследствии использована — вопрос профессиональной этики. Однако уважающая себя фирма-оценщик всячески сохраняет конфиденциальность и тщательно следит за имиджем, иначе к ней просто не будут обращаться клиенты.

Еще одним вопросом, интересующим заказчика оценочных услуг, является цена данной услуги.

Единого подхода к формированию цен на оценочные услуги нет, и, несмотря на усиленные попытки некоторых объединений независимых оценщиков как-то упорядочить процесс ценообразования, в ближайшем будущем вряд ли стоит ожидать появления согласованной тарифной политики. С одной стороны, такое положение дел отвечает требованиям антимонопольного законодательства и ограничивает рост цен на услуги оценщиков, которые и без этого недешевы. С другой стороны, достаточно устойчивой стала тенденция установления фирмами демпинговых цен. Причем, демпинг в оценке для потребителей гораздо опаснее, чем, предположим, в производственной сфере. «Товарный» демпинг носит краткосрочный характер, при этом потребитель выигрывает, по крайней мере, в краткосрочной перспективе, получая качественный товар по заниженной цене.

Демпинг в оценке для отдельно взятой оценочной фирмы может стать образом жизни и способом существования. Только вот качество услуг при этом зачастую изменяется пропорционально их стоимости.

Хотелось бы предостеречь от того, чтобы основным критерием при выборе оценщика служила стоимость услуг. К сожалению, квалифицированных оценщиков, несмотря на достаточно большое количество фирм и индивидуальных предпринимателей, не так много. Проведение квалифицированной оценки возможно при наличии оперативного доступа к платным источникам информации, современных средств связи, программных средств. Помимо прочего, необходимо постоянно повышать квалификацию специалистов путем посещения семинаров, образовательных курсов и

т.п. Все это стоит недешево, поэтому не стоит удивляться тому, что стоимость услуг квалифицированного оценщика выше.

Даже интуитивно каждый понимает, что оценка среднего бизнеса не может проводиться за три дня и стоимость тысячу долларов. Квалифицированный специалист высоко оценивает стоимость своего труда.

В связи с этим, Комиссией по этике Системы независимого общественного контроля оценочной деятельности в Российской Федерации разработано Открытое соглашение о минимальных тарифах на проведение оценочных работ в Российской Федерации (см. Приложение 5). Данное соглашение позволяет четко определить, какая услуга предлагается на условиях демпинга, а какая нет. Эти рекомендуемые минимальные тарифы определяют нижнюю границу затрат в человеко-часах, обеспечивающих качественное оказание оценочных услуг силами профессионально подготовленных оценщиков, имеющих достаточный практический опыт, при безусловном выполнении требований законов, нормативных актов и стандартов, касающихся оценочной деятельности в РФ.

Проведение неквалифицированной и непрофессиональной оценки может иметь серьезные последствия для заказчика. Низкое качество оценки может привести к существенным потерям, как прямым, так и косвенным.

Здесь мы сталкиваемся с одним из камней преткновения взаимоотношений между заказчиком и оценщиком. Очень часто заказчик приходит к оценщику не с заказом на оценку, а с заказом на отчет об оценке, в котором обосновано желаемое заказчиком значение стоимости объекта оценки. Заказчик, преследуя свои сиюминутные цели, забывает о том, что отчет об оценке имущества, по сути дела, является финансовым документом. Оценщики, выдавая «липовый» финансовый документ, не только компрометируют профессию оценщика, но и готовят себе и заказчику встречу с уголовным законодательством. В Уголовном кодексе РФ присутствуют статьи, предусматривающие уголовную ответственность заказчика и оценщика: ст.174 «Легализация (отмывание) денежных средств или иного имущества, приобретенного незаконным путем»; ст.199 «Уклонение от уплаты налога с организаций»; ст.200 «Обман потребителей» и др.

Итак, подведем итог в вопросе поиска добросовестного оценщика. Заказчику необходимо обращать внимание на следующие моменты:

Оценщик гарантирует результат до предварительного ознакомления с оцениваемым имуществом.	Такой подход обнаруживает недобросовестного оценщика.
Оценщик не уточняет, для каких целей проводится оценка имущества.	Это говорит о непрофессионализме оценщика, которому все равно, сможете ли Вы впоследствии воспользоваться отчетом.

Оценщик собирается провести оценку объекта только на основании предоставленных Вами документов, без выезда на объект	Если целью оценки не является переоценка, то это говорит о непрофессионализме либо недобросовестности оценщика.
Оценщик не требует от Вас предоставления необходимых для данного вида оценки документов.	Оценка будет проведена с использованием единственного доступного в этом случае метода – метода «Трех П».
Оценщик интересуется, какая стоимость объекта оценки Вас устроит, и обещает показать эту цифру в самом отчете.	Перед Вами пример классической недобросовестности. Если Вы соглашаетесь на такое предложение, имейте в виду, что Ваш отчет будет недостоверным и легко оспоримым в суде.
Оценщик называет слишком низкую по сравнению со сложившейся на рынке цену либо соглашается значительно снизить цену в процессе переговоров.	Вероятно Вы – его последний клиент.
Оценщик предлагает сделать большую работу в очень короткий срок.	В лучшем случае рассчитывает впоследствии продлить срок договора. В худшем – выполнит работу некачественно.
Оценщик предлагает сам либо легко соглашается по Вашей просьбе показать Вас в качестве примера отчет другого заказчика.	Оценщик не привык соблюдать конфиденциальность. Будьте готовы к тому, что Ваш отчет также может попасть в руки лиц, для которых он не предназначен.

В заключении хотелось бы сказать, что оценочный бизнес – явление для России новое и не до конца понятое даже теми, кто в нем участвует. Несмотря на активизацию в последние несколько лет профессиональной оценочной деятельности и подвижки в ее законодательном регулировании и обеспечении, сама ситуационная модель процесса оценки стоимости предприятия пока не сформировалась ни на уровне предприятий как заказчиков, ни на уровне большинства исполнителей заказов по оценке. Задачей новой формации специалистов становится задача определения реальной рыночной стоимости собственности и интеграция полученных результатов в процесс управления капиталом. В связи с этим Вы можете попробовать оценить свои знания, полученные при изучении данного курса и учебного пособия, ответив на вопросы теста в приложении б, а также выполнив задания, изложенные в практикуме.

ГЛОССАРИЙ

Аналог объекта оценки — сходный по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам с объектом оценки другой объект, цена которого известна из сделки, состоявшейся при сходных условиях.

Аренда - юридически оформленное право пользования чужой собственностью на определенных условиях.

Арендатор - лицо, законно пользующееся чужим имуществом на определенных условиях.

Арендная плата - плата за право пользования чужим имуществом. Величина и периодичность арендной платы устанавливается договором между арендодателем и арендатором.

Арендодатель - юридическое или физическое лицо, имеющее право сдачи в аренду некоторого имущества, возможно, не собственного.

База сравнения - финансовая, производственная или иная характеристика в количественном выражении, имеющая взаимосвязь с ценами сделок по аналогам объекта оценки.

Дата оценки - дата, по состоянию на которую производится оценка стоимости объекта. Как правило, эта дата совпадает с последним днем личного осмотра оценщиком объекта оценки.

Действующее предприятие (бизнес) - предприятие, в отношении которого отсутствует информация о вероятном прекращении его деятельности в прогнозируемый период времени.

Деловая репутация организации - нематериальный (юридически неидентифицируемый) актив, возникающий благодаря фирменному наименованию, репутации, наличию постоянной клиентуры, местоположению и аналогичным факторам, стоимость которых нельзя выделить и оценить по отдельности, но которые обуславливают дополнительные доходы или иные экономические выгоды.

Дисконтирование денежного потока - преобразование будущих денежных потоков (доходов), ожидаемых от объекта оценки, в его стоимость на дату оценки с использованием соответствующей ставки дисконтирования.

Заказчик (клиент) - лицо, по заказу которого производится работа по оценке.

Здания - один из видов сооружений. Входят в состав недвижимости.

Земельный участок - часть недвижимости в виде участка территории земли с границами, определенными в документах, выдаваемых государственными по земельным ресурсам и землеустройству.

Износ (обесценение) - потеря стоимости недвижимости под действием различных причин, среди которых выделяют физическую амортизацию,

функциональное (моральное) обесценение, а также устаревание, вызванное влиянием окружающей среды.

Интерес - выгода, материальная заинтересованность, участие, доля (в чем-либо).

Капитализация дохода - преобразование будущих ежепериодических и равных (стабильно изменяющихся) по величине доходов, ожидаемых от объекта оценки, в его стоимость на дату оценки путем деления величины ежепериодических доходов на соответствующую ставку капитализации.

Контроль от владения акциями, долями (вкладами) в уставных (складочных) капиталах (далее именуется - контроль) - получаемая участником хозяйственного общества или товарищества за счет владения акциями, долями (вкладами) в уставных (складочных) капиталах возможность влиять на принятие решений, отнесенных к компетенции высшего органа управления хозяйственного общества или товарищества, влияя таким образом на принятие наиболее важных управленческих решений, отнесенных к компетенции других органов управления хозяйственного общества или товарищества.

Контрольный (мажоритарный) пакет акций - пакет акций, размер которого обеспечивает его владельцу контроль за деятельностью акционерного общества.

Наилучшее использование - способ использования участка недвижимости, выбранный из числа общепринятых и законодательно разрешенных, который является физически возможным, прибыльным и который приводит к наибольшему значению стоимости земли.

Недвижимое имущество (недвижимые вещи) - земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей, как то: здания, сооружения, леса и многолетние насаждения. Недвижимое имущество определено как имущество, перемещение которого без несоразмерного ущерба его назначению невозможно. Законом к недвижимому имуществу также относятся воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания, космические объекты. Законом к недвижимым вещам может быть отнесено и иное имущество.

Неконтрольный (миноритарный) пакет акций - пакет акций, размер которого недостаточен для признания его контрольным.

Опцион - право покупки или аренды недвижимости в будущем на оговоренных в настоящее время условиях.

Отчет - документ, передаваемый заказчику и содержащий результаты процесса оценки.

Передача права собственности - надлежащим образом юридически оформленный акт купли-продажи, обмена, дарения, наследования, изъятия.

Право собственности - право по своему усмотрению владеть, пользоваться и распоряжаться своим имуществом, передавать свои полномочия другому лицу, использовать имущество в качестве залога или обременять его иными способами, передавать свое имущество в собственность или в управление другому лицу, а также совершать в отношении своего имущества любые действия, не противоречащие закону. Право владения представляет собой возможность иметь у себя данное имущество. Право пользования представляет собой возможность использовать имущество. Право распоряжения представляет собой возможность определять юридическую судьбу имущества (отчуждать в той или иной форме, уничтожать и т.д.)

Премия за контрольное участие - денежное (абсолютное или относительное) выражение преимущества, обусловленного владением контрольным участием по сравнению с владением неконтрольным участием.

Принципы оценки - интерпретация общих экономических законов для целей оценки недвижимости.

Продавец недвижимости - юридическое или физическое лицо, имеющее законное право продажи недвижимости. Продавцом недвижимости может выступать ее собственник либо, в случае отсутствия такового (например, в случае смерти владельца и отсутствии наследников, в случаях принудительной продажи недвижимости при лишении права собственности) законодательно установленное юридическое лицо.

Процесс оценки - определенная последовательность процедур, используемая для получения оценки стоимости. Процесс оценки обычно завершается отчетом об оценке, придающим доказательную силу оценке стоимости.

Риск - обстоятельства, уменьшающие вероятность получения определенных доходов в будущем и снижающие их стоимость на дату проведения оценки.

Сервитут - юридически закрепленное право кого-либо на ограниченное пользование каким-либо образом объекта недвижимости, находящегося в собственности другого лица.

Скидка за контрольное участие - абсолютная или относительная величина, на которую уменьшается пропорциональная оцениваемому размеру участия его стоимость в стоимости стопроцентного участия, чтобы отразить отсутствие всех или некоторых полномочий контроля.

Скидка за недостаточную ликвидность - абсолютная или относительная величина, на которую уменьшается стоимость объекта оценки, чтобы отразить его недостаточную ликвидность.

Собственник - физическое или юридическое лицо, имеющее на законном основании **право собственности**.

Согласование - получение итоговой оценки стоимости на основании результатов, полученных с помощью разных подходов.

Специальное право («золотая акция») - права, устанавливаемые в соответствии с законодательством Российской Федерации соответственно Правительством Российской Федерации, органами государственной власти субъектов Российской Федерации, органами местного самоуправления в отношении открытых акционерных обществ, созданных в процессе приватизации, и обеспечивающие представителям Российской Федерации, субъектам Российской Федерации и муниципальных образований участие в общем собрании акционеров и принятие на нем, при необходимости, блокирующих решений по вопросам, влияющим на обеспечение обороны страны и безопасности государства, защиты нравственности, здоровья, прав и законных интересов граждан Российской Федерации.

Ставка дисконтирования - процентная ставка отдачи (доходности), используемая при дисконтировании с учетом рисков, с которыми связано получение денежных потоков (доходов).

Ставка капитализации - делитель, используемый при капитализации.

Ставка отдачи (доходности) - отношение суммы дохода (убытков) и (или) изменения стоимости (реализованное или ожидаемое) к суммарной величине инвестированных средств.

Улучшения - все изменения, отличающие свободный и неосвоенный земельный участок, являющиеся результатом деятельности по его преобразованию для последующего использования.

Цена продажи - сумма денег, уплаченная в конкретной совершившейся сделке. То же, что *цена*.

Ценовой мультипликатор - соотношение между стоимостью или ценой объекта, аналогичному объекту оценки, и его финансовыми, эксплуатационными, техническими и иными характеристиками.

Чистые активы - величина, определяемая по данным бухгалтерского учета и отчетности путем вычитания из суммы активов организации принимаемых к расчету, суммы ее обязательств, принимаемых к расчету.

Чистый денежный поток - величина денежных средств, полученных за определенный период времени и остающихся в распоряжении предприятия (бизнеса), которые могут быть распределены без ущерба для дальнейшего его функционирования и экономического роста.

Юридическое описание недвижимости - описание участка и объекта недвижимости, по которому они могут быть однозначно идентифицированы, приемлемое для судебного разбирательства.

СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Бердникова Т.Б. Оценка и налогообложение имущества предприятий: Учеб.пособие. – М.: ИНФРА-М, 2003.
2. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов – М.: «Олимп-бизнес», 2003.
3. Бригхем Ю.и Гапенски Л. Финансовый менеджмент (полный курс в двух томах) – С-Пб.: Экономическая школа, 1997.
4. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятий: учебное пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
5. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами – М.: Финансы и статистика, 2001.
6. Верховзина А.В., Федотова В.А. Сравнительный анализ международного и российского законодательства в области оценочной деятельности. - М.: «Интерреклама», 2003
7. Вольфсон В.А. и др. Реконструкция и капитальный ремонт жилых и общественных зданий. — М.: Стройиздат, 1995.
8. Гленн М., Десмонд, Ричард Э.Келли. Руководство по оценке бизнеса. - М.: РОО, 1996г.
9. Горемыкин В.А., Багулов Э.Р. Недвижимость: регистрация прав и сделок, ипотечное кредитование в схемах. - М., 1998
10. Гражданский кодекс РФ.
11. Григорьев В.В., Островкин И.М. Оценка предприятий: имущественный подход. – М.: Дело, 2000.
12. Даниленко Д. Из истории оценочной деятельности // Квартира, дача, офис, 1999. № 219.
13. Дойль П. Маркетинг, ориентированный на стоимость. — СПб.: Питер, 2001.
14. Есипов В., Маховикова Г., Терехова В. Оценка бизнеса. – СПб: Питер, 2001.
15. Жилищная экономика / Под ред. Г. Поляковского. - М., 1996
16. Журналы: «Риэлтор», «Все о недвижимости», «Недвижимость Иркутска», «Вопросы оценки», «Вестник Российского общества оценки», «Имущественные отношения в РФ», «Собственность и рынок», «Управление собственностью: теория и практика» за 2003-2007гг.
17. Земельный кодекс РФ
18. Ильговский Р.Г., Панкратьева Е.А., Шинкевич О.В. Организация оценочных работ: учеб. пособие. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2006.
19. Ковалев В.В. Финансовый анализ - М.: Финансы и статистика, 1996.
20. Козырев А.Н., Макаров В.Л.. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности. Учебное пособие. – М., 2003.

21. Копылова В.В., Коркина В.С. Оценка рыночной стоимости недвижимости: Учебное пособие. - Иркутск: Изд-во ИГЭА, 2001.
22. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд., стер. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002.
23. Крувшиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов. – СПб: Изд-во «Питер», 2000.
24. Кузин Н.Я. Рыночный подход к оценке стоимости зданий и сооружений: Для вузов. - М.: Изд-во Ассоциация строительных вузов, 1998.
25. Кузнецов. Новое в оценке стоимости компаний за рубежом // Финансовая газета, 1998. № 44.
26. Лейфер Л. А. Особенности имущественного подхода при оценке миноритарных пакетов акций - www.appraiser.ru
27. Методические рекомендации по кадастровой оценке стоимости сельскохозяйственных угодий. - М.: ВНИЭТУСХ, 1997.
28. Методические рекомендации по определению рыночной стоимости земельных участков - Распоряжение Минимущества РФ от 6.03.2002 №568-р.
29. Налоговый кодекс РФ.
30. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник / Под ред. В.И. Кошкина. — М.: ЭКМОС, 2002.
31. Основы финансовой диагностики / Под редакцией Куницыной С.Ю., Захаровой Е.Н.: учеб пособие. Иркутск.: Изд-во БГУЭП, 2003.
32. Оценка бизнеса: Учебник/ Под редакцией А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2004.
33. Оценка недвижимости: Учебник/ Под редакцией А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2002.
34. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования/Под ред. В.М. Рутгайзера. — М.: Дело, 1998.
35. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учеб. пособие/ Под ред. Н.А. Абдулаева и Н.А. Колайко. — М.: ЭКМОС, 2000.
36. Постановление Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001 г. № 519 «Об утверждении стандартов оценки, обязательных к применению субъектами оценочной деятельности».
37. Постановление Правительства Российской Федерации от 7 июня 2002 г. № 395 «Положение о лицензировании оценочной деятельности».
38. Пратт П. Оценка бизнеса: анализ и оценка компаний закрытого типа. Иллинойс, 1989, 20-ое изд. Пер.с англ. М.: РОО, 1995.
39. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 6 апреля

- 2000г. № 369-р «О Концепции развития оценочной деятельности в Российской Федерации».
40. Родин А. Проблемы регулирования оценочной деятельности в РФ // www.mgb.ru
 41. Руководство по оценке стоимости бизнеса /Фишмен Джей, Пратт Шэннон, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт; Пер. с англ. Л.И.Лопатников. - М.: ЗАО «Квинто-Консалтинг», 2000.
 42. Скоробогатых И.И., Чиняева Д.А., Сравнительный анализ существующих методик оценки стоимости торговой марки // Маркетинг в России и за рубежом - №4. 2003.
 43. Скотт М. Дэвис Управление активами торговой марки. — СПб.: Питер, 2001.
 44. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан: Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
 45. Таль Г.К., Григорьев В.В., Бадаев Н.Д., Гусев В.И., Юн Г.Б. Оценка предприятий: доходный подход. Гильдия специалистов по антикризисному управлению. М., 2000.
 46. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 25.02.99г. № 40-ФЗ
 47. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.95г. № 208-ФЗ
 48. Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16.07.98г. № 102-ФЗ
 49. Федеральный закон «Об обществе с ограниченной ответственностью» от 08.02.98г. № 14-ФЗ
 50. Федеральный закон от 29.07.98 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»
 51. Фридман Дж., Ордуэй Ник. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости: Пер. с англ. - М.: Дело, 1997.
 52. Хомкалов Г.В. Оценка недвижимости: Учеб. пособие / Г.В. Хомкалов, Л.О. Григорьева, М.А. Федотова. – Иркутск: Изд-во: БГУЭП, 2003.
 53. Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. – М.: Альпина Паблицер, 2004.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

Соответствие видов оцениваемых стоимостей целям оценки

Определение стоимости объектов оценки, принадлежащих Российской Федерации, субъектам Российской Федерации или муниципальным образованиям			Виды стоимости объекта оценки														
			Рыночная стоимость	Стоимость объекта оценки с ограниченным рынком	Стоимость замещения объекта оценки	Стоимость воспроизводства объекта оценки	Стоимость объекта оценки при существующем использовании	Инвестиц. стоимость объекта оценки	Стоимость объекта оценки для целей налогообложения	Ликвидац. стоимость объекта оценки	Утилизац. стоимость объекта оценки	Специальная стоимость объекта оценки					
в целях их:	Приватизации	Продажа на аукционе	Государственного или муниципального имущества	+													
		Продажа на специализированном аукционе	Акций созданных в процессе приватизации открытых акционерных обществ	+													
		Продажа на коммерческом конкурсе с инвестиционными (или) социальными условиями	Государственного или муниципального имущества							+							
			Акций созданных в процессе приватизации открытых акционерных обществ, которые более 50 процентов уставного капитала общества							+							
			Предприятия как имущественного комплекса							+							
		Продажа работникам	Акций созданных в процессе приватизации открытых акционерных обществ							+							
			Акций акционерных обществ, созданных при приватизации предприятий по первичной переработке сельскохозяйственной продукции, производственно-техническому обеспечению агропромышленного комплекса													+	
		Выкуп	Арендowanego государственного имущества														
			Арендowanego муниципального имущества									+					

	Преобразование в открытые акционерные общества, 100 процентов акций которых находятся в государственной или муниципальной собственности	Государственных и муниципальных предприятий							+				
	Внесение в качестве вклада в уставные капиталы хозяйственных обществ	Государственного или муниципального имущества	+										
		Акций, находящихся в федеральной собственности	+										
	Отчуждение владельцам государственных или муниципальных ценных бумаг, удостоверяющих право приобретения таких акций	Находящихся в государственной или муниципальной собственности акции созданных в процессе приватизации открытых акционерных обществ	+										
	Передачи в доверительное управление	Акций, находящихся в федеральной собственности											+
	Передачи в аренду	Недвижимого имущества государственных предприятий											+
	При использовании в качестве предмета залога	Акций, находящихся в федеральной собственности											+
	При продаже или ином отчуждении	Акций, находящихся в федеральной собственности						+					
		Недвижимого военного имущества						+					
	При переуступке долговых обязательств, связанных с объектами оценки		+										
	При передаче объектов оценки в качестве вклада в уставные капиталы, фонды юридических лиц	Акций, находящихся в федеральной собственности	+										
	При возникновении спора о стоимости объекта оценки, в том числе при:	Национализация имущества					+						
		Выкупе или ином предусмотренном законодательством Российской Федерации изъятии имущества у собственников для государственных или муниципальных нужд						+					

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

Рейтинг делового потенциала оценочных компаний по итогам 2005 года

Компания/ группа	Местонахождение	Год основания	Выручка от оценочной деятельности за 2005 год (тыс. руб.)	Прирост выручки за год (%)	Количество специалистов-оценщиков за 2005 год			Количество конкурсов федерального уровня, выигранных компаниями в 2005 году	Размер страхового покрытия профессионального риска оценочной компании (тыс. руб.) ²	Наименование страховой компании, в которой застрахован риск ответственности оценщика	Доля основных видов оценочных услуг в общем объеме выручки от оценочной деятельности, %					Членство в профессиональном объединении
					всего	включенных в лицензии	1-ой и 2-ой категории				Оценка бизнеса и ценных бумаг	Оценка недвижимого имущества	Оценка оборудования и транспортных средств	Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности	Иные	
"ВКР-Интерком-Аудит"	Москва	1994	101194	85.9	51	30	42	1	30000	"Ингосстрах"	74,6	12,1	9,3	0	4,1	Партнерство РОО, РОО
Horwath МКПЦН	Москва	1992	15459	51.3	12	8	9	2	75000	"Информстрах"	42,6	39,0	17,1	1,3	0	КПО, МОО, НПСОД
"Аверс"	Санкт - Петербург	1995	43990	70	23	21	12	4	60000	"Информстрах"	12,9	75,3	10,6	1,2	0	Партнерство РОО, СМАО
....																
"Аудит-Дело"	Иркутск	1998	1826	111.9	4	1	3	нет	3000	РОСНО	7,7	51,3	41,0	0	0	Партнерство РОО, РОО

ПРИЛОЖЕНИЕ 3

Крупнейшие компании России по капитализации в марте 2007 года

№	Компания	Капитализация на конец марта (млн. долл.)	Капитализация на конец февраля (млн. долл.)	Изменение (%)
1	Газпром	246 539.20	242 002.87	1.87
2	Роснефть НК	88 058.83	89 736.44	-1.87
3	ЛУКОЙЛ НК	73 189.16	67 692.87	8.12
4	Сбербанк России	67 543.16	70 237.08	-3.84
5	РАО ЕЭС России	55 504.89	48 650.98	14.09
6	Сургутнефтегаз	44 898.45	42 745.72	5.04
7	Норильский никель ГМК	35 348.38	33 870.07	4.36
8	ТНК-ВР Холдинг	35 100.68	35 338.38	-0.67
9	Вымпелком	20 492.86	14 358.69	42.72
10	Газпром Нефть (Сибнефть)	19 735.68	20 027.36	-1.46
11	МТС	19 485.57	18 173.17	7.22
12	НОВАТЭК	17 503.42	16 481.54	6.20
13	Новолипецкий МК	17 385.16	16 036.98	8.41
14	Северсталь	13 909.32	12 506.58	11.22
15	АФК Система	12 238.47	12 014.25	1.87
16	ММК	11 152.57	10 036.98	11.11
17	Татнефть	10 209.21	9 635.08	5.96
18	Полнос золото	9 194.24	9 691.74	-5.13
19	Балтика	7 891.12	7 537.03	4.70
20	Банк Уралсиб	7 552.03	6 634.45	13.83
...
	Топ100	1 035 702.28	987 628.51	4.87

Список крупнейших компаний России по рыночной стоимости (капитализации) на 1 сентября 2005 г.

2005 г.	2004 г.	Компания	Отрасль	Капитализация (млн руб.)	Цена (котировка) обыкновенной акции (долл.)	Количество обыкновенных акций (шт.)	Дивиденд на одну обыкновенную акцию за 2004 г. (руб.)	Категория ликвидности обыкновенных акций	Отношение капитализации к объему реализации (P/S ratio)	Отношение капитализации к чистой прибыли (P/E ratio)
1	1	"Газпром"	нефтяная и нефтегазовая промышленность	2 576 135,4	3,8102	23 673 512 900	1,1900	A	2,64	12,52
2	2	Нефтяная компания "ЛУКОЙЛ"	нефтяная и нефтегазовая промышленность	1 186 891,9	48,8592	850 563 255	28,0000	A	1,43	9,69
3	3	ОАО "Сургутнефтегаз"	нефтяная и нефтегазовая промышленность	983 296,3	0,9637	35 725 994 705	0,4000	A	3,19	14,13
4	9	Сбербанк России	банки	488 105,7	899,5018	19 000 000	173,9000	A	2,25	25,31
5	5	Нефтяная компания "Сибнефть"	нефтяная и нефтегазовая промышленность	474 698,6	3,5056	4 741 299 639	13,9100	A	2,05	8,05
6	6	ГМК "Норильский никель"	цветная металлургия	442 468,8	72,4272	213 905 884	69,4000	A	2,28	8,38
7	4	"Мобильные телесистемы"	телекоммуникации и связь	421 630,5	7,4062	1 993 326 138	5,7520	A	3,76	14,31
8	7	РАО "ЕЭС России"	электроэнергетика	399 938,4	0,3412	41 041 753 984	0,0559	A	0,59	12,52
9	10	Тюменская нефтяная компания	нефтяная и нефтегазовая промышленность	328 245,1	3,6333	3 163 288 400	-	D	2,16	815,31
10	14	Сибирско-Дальневосточная нефтяная компания ("Сиданко")	нефтяная и нефтегазовая промышленность	290 402,5	43,7500	232 415 000	-	D	н. д.	н. д.

...

500 крупнейших компаний мира в 2006г.

Место в 2006 году	Место в 2005 году	Компания	Страна	Капитализация (\$ млрд)	Выручка (\$ млрд)	Изм. (%)	Операционная прибыль/убытки (\$ млрд)	Изм. (%)	Прибыль/убытки до налогообложения (\$ млрд)	Изм. (%)	Чистая прибыль/убытки (\$ млрд)	Изм. (%)	P/E	DPS (%)
1	2	Exxon Mobil Corp	США	385,187	358,96	23,2	59,43	44,1	59,43	44,1	36,13	42,6	10,92	2,01
2	1	General Electric Co	США	359,681	148,02	10,9	22,13	11,9	22,13	11,9	18,28	12,2	19,75	2,86
3	58	"Газпром"	Россия	266,564	33,91	26,9	9,3	26	9,99	29,3	7,14	37,6	39,94	--
4	5	BP Plc	Великобритания	249,551	249,47	24,8	35,2	29,7	31,92	27,9	22,45	25,5	13,66	3,28
5	3	Microsoft Corp	США	249,551	39,79	8	14,41	61	16,63	36,3	12,25	50	18,9	1,52
6	4	Citigroup Inc	США	249,316	--	--	--	--	29,43	29,5	20,36	25,1	12,75	3,91
7	--	Royal Dutch Shell Plc	Великобритания /Нидерланды	233,925	306,73	15,1	44,46	42,4	44,57	40,8	26,57	36,3	9,02	3,48
8	9	Bank of America Corp	США	232,068	--	--	--	--	24,48	17,1	16,47	18,1	12,16	3,99
9	18	Toyota Motor Corp	Япония	209,891	172,67	12,8	15,56	5,5	16,33	4,5	10,21	6,3	19,2	1,11
10	10	HSBC Holdings Plc	Великобритания	194,928	--	--	20,97	10,7	20,97	10,7	15,87	11,3	13,21	4,52
11	15	Procter & Gamble Co	США	191,459	56,74	10,4	10,93	11,2	10,44	11,6	7,26	12	20,27	2,2
12	8	Wal-Mart Stores Inc	США	187,651	285,22	11,3	17,09	13,8	16,11	13,5	10,52	15,9	17,63	1,41
13	7	Pfizer Inc	США	186,377	51,3	-2,3	11,53	-17,7	11,53	-17,7	8,11	-28,5	15,78	3,76
14	6	Johnson & Johnson	США	174,427	47,35	--	12,84	н. д.	12,84	н. д.	8,51	н. д.	16,22	2,55
15	14	Total SA	Франция	172,02	152,32	22	30,41	43,1	28,92	25,4	14,23	14,7	10,32	2,9
16	17	American International Group Inc	США	169,453	--	--	15,21	2,5	15,21	2,5	10,96	5	16,33	0,92
17	78	Mitsubishi UFJ Financial Group Inc	Япония	161,79	--	--	--	--	6,71	-35,7	3,87	-46,8	23,32	0,49

18	12	GlaxoSmithKline Plc	Великобритания	160,537	39,36	7,5	12,49	18,4	12,23	15,5	8,75	18,8	17,51	3,25
19	21	JPMorgan Chase&Co	США	158,174	--	--	--	--	12,22	97,2	8,48	89,9	17,87	2,95
20	16	Altria Group Inc	США	152,681	97,85	9,2	16,59	9,3	15,44	10,2	10,82	14,3	13,4	4,35
21	20	Novartis AG	Швейцария	149,561	32,21	14	6,91	12,2	7,27	12,7	6,14	14,1	20,15	1,64
22	11	Vodafone Group Plc	Великобритания	141,366	62,85	11	15,76	--	14,67	--	12,02	--	--	3,84
23	26	Chevron Corp	США	135,84	193,64	28,4	25,2	22,6	25,2	22,6	14,1	8,2	8,83	3,35
24	27	Roche Holding AG	Швейцария	131,716	28,5	19,9	7,24	45,2	7,2	35,6	5,41	42,2	27,69	1,32
25	--	Saudi Basic Industries Corp	Саудовская Аравия	131,316	20,85	14,1	7,73	23,4	7,76	32,2	7,55	31,4	23,23	2,36
26	25	Cisco Systems Inc	США	128,854	24,8	12,5	7,42	17,9	8,04	14,9	5,74	15,6	25	--
27	23	International Business Machines Corp	США	127,659	91,13	-5,4	9,15	-4,9	12,23	14,6	7,99	6,6	16,2	1,45
28	35	UBS AG	Швейцария	126,625	--	--	10,47	26,4	10,47	26,4	8,43	29,8	10,01	2,12
29	22	Sanofi-Aventis	Франция	124,792	33,93	83,6	4,8	24,3	3,28	14,3	2,69	18,2	14,32	2,03
30	64	Google Inc	США	124,227	6,14	92,5	2,02	215,1	2,14	229,4	1,47	267,2	69,42	--
31	31	ENI SpA	Италия	122,397	91,59	28,1	20,9	35,7	21,58	33	11,49	22,6	11,18	4,53
32	28	Nestle SA	Швейцария	122,255	73,09	7,2	9,22	28	8,21	30,4	6,12	40,4	18,34	2,38
33	56	China Mobile (Hong Kong) Ltd	Гонконг	117,725	29,68	27,7	9	29,4	9,56	29,8	6,54	29,7	17,14	2,19
34	13	Intel Corp	США	117,542	38,83	13,5	12,09	19,3	12,61	21,1	8,66	15,3	15,24	1,98
35	48	Samsung Electronics Co Ltd	Корея	115,892	56,12	11,4	7,87	-25,0	8,66	-24,5	7,46	-20,8	12,91	0,84
36	30	Wells Fargo & Co	США	115,117	--	--	--	--	11,55	7,2	7,67	9,4	14,94	3,04
37	19	Berkshire Hathaway	США	110,393	--	--	12,27	14,7	12,79	17	8,63	17,2	14,5	--
38	49	ConocoPhillips	США	110,352	182,9	33,9	23,55	63,9	23,55	63,9	13,64	68,2	6,75	2,15
39	--	EDF-Electricite de France	Франция	106,274	63,42	8,8	10,03	57,5	5,74	67,7	3,94	151,6	23,81	--
40	33	Royal Bank of-Scotland Group Plc	Великобритания	104,07	--	--	14,42	8,1	14,42	8,1	10,1	4,2	10,84	4,41

41	79	Mizuho Financial Group Inc	Япония	102,545	--	--	8,49	н. д.	8,78	12,5	6,4	55,5	17,21	0,35
42	376	AT&T Inc	США	101,689	41,75	7,3	6,17	4,5	5,72	-20,2	4,79	-3,9	17,09	5,09
43	108	Petroleo Brasileiro S.A. Petrobras	Бразилия	101,311	56,16	51,7	15,08	61,8	15,03	64,4	10,59	59	10,06	0,65
44	40	Wachovia Corp	США	100,46	--	--	--	--	9,46	24	6,43	23,3	14,38	3,68
45	29	Coca-Cola Co	США	99,356	23,1	6,3	6,09	6,8	6,69	7,5	4,87	0,5	20,44	2,86
46	32	Verizon Communications Inc	США	96,673	75,11	5,4	14,81	12,9	10,61	4,9	7,4	1,9	12,8	4,92
47	34	Pepsico Inc	США	96,241	32,56	11,3	5,92	12,6	6,38	15,1	4,08	-2,3	24,06	2,04
48	--	China Construction Bank Corp	Китай	95,77	--	--	6,76	9,3	6,76	9,3	5,75	-2,9	15,4	0,41
49	50	Banco Santander Central Hispano SA	Испания	95,207	--	--	10,19	69,4	10,13	78	8,4	69,7	12,33	3,42
50	54	Nokia Oyj	Финляндия	94,293	42,47	16,4	5,76	7,2	6,18	5,6	4,58	13,2	20,6	2,05
51	69	Hewlett-Packard Co	США	91,839	86,7	8,5	3,37	-19,0	3,54	-15,6	2,4	-31,4	36,82	0,95
52	67	ING Groep NV	Нидерланды	89,783	--	--	11,14	15,5	11,05	14,9	9,34	24,6	9,88	3,56
53	41	United Parcel Service Inc	США	88,538	42,58	16,4	6,14	23,1	6,08	23,4	3,87	16,1	23,28	1,83
54	52	AstraZeneca Plc	Великобритания/ Швеция	86,851	23,95	11,8	6,5	45,9	6,67	--	4,72	276,7	17,13	2,66
55	57	Siemens AG	Германия	86,346	95,82	12,2	5,01	0,1	5,31	0	4,07	-7,1	25,76	1,83
56	76	Qualcomm Inc	США	86,054	5,67	16,3	2,39	12,1	2,81	21,4	2,14	24,2	38,65	0,91
57	44	Home Depot Inc	США	84,566	73,09	12,8	7,93	15,8	7,91	15,6	5	16,2	15,18	1,46
58	73	E.ON AG	Германия	83,319	64,41	22,3	9	19,7	8,95	13,4	6,13	9,5	8,36	2,91
59	141	Unilever NV	Великобритания /Нидерланды	82,534	49,28	2,8	6,6	25,3	5,9	28,2	4,35	21	16,21	3,55
60	125	Sumitomo Mitsui Financial Group	Япония	82,189	--	--	--	--	-1,01	--	-1,71	--	157,47	0,23
70	179	ЛУКОЙЛ	Россия	76,523	34,06	52,7	6,03	31,5	6,01	31,3	4,25	14,8	18,98	1,09

...

500 крупнейших компаний мира 2003-2005гг.

Место 2005	Место 2004	Место 2003	Компания	Страна	Рыночная капитализация, \$ млн	Сектор	Оборот, \$ млн	Цена акции, \$	Отношение капитализации к прибыли	Дивидендная доходность, %
1	1	2	General Electric	США	382 233,1	Промышленный конгломерат	151 299,0	36,1	22,5	2,3
2	3	3	ExxonMobil	США	380 567,2	Нефть и газ	291 252,0	59,6	15,2	1,8
3	2	1	Microsoft	США	262 974,9	Программное обеспечение и услуги	36 835,0	24,2	31,8	0,7
4	5	6	Citigroup	США	234 436,7	Банки		44,9	13,5	3,6
5	9	9	BP	Британия	221 365,3	Нефть и газ	285 059,0	10,4	14,4	3,2
6	6	4	Wal-Mart Stores	США	212 209	Розничная торговля	285 222,0	50,1	20,8	1,0
7	13	8	Royal Dutch/Shell	Нидерл./Британия	210 630,42	Нефть и газ	266 386,0	59,8	10,9	
8	15	7	Johnson & Johnson	США	199 711,4	Фармацевтика и биотехнологии	47 348,0	67,2	21,5	1,6
9	4	5	Pfizer	США	195 944,6	Фармацевтика и биотехнологии	52 516,0	26,3	17,5	2,6
10	20	18	Bank of America	США	178 765,4	Банки		44,1	11,7	3,9
11	10	23	HSBC	Британия	176 858,4	Банки		15,8	14,5	4,6
12	12		Vodafone	Британия	171 416,9	Услуги связи	63 386,3	2,7		1,6
13	14	10	IBM	США	165 787,1	Программное обеспечение и услуги	96 293,0	91,4	18,2	0,8
14	23	25	Total	Франция	148 957,13	Нефть и газ	159 086,6	234,6	11,6	
15	8	15	Intel Corporation	США	144 695,4	Компьютеры, ИТ-оборудование	34 209,0	23,2	19,9	0,7
16	7	11	American International Group	США	144 319,2	Страхование		55,4		
17	24	39	Altria	США	135 246,1	Табачные изделия	63 963,0	65,4	14,2	4,3
18	18	26	Toyota Motor	Япония	134 324,4	Автомобилестроение и комплектующие	161 283,4	37,2	11,6	1,1
19	22	16	GlaxoSmithKline	Британия	134 123,5	Фармацевтика и биотехнологии	38 454,1	22,9	16,2	3,8
20	16	21	Berkshire Hathaway	США	134 067,22	Страхование		87 000	18,3	
21	17	14	Procter & Gamble	США	133 697	Гигиеническая про-	51 407,0	53,0	21,5	1,8

						дукция					
22	139	269	Saudi Basic Industries	Саудовская Аравия	128 790	Промышленный конгломерат	18 277,1	429,3	34,0	0,9	
23	21	17	Novartis	Швейцария	124 610,2	Фармацевтика и биотехнологии	28 247,0	46,7	19,8	2,0	
24	31	32	ChevronTexaco	США	123 536,3	Нефть и газ	150 865,0	58,3	9,4	2,6	
25	38	54	JP Morgan Chase	США	123 261,13	Банки		34,6	21,8	5,5	
26	87	72	Sanofi-Aventis	Франция	119 029,6	Фармацевтика и биотехнологии	19 502,5	84,3			
27	11	24	Cisco Systems	США	117 801	Компьютеры, ИТ-оборудование	22 045,0	17,9	28,0		
28	27	27	Nestle	Швейцария	110 440,9	Производство и обработка пищи	72 568,8	273,7	18,9	2,4	
29	42	50	ENI	Италия	103 986,5	Нефть и газ	75 642,8	26,0	10,4		
30	29	28	Wells Fargo	США	101 406,9	Банки		59,8	14,4	3,1	
31	19	20	Coca-Cola	США	100 428,4	Напитки, алкоголь	21 962,0	41,7	20,8	2,4	
32	34	33	Royal Bank of Scotland	Британия	99 987,98	Банки		31,8	12,2	3,8	
33	26	22	Verizon Communications	США	98 333,7	Услуги связи	71 283,0	35,5	13,5	4,3	
34	32	44	Roche	Швейцария	95 779,9	Фармацевтика и биотехнологии	26 155,0	107,2	16,2	1,6	
35	37	49	UBS	Швейцария	95 069,5	Банки		84,5	13,2	3,0	
36	36	30	Dell	США	94 474,93	Компьютеры, ИТ-оборудование	49 205,0	38,4	31,8		
37	35	34	Pepsico	США	88 993,46	Напитки, алкоголь	29 261,0	53,0	21,5	1,6	
38	47	57	Telefonica	Испания	86 352,96	Услуги связи	39 310,9	17,4	23,1		
39	39	46	Home Depot	США	83 973,29	Розничная торговля	73 094,0	38,2	16,8	0,8	
40	40	56	Deutsche Telekom	Германия	83 866,02	Услуги связи	75 038,6	20,0	18,2		
.....											
58	77	169	Газпром	Россия	67 942,87	Нефть и газ	29 242,1	2,9	9,9	0,8	
180	171	280	Сургутнефтегаз	Россия	30 102,16	Нефть и газ	7 386,5	0,7			
186	194	294	ЛУКОЙЛ	Россия	28 791,56	Нефть и газ	22 118,0	33,9	7,8	2,4	
444	488	-	Мобильные ТелеСистемы	Россия	14 028,99	Услуги связи	2 546,2	35,2		0,3	

ПРИЛОЖЕНИЕ 4

Рейтинг 100 самых дорогих брендов мира 2006г. от компании Interbrand

Ме-сто	Бренд	Страна проис-хождения	Сектор	Стоимость бренда 2006 (млрд. \$)	Измене-ние стоимос-ти
1	Coca-Cola	США	Напитки	67,000	-1%
2	Microsoft	США	Компьютерное про-граммное обеспечение	56,926	-5%
3	IBM	США	Компьютерные услуги	56,201	5%
4	GE	США	Разное	48,907	4%
5	Intel	США	Компьютерное обору-дование	32,319	-9%
6	Nokia	Финляндия	Телекоммуникационное оборудование	30,131	14%
7	Toyota	Япония	Автомобильная индус-трия	27,941	12%
8	Disney	США	СМИ	27,848	5%
9	McDonald's	США	Рестораны	27,501	6%
10	Mercedes	Германия	Автомобильная индус-трия	21,795	9%
11	Citi	США	Финансовые услуги	21,458	7%
12	Marlboro	США	Табак	21,350	1%
13	Hewlett-Packard	США	Компьютерное обору-дование	20,458	8%
14	American Express	США	Финансовые услуги	19,641	6%
15	BMW	Германия	Автомобильная индус-трия	19,617	15%
16	Gillette	США	Предметы личной ги-гиены	19,579	12%
17	Louis Vuitton	Франция	Предметы роскоши	17,606	10%
18	Cisco	США	Компьютерные услуги	17,532	6%
19	Honda	Япония	Автомобильная индус-трия	17,049	8%
20	Samsung	Южная Корея	Бытовая электроника	16,169	8%
21	Merrill Lynch	США	Финансовые услуги	13,001	8%
22	Pepsi	США	Напитки	12,690	2%
23	Nescafe	Швейцария	Напитки	12,507	2%
24	Google	США	Интернет-услуги	12,376	46%
25	Dell	США	Компьютерное обору-дование	12,256	-7%
26	Sony	Япония	Бытовая электроника	11,695	9%
27	Budweiser	США	Алкоголь	11,662	-2%
28	HSBC	Великобритания	Финансовые услуги	11,622	11%
29	Oracle	США	Компьютерное про-граммное обеспечение	11,459	5%

30	Ford	США	Автомобильная индустрия	11,056	-16%
31	Nike	США	Спортивные товары	10,897	8%
32	UPS	США	Транспорт и связь	10,712	8%
33	J.P. Morgan	США	Финансовые услуги	10,205	8%
34	SAP	Германия	Компьютерное программное обеспечение	10,007	11%
35	Canon	Япония	Компьютерное оборудование	9,968	10%
36	Morgan Stanley	США	Финансовые услуги	9,762	0%
37	Goldman Sachs	США	Финансовые услуги	9,640	13%
38	Pfizer	США	Фармацевтика	9,591	-4%
39	Apple	США	Компьютерное оборудование	9,130	14%
40	Kellogg's	США	Продукты питания	8,776	6%
41	Ikea	Швеция	Мебель и аксессуары	8,763	12%
42	UBS	Швейцария	услуги	8,734	15%
43	Novartis	Швейцария	Фармацевтика	7,880	2%
44	Siemens	Германия	Разное	7,828	4%
45	Harley-Davidson	США	Автомобильная индустрия	7,739	5%
46	Gucci	Италия	Предметы роскоши	7,158	8%
47	eBay	США	Интернет-услуги	6,755	18%
48	Philips	Нидерланды	Разное	6,730	14%
49	Accenture	Бермудские острова	Компьютерные услуги	6,728	10%
50	MTV	США	СМИ	6,627	0%
51	Nintendo	Япония	Бытовая электроника	6,559	1%
52	Gap	США	Одежда	6,416	-22%
53	L'Oreal	Франция		6,392	6%
54	Heinz	США	Продукты питания	6,223	-10%
55	Yahoo!	США	Интернет-услуги	6,056	15%
56	Volkswagen	Германия	Автомобильная индустрия	6,032	7%
57	Xerox	США	Компьютерное оборудование	5,918	4%
58	Colgate	США	Предметы личной гигиены	5,633	9%
59	Wrigley's	США	Продукты питания	5,449	-2%
60	KFC	США	Рестораны	5,350	5%
61	Chanel	Франция	Предметы роскоши	5,156	8%
62	Avon	США	Предметы личной гигиены	5,040	-3%
63	Nestle	Швейцария	Продукты питания	4,932	4%
64	Kleenex	США	Предметы личной ги-	4,842	-2%

			гиены		
65	Amazon.com	США	Интернет-услуги	4,707	11%
66	Pizza Hut	США	Рестораны	4,694	-5%
67	Danone	Франция	Продукты питания	4,638	3%
68	Caterpillar	США	Машинное оборудова- ние	4,580	12%
69	Motorola	США	Телекоммуникационное оборудование	4,569	18%
70	Kodak	США	Бытовая электроника	4,406	-12%
71	adidas	Германия	Спортивные товары	4,290	6%
72	Rolex	Швейцария	Предметы роскоши	4,237	8%
73	Zara	Испания	Одежда	4,235	14%
74	Audi	Германия	Автомобильная индус- трия	4,165	13%
75	Hyundai	Южная Корея	Автомобильная индус- трия	4,078	17%
76	BP	Великобритания	Энергетика	4,010	5%
77	Panasonic	Япония	Бытовая электроника	3,977	7%
78	Reuters	Великобритания	СМИ	3,961	2%
79	Kraft	США	Продукты питания	3,943	-7%
80	Porsche	Германия	Автомобильная индус- трия	3,927	4%
81	Hermes	Франция	Предметы роскоши	3,854	9%
82	Tiffany& Co.	США	Предметы роскоши	3,819	6%
83	Hennessy	Франция	Алкоголь	3,576	12%
84	Duracell	США	Бытовая электроника	3,576	-3%
85	ING	Нидерланды	Финансовые услуги	3,474	9%
86	Cartier	Франция	Предметы роскоши	3,360	10%
87	Moet& Chandon	Франция	Алкоголь	3,257	9%
88	Johnson& Johnson	США	Предметы личной ги- гиены	3,193	5%
89	Shell	Нидерланды	Энергетика	3,173	4%
90	Nissan	Япония	Автомобильная индус- трия	3,108	-3%
91	Starbucks	США	Рестораны	3,099	20%
92	Lexus	Япония	Автомобильная индус- трия	3,070	!
93	Smirnoff	Великобритания	Алкоголь	3,032	-2%
94	LG	Южная Корея	Бытовая электроника	3,010	14%
95	Bulgari	Италия	Предметы роскоши	2,875	6%
96	Prada	Италия	Предметы роскоши	2,874	4%
97	Armani	Италия	Предметы роскоши	2,783	4%
98	Burberry	Великобритания	Предметы роскоши	2,783	!
99	Nivea	Германия	Предметы личной ги- гиены	2,692	4%
100	Levi's	США	Одежда	2,689	1%

Брэнды-лидеры рейтинга 2005г. (максимальный рост стоимости)

<i>Brand Rank 2005</i>	<i>Company name</i>	<i>2005 Brand Value (\$Mil)</i>	<i>2004 Brand Value (\$Mil)</i>	<i>Change in Brand Value (%)</i>	<i>Country of origin</i>	<i>Industry</i>
18	LOUIS VUITTON	16,077	6,602	143%	France	Luxury
49	GUCCI	6,619	4,715	40%	Italy	Luxury
53	PHILIPS	5,901	4,378	35%	Netherlands	Consumer Electronics
55	EBAY	5,701	4,700	21%	US	Internet Services
29	HSBC	10,429	8,671	20%	UK	Finance Services
20	SAMSUNG	14,956	12,553	19%	Republic of Korea	Consumer Electronics
41	APPLE	7,985	6,871	16%	US	Computer Hardware
44	UBS	7,565	6,526	16%	Switzerland	Finance Services
58	YAHOO!	5,256	4,545	16%	US	Internet Services
21	DELL	13,231	11,500	15%	US	Computer
85	NISSAN	3,203	2,833	13%	Japan	Automotive
79	AUDI	3,686	3,288	12%	Germany	Automotive
35	CANON	9,044	8,055	12%	Japan	Computer Hardware
79	AUDI	3,686	3,060	12%	Germany	Automotive
73	MOTOROLA	3,877	3,483	11%	US	Telecoms Equipment
87	ING	3,177	2,864	11%	Netherlands	Finance Services
89	CARTIER	3,050	2,749	11%	France	Luxury
6	NOKIA	26,452	24,041	10%	Finland	Telecoms
9	TOYOTA	24,837	22,673	10%	Japan	Automotive

Брэнды-аутсайдеры рейтинга 2005г. (максимальная потеря стоимости)

<i>Brand Rank 2005</i>	<i>Company name</i>	<i>2005 Brand Value (\$Mil)</i>	<i>2004 Brand Value (\$Mil)</i>	<i>Change in Brand Value (%)</i>	<i>Country of origin</i>	<i>Industry</i>
28	SONY	10,754	12,759	-16%	Japan	Consumer Electronics
33	MORGAN STANLEY	9,777	11,498	-15%	US	Finance Services
56	VOLKSWAGEN	5,617	6,410	-12%	Germany	Automotive
96	LEVI'S	2,655	2,979	-11%	US	Apparel
13	HEWLETT-PACKARD	18,866	20,978	-10%	US	Computer
22	FORD	13,159	14,475	-9%	US	Automotive
11	MERCEDES	20,006	21,331	-6%	Germany	Automotive
31	PFIZER	9,981	10,635	-6%	US	Pharmaceuticals
62	KODAK	4,979	5,231	-5%	US	Consumer Electronics
10	MARLBORO	21,189	22,128	-4%	US	Tobacco

ПРИЛОЖЕНИЕ 5

РЕКОМЕНДУЕМЫЕ НАЦИОНАЛЬНЫМ СОВЕТОМ МИНИМАЛЬНЫЕ ТАРИФЫ НА ПРОВЕДЕНИЕ ОЦЕНОЧНЫХ РАБОТ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Утверждены НАЦИОНАЛЬНЫМ СОВЕТОМ ПО ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В РФ
Протокол № 15 от 20 апреля 2005 г.

Объект оценки	Единица измерения	Рекомендуемые минимальные затраты в человеко-часах	Повышающий коэффициент на сложность работ	Рекомендуемая минимальная стоимость в рублях
Недвижимость				
Квартиры	1 объект	4		3 000
Жилые дома и коттеджи	1 объект	12		9 000
Здания и помещения, завершённые строительством	1 объект			
• <1000 м ²		30		22 500
• от 1000 до 5000 м ²		60		45 000
• от 5000 до 10000 м ²		120		90 000
• >10000 м ²		240		180 000
Сооружения и передаточные устройства	1 объект	5		3 750
Земельные участки:	0,01 га			
• городского назначения		1,00		750, но не менее 15 000 за отчет
• сельхозугодья		0,05		37,50, но не менее 30 000 за отчет
• лесные угодья		0,10		75, но не менее 30 000 за отчет
• иного назначения		0,3		225, но не менее 9 000 за отчет
Зеленые насаждения и благоустройства территории	0,01 га	0,05		37,50, но не менее 9 000 за отчет
Автотранспортные средства:	1 штука			
• отечественные		2		1500
• импортные		3		2250
• специальные		5		3750

Железнодорожный транспорт	1 штука			
• отечественный		10		7500
• импортный		15		11250
Морские и речные суда, отнесенные к недвижимости:	1 штука			
• океанские лайнеры		50	3,0	112500
• танкеры, сухогрузы		40	3,0	90 000
• суда речного флота		30	3,0	67 500
• баржи и буксиры		20	3,0	45 000
Самолеты, отнесенные к недвижимости:	1 штука			
• отечественные		40	3,0	90 000
• импортные		50	3,0	112 500
Вертолеты, отнесенные к недвижимости:	1 штука			
• отечественные		30	3,0	67 500
• импортные		40	3,0	90 000
Серийное технологическое оборудование:	1 единица			
• 1-10 единиц		1-2 за ед.		1 500-7 500
• 10-100 единиц		0,5-1 за ед.		7 500-37 500
• > 100 единиц		0,5 за ед.		>37 500
Специальное оборудование	1 единица	6		4 500
Технологическая линия:	1 единица			
• универсальная		20		15 000
• специальная		40		30 000
• технологический комплекс		60		45 000
Оргтехника, вычислительная техника, средства связи	1 единица	1		750
Строительная и дорожная техника, подъемно-транспортные машины	1 штука	4		3 000

Интеллектуальная собственность				
Объекты интеллектуальной собственности (товарные знаки, патенты, ноу-хау, НИОКР, техническая и технологическая документация, компьютерные программы и базы данных, промышленные образцы)	1 объект	40		30 000
Бизнес				
Действующие предприятия или пакеты некотируемых акций предприятий	1 объект			
• мелкий		50	2	75 000
• средний		100	2	150 000
• крупный		300	2	450 000
• крупнейший		600	2	900 000
Месторождения, лицензии на разработку месторождений				
• мелкое	1 штука	50	2,0	75 000
• среднее		100	2,0	150 000
• крупное		200	2,0	300 000
• уникальное		400	2,0	600 000
Банки, акции банков				
• мелкий	1 объект	100	2,0	150 000
• средний		200	2,0	300 000
• крупный		300	2,0	450 000
• крупнейший		400	2,0	600 000
Драгоценные камни и ювелирные изделия				
Полный объем экспертно-оценочных услуг с выдачей Экспертного заключения о стоимости ювелирного изделия.	1 объект	4		3 000

- Рекомендуемые минимальные тарифы приведены из расчета минимальной стоимости 1-го человеко-часа специалиста-оценщика 750 рублей. При проведении работ в дотационных регионах допустима индексация нормативной стоимости человеко-часа по индексам РОССТАТА для заработной платы.

ПРОВЕРЬТЕ СВОИ ЗНАНИЯ

1. Объектом оценки может являться:

- а)* недвижимое имущество;
- б)* движимое имущество;
- в)* нематериальные активы;
- г)* бизнес;
- д)* а, б;
- е)* а, б, г
- ж)* а, б, в, г.

2. При расчете рыночной стоимости объекта оценки подразумевается, что:

- а)* объект отчуждается на открытом рынке в условиях нормальной конкуренции;
- б)* стороны сделки действуют разумно и располагают всей необходимой информацией;
- в)* срок экспозиции объекта на рынке существенно ограничен;
- г)* на процесс принятия решений не оказывают влияния никакие чрезвычайные обстоятельства;
- д)* объект отчуждается по бартерной схеме в обмен на другой объект;
- е)* а, б, г;
- ж)* а, б, в, г, д.

3. Стоимость объекта оценки определяется по состоянию:

- а)* на конкретную календарную дату оценки;
- б)* на срок, не превышающий шесть месяцев со дня сдачи отчета.

4. Обязательная оценка проводится в случае:

- а)* только при вовлечении в сделку объектов, принадлежащих Российской Федерации, ее субъектам или муниципальным образованиям;
- б)* только при возникновении спора о стоимости объекта оценки;
- в)* во всех перечисленных случаях, а также в иных случаях, установленных действующим законодательством.

5. Стоимость услуг оценщика зависит от:

- а)* стоимости оцениваемого имущества;
- б)* объема, условий и уровня сложности оценочных работ;
- в)* возможны оба варианта.

6. Метод сравнительного анализа продаж больше подходит для уникальных объектов:

- а)* да;
- б)* нет.

7. При оценке основных фондов с целью переоценки их стоимость может:

- а)* уменьшиться;
- б)* увеличиться
- в)* возможны оба варианта;
- г)* переоценка никак не влияет на стоимость основных фондов.

8. Оценщик имеет право не использовать какие-либо подходы к оценке, если:

- а)* этого не позволяет его профессиональная квалификация;
- б)* применение этих подходов невозможно из-за особенностей оцениваемого объекта или отсутствия необходимой информации, при условии указания на эти обстоятельства в отчете об оценке;
- в)* оценщик обязан всегда использовать все имеющиеся подходы к оценке.

9. Оценщик имеет право заниматься оценочной деятельностью, если он имеет:

- а)* лицензию на проведение работ по оценке;
 - б)* диплом о профессиональном образовании (профессиональной переподготовке) в области оценки;
 - в)* страховой полис;
 - г)* рекомендации органов власти;
 - д)* свидетельство о членстве в общественной оценочной организации.
- е)* а, б, в;
ж) а, б, в, г, д.

10. При сборе информации для оценки оценщик может использовать данные только из официальных источников:

- а)* да;
- б)* нет.

11. Повреждение в результате ДТП двери автомашины относится к:

- а)* физическому износу;
- б)* функциональному износу;
- в)* внешнему износу.

12. Отчет об оценке должен содержать:

- а)* только те сведения, которые оценщик сочтет нужным в него включить;
- б)* обязательные сведения, установленные законом об оценочной деятельности, и иные сведения, являющиеся, по мнению оценщика, существенно важными для полного отражения в отчете примененных методов оценки стоимости объекта;
- в)* только обязательные сведения, установленные законом об оценочной деятельности.

13. Ликвидационная стоимость объекта оценки – это:

- а)* стоимость объекта оценки, равная стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта;
- б)* стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

14. Оценщик обязан предоставить заказчику информацию о требованиях законодательства в области оценочной деятельности:

- а)* да;
- б)* нет.

15. При определении стоимости восстановления используется информация о материалах и технологиях, идентичных применяемым в объекте оценки, по ценам на момент оценки:

- а)* да; *б)* нет.

16. Оценщик имеет право увеличить или уменьшить стоимость объекта оценки по требованию заказчика:

- а)* да, если такая возможность предусматривается договором;
- б)* нет, ни при каких условиях.

17. Согласование результатов оценки производится путем расчета среднего арифметического всех полученных ранее стоимостей:

- а)* да;
- б)* нет.

18. Добровольную оценку имущества целесообразно проводить:

- а)* во всех случаях купли-продажи, аренды, залога и других операций с имуществом;
- б)* в случаях купли-продажи, аренды, залога и других операций с имуществом, в случае, если выгода от проведения оценки превышает затраты на ее проведение.

19. Дисконтирование денежных потоков – это приведение будущих денежных потоков, ожидаемых от объекта оценки, к его настоящей стоимости:

- а)* да;
- б)* нет.

20. Принцип полезности гласит, что максимальная стоимость объекта на открытом конкурентном рынке не может быть больше наименьшей цены, за которую может быть приобретен или создан другой объект, обладающий такой же полезностью:

- а)* да; *б)* нет.

21. Могут ли быть оспорены результаты оценки?

- а)* да, но только по решению суда;
- б)* да, отчет об оценке может быть оспорен любым органом государственной власти;
- в)* нет, ни при каких условиях.

22. Для кредитной организации не принципиально, был ли отчет об оценке стоимости сделан независимым оценщиком или работником оцениваемой компании:

- а)* да;
- б)* нет.

23. Основанием для проведения добровольной оценки служит:

- а)* договор;
- б)* определение суда;
- в)* решение налоговых или таможенных органов;
- г)* все вышеперечисленное;
- д)* ничего из вышеперечисленного.

24. Отсутствие системы кондиционирования в современном офисном здании является:

- а)* физическим износом;
- б)* функциональным износом;
- в)* внешним износом.

25. При определении рыночной стоимости объекта недвижимости учитывается стоимость земельного участка:

- а)* да;
- б)* нет.

26. Какой подход наиболее объективно отражает рыночную стоимость перспективного бизнеса:

- а)* затратный;
- б)* сравнительный;
- в)* доходный;
- г)* ни один не отражает.

27. При определении рыночной стоимости необходимо провести:

- а)* исследование объекта оценки;
- б)* исследование рынка;
- в)* анализ наилучшего и наиболее эффективного использования объекта оценки;
- г)* а, б;
- д)* а, б, в.

28. Результаты независимой оценки учитываются при налогообложении:

- а)* всегда, если отчет об оценке отвечает требованиям законодательства;
- б)* только если удастся доказать достоверность оценки налоговым органам;
- в)* только если оценщик имеет аккредитацию при МНС РФ;
- г)* законодательство не предусматривает ни один из перечисленных вариантов.

29. Инвестиционная стоимость объекта оценки отражает:

- а)* стоимость объекта оценки для конкретного инвестора;
- б)* стоимость объекта оценки для всех потенциальных инвесторов.

30. Основными критериями при выборе оценочной фирмы являются:

- а)* наличие в штате лицензированных оценщиков;
- б)* опыт работы;
- в)* наличие постоянных клиентов;
- г)* гибкая, но справедливая ценовая политика;
- д)* участие в общественных оценочных организациях;
- е)* все вышеперечисленное.

31. Строительство гаражей в непосредственной близости от детского спортивно-оздоровительного центра приведет к возникновению у центра:

- а)* физического износа;
- б)* функционального износа;
- в)* внешнего износа.

32. При определении наилучшего и наиболее эффективного использования объекта оценки учитывается:

- а)* юридические ограничения;
- б)* экономическая целесообразность;
- в)* решения местных органов власти;
- г)* а, б;
- д)* а, б, в.

33. Рыночная стоимость- это стоимость субъективная:

- а)* да; *б)* нет.

Учебное издание

Кулижская Жанна Сергеевна

ОЦЕНКА БИЗНЕСА И НЕДВИЖИМОСТИ

Учебное пособие

Издание второе, переработанное и дополненное

Издается в авторской редакции

ИД № 06318 от 26.11.01.

Подписано в печать 31.05.07. Формат 60x90 1/16. Бумага офсетная. Печать трафаретная. Усл. печ. л. 19,0. Уч.-изд. л. 16,9 . Тираж 200 экз.

Заказ

Издательство Байкальского государственного университета
экономики и права.

664003, Иркутск, ул. Ленина, 11.

Отпечатано в ИПО БГУЭП.