

Ларченко А.П.

Оценка бизнеса. Подходы и методы.

Санкт-Петербург
2008 год

Составитель: Ларченко Александр Павлович

По общим вопросам и вопросам издания обращайтесь в компанию «PRTeam»
по адресу: pr@prteam.ru, (web-сайт: <http://www.prteam.ru>)

Оценка бизнеса. Подходы и методы.— СПб.: "PRTeam", 2008. — 59 с.:

В книге проведен обзор правовой базы оценочной деятельности в Российской Федерации и обобщены подходы и методы оценки стоимости предприятия (бизнеса). Эта книга поможет вам понять теоретические основы оценочной деятельности. Книга будет полезна студентам экономических ВУЗов, менеджменту предприятий.

Книга распространяется в электронном виде по сети Интернет. Материалы книги допускается использовать в любом виде, при условии указания источника и ссылки на сайт компании «PRTeam». Разрешается безвозмездная передача (копирование) книги третьим лицам.

Оглавление:

| | | |
|---------------------|--|----|
| Введение | | 4 |
| Глава 1 | Содержание оценочной деятельности в Российской Федерации | 5 |
| 1.1. | Место и роль оценочной деятельности в экономике Российской Федерации | 5 |
| 1.2 | Методология оценки стоимости предприятия (бизнеса) | 9 |
| 1.3 | Основные подходы к оценке стоимости предприятия (бизнеса) | 18 |
| Глава 2 | Методы оценки стоимости предприятия (бизнеса) | 24 |
| 2.1 | Методы оценки стоимости предприятия (бизнеса) реализуемые в составе доходного подхода | 24 |
| 2.1.1 | Метод капитализации прибыли (дохода) | 24 |
| 2.1.2 | Метод дисконтирования денежных потоков (DCF) | 27 |
| 2.1.3 | Метод избыточного дохода (прибыли) | 37 |
| 2.2 | Методы оценки стоимости предприятия (бизнеса) реализуемые в составе затратного подхода | 38 |
| 2.2.1 | Метод чистых активов | 38 |
| 2.2.2 | Метод ликвидационной стоимости | 44 |
| 2.2.3 | Метод накопления активов (рыночной стоимости собственного капитала) | 48 |
| 2.3 | Методы оценки стоимости предприятия (бизнеса) реализуемые в составе сравнительного (рыночного) подхода | 51 |
| 2.3.1 | Метод рынка капитала | 51 |
| 2.3.2 | Метод сделок | 56 |
| 2.3.3 | Метод отраслевых коэффициентов | 57 |
| Библиография | | 58 |

Введение

Вместе с развитием рыночных отношений в России важнейшим фактором конкурентоспособности отечественных предприятий и организаций в долгосрочной перспективе является наличие фундаментальной цели развития бизнеса – прироста его реальной стоимости, и построение эффективной системы управления, ориентированной на достижение этой цели. Опыт развитых стран показывает, что положительная динамика стоимости предприятия (бизнеса) предопределяет долгосрочное и устойчивое его функционирование, способствует росту благосостояния общества и социально-экономического развития страны.

В России по мере становления рыночных отношений ситуации, в которых становится необходимым использовать технологии оценки бизнеса, стали возникать значительно чаще. В первую очередь бурный рост рынка недвижимости вызвал спрос на оценку ее рыночной стоимости. Затем развитие кредитных, страховых и арендных отношений, купля-продажа недвижимости, а также машин и оборудования, разработка бизнес-планов инвестиционных проектов, слияние и разделение предприятий, аукционы и конкурсы по продаже пакетов акций предприятий, процедура банкротства и масса других ситуаций, возникающих в хозяйственной практике, сформировали потребность в достоверной оценке тех или иных объектов собственности в каждом конкретном случае.

Знание менеджментом компании подходов и методов, применяемых при оценке стоимости бизнеса, позволяет отслеживать и оценивать развитие компании и принимать своевременные меры по недопущению снижения рыночной стоимости компании.

В книге проведен обзор правовой базы оценочной деятельности в Российской Федерации и обобщены подходы и методы оценки стоимости предприятия (бизнеса). Книга предназначена для широкой аудитории.

Глава I.

Содержание оценочной деятельности в Российской Федерации

1.2 Место и роль оценочной деятельности в экономике Российской Федерации

Преобразования в экономике России выявили насущную потребность в привлечении и использовании новых знаний, опыта и сведений. В первую очередь это касается таких областей науки, как экономика, управление и юриспруденция.

За последние годы в экономике России наблюдается ситуация устойчивого экономического роста¹. По сообщениям из печати в России увеличивается объем иностранных инвестиций.

Одним из рычагов управления и регулирования экономики со стороны государства в макроэкономическом аспекте является оценка стоимости, особое значение оценка имеет при управлении государственной и муниципальной собственностью. Недостаточное распространение оценочных услуг в период первичного распределения собственности привело к тому, что огромная масса государственных предприятий была переведена в частную собственность, по намерению заниженным ценам. Государство, продавая экономические объекты по минимальным ценам, потеряло право на присвоение будущих доходов от их деятельности. Все эти факты свидетельствуют о необходимости оценки, в том числе и оценки бизнеса.

В экономике любые действия подвергаются оценке. Рыночные принципы хозяйствования требуют оценки стоимости различных объектов собственности (предприятия, бизнеса, интеллектуальной собственности и других объектов имущественных и неимущественных прав). Результаты оценки стоимости различных объектов собственности являются одной из основ для принятия решений в частном и в государственном секторе.

¹Официальный сайт Федеральной службы статистики. Динамика реального объема элементов использованного ВВП с 1996 по 2006 год
(http://www.gks.ru/bgd/free/b01_19/IssWWW.exe/Stg/d000/i000230r.htm)

Оценка стоимости дает реалистичное представление о том, как предприятие будет работать в будущем. Это ценно для всех: собственников, управляющих, потребителей, поставщиков, банкиров, работников страховых и налоговых служб, инвесторов.

Оценка стоимости стала неотъемлемым инструментом в арсенале современного российского бизнесмена, финансиста, менеджера. Без знаний оценочной деятельности трудно обойтись в условиях рыночной экономики и предпринимателю, и государственному чиновнику, и политику, и простому гражданину.

Оценка рыночной стоимости позволяет продавцу и покупателю заключить сделку, основываясь на обоснованной стоимости товара, так как рыночная стоимость учитывает не только и не столько индивидуальные затраты и ожидания, сколько ситуацию на рынке в целом, ожидания рынка, общеэкономическое текущее развитие, реакцию рынка на объект сделки.

Процесс оценки бизнеса предприятий служит основанием для выработки его стратегии. Знание величины рыночной стоимости дает возможность собственнику объекта усовершенствовать процесс производства, разработать комплекс мероприятий направленных на увеличение рыночной стоимости бизнеса. Периодически проводимая оценка стоимости позволяет повысить эффективность управления и следовательно, избежать банкротства и разорения.

Оценка помогает принять правильное инвестиционное решение, сократив при этом традиционные издержки. Если бы каждый участник предполагаемой сделки попытался самостоятельно оценить тот или иной объект, то его расходы оказались бы довольно существенными т.к. пришлось бы сформировать определенную информационную базу, приобрести компьютерные программы и т.п., которые использовались бы всего один-два раза и не смогли бы себя окупить.

У профессионального же оценщика вследствие многократного использования средств производства, налаженных связей и контактов

транзакционные издержки существенно ниже. Кроме того, для проведения оценочных работ необходимы особые профессиональные знания и навыки.

Поэтому в современной экономике оценку стоимости проводят эксперты-оценщики, прошедшие специальную подготовку. Заказывая оценку профессиональному оценщику, заказчик заключает с ним договор, в котором устанавливаются права и обязанности сторон. Оценщик несет определенную ответственность за качество выполненных работ, следовательно риск неправильной оценки «ложится на плечи» эксперта, а не заказчика.

1.2 Методология оценки стоимости предприятия (бизнеса)

Оценочная деятельность² - профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости.

Оценочная деятельность в Российской Федерации осуществляется в соответствии с международными договорами Российской Федерации, Федеральным законом от 29.07.1998 года №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», Постановлением Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001 года № 519 «Об утверждении стандартов оценки», приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. № 256 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки», приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. № 255 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости» Приказ Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. № 254 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Требования к отчету об оценке», а также другими федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, регулирующими отношения, возникающие при осуществлении оценочной деятельности.

Оценка стоимости любого предприятия (объекта) выражает целенаправленный процесс определения в денежном выражении рыночной стоимости с учетом потенциального и реального дохода, приносимого ею в каждый момент времени.

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

² Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 г. №135-ФЗ

сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда³:

- 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 посредством 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.

Кроме рыночной стоимости могут оцениваться и другие виды стоимости объекта оценки, отличные от рыночной стоимости⁴:

- 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;
- 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;
- стоимость воспроизводства объекта оценки - сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки, с применением

³ Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 г. №135-ФЗ

⁴ Постановление Правительства Российской Федерации «Об утверждении стандартов оценки» от 6 июля 2001 года № 519

идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки;

- стоимость объекта оценки при существующем использовании - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из существующих условий и цели его использования;
- инвестиционная стоимость объекта оценки - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях;
- 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);
- ликвидационная стоимость объекта оценки - стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов;
- утилизационная стоимость объекта оценки - стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки;
- 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, указанной в настоящих стандартах оценки.

Процесс оценки предполагает наличие оцениваемого объекта и оценивающего субъекта.

В роли субъектов оценочной деятельности выступают физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций оценщиков и застраховавшие свою ответственность в соответствии с требованиями законодательства (далее - оценщики). Оценщик может

осуществлять оценочную деятельность самостоятельно, занимаясь частной практикой, а также на основании трудового договора между оценщиком и юридическим лицом.

Объектами оценочной деятельности являются⁵:

- 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.

Особенностью процесса оценки стоимости имущества предприятия (бизнеса) является его многосторонний характер. Она не ограничивается только учетом одних затрат на создание или приобретение объекта.

В процессе оценки обязательно учитывают совокупность рыночных факторов⁶:

- факторы времени и риска;
- рыночная конъюнктура (спрос и предложение на объекты оценки);
- уровень конкуренции;
- различные особенности оцениваемого объекта.

⁵ Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 г. №135-ФЗ

⁶ Бочаров В.В. Современный финансовый менеджмент. СПб: «Питер», 2006, стр.112

Оценка предприятия (бизнеса) проводится в самых различных целях:

- повышение эффективности текущего управления предприятием, фирмой;
- купли – продажи ценных бумаг на фондовом рынке
- принятия обоснованного инвестиционного решения;
- определения стоимости предприятия, в случае его купли-продажи целиком или частями;
- реструктуризации предприятия – ликвидация, поглощение, слияние, выделение самостоятельных предприятий из состава холдинга и др.;
- разработки плана (прогноза) развития компании (будущие доходы, расходы, степень финансовой устойчивости и ценность имиджа);
- определение кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании;
- страхования, в процессе которого возникает необходимость определения стоимости в преддверии потерь;
- принятия обоснованных управленческих решений

Основанием для проведения оценки является договор на проведение оценки объектов, заключенный заказчиком с оценщиком или с юридическим лицом, с которым оценщик заключил трудовой договор. Этим договором может быть предусмотрено осуществление данным оценщиком оценки одного или ряда объектов, либо долговременное обслуживание заказчика по его заявлению.

Российским законодательством установлены следующие обязательные требования к договору на проведение оценки⁷:

- 1) договор на проведение оценки заключается в простой письменной форме;

⁷ Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 г. №135-ФЗ

2) договор на проведение оценки должен содержать:

- объект оценки;
- вид стоимости имущества (способ оценки);
- размер денежного вознаграждения за проведение оценки;
- сведения об обязательном страховании гражданской ответственности оценщика;
- наименование саморегулируемой организации оценщиков, членом которой является оценщик, и место нахождения этой организации;
- указание на стандарты оценочной деятельности, которые будут применяться при проведении оценки;
- указание на размер, порядок и основания наступления дополнительной ответственности по отношению к ответственности оценщика или юридического лица, с которым оценщик заключил трудовой договор.

3) в договоре на проведение оценки, заключенном заказчиком с юридическим лицом, должны быть указаны сведения об оценщике или оценщиках, которые будут проводить оценку, в том числе фамилия, имя, отчество оценщика или оценщиков;

4) договор на проведение оценки, как единичного объекта, так и ряда объектов должен содержать точное указание на этот объект или эти объекты, а также описание этого объекта или этих объектов;

5) в отношении оценки объектов, принадлежащих Российской Федерации, субъектам Российской Федерации или муниципальным образованиям, договор на проведение оценки от имени заказчика заключается лицом, уполномоченным собственником на совершение сделок с объектами, если иное не установлено законодательством Российской Федерации

Процесс оценки стоимости предприятия включает следующие примерные этапы⁸:

- определение объекта оценки;
- формирование задач, подходов к оценке;
- определение вида оцениваемой собственности;
- заключение договора об оценке;
- установление количественных и качественных характеристик объекта оценки;
- анализ рынка, к которому относится объект оценки;
- выбор и обоснование метода (методов) оценки в рамках каждого из подходов к оценке и осуществление необходимых расчетов;
- общение результатов, полученных в рамках каждого из подходов к оценке, определение итоговой величины стоимости объектов оценки;
- составление отчета об оценке.

При осуществлении оценочной деятельности рекомендуют соблюдать ряд принципов (табл.1.2.1.)

Таблица 1.2.1. Систематизация принципов оценки

| № п/п | Наименование группы принципов | Принципы оценки |
|-------|--|---|
| 1. | Основанные на представлениях пользователя (собственника) | Полезность; Замещение; Ожидание. |
| 2. | Связанные с эксплуатацией собственности | Вклад; Остаточная продуктивность; Динамика доходов (рост или снижение); Сбалансированность (пропорциональность); Экономическая величина; Экономическое разделение. |

⁸ Грязнова А.Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). М: «Интерреклама», 2003

| | | |
|----|--|---|
| 3. | Обусловленные действием рыночной среды | Зависимость; Соответствие; Спрос и предложение; Конкуренция; Изменение. |
|----|--|---|

Первая группа принципов основана на представлениях пользователя (собственника). Ключевым критерием стоимости любого объекта собственности является его полезность. Бизнес обладает стоимостью, если может быть полезен реальному или потенциальному собственнику. Полезность для каждого потребителя индивидуальна, но качественно и количественно определена во времени и стоимости. Однако как общую полезность объекта для собственника в рыночной экономике можно выделить его способность приносить доход. Полезность бизнеса — это его способность приносить доход в конкретном месте и в течение данного периода. Чем больше полезность, тем выше величина оценочной стоимости.

Принцип полезности заключается в том, что, чем больше предприятие способно удовлетворять потребность собственника, тем выше его стоимость. С точки зрения любого пользователя, оценочная стоимость предприятия не должна быть выше минимальной цены на аналогичное предприятие с такой же полезностью. Кроме того, за объект не разумно платить больше, чем может стоить создание нового объекта с аналогичной полезностью в приемлемые сроки. И еще один аспект применения принципа полезности: если инвестор анализирует поток дохода, то максимальная цена определяется посредством изучения других потоков доходов с аналогичным уровнем риска и качества. При этом замещающий объект необязательно должен быть точной копией, но должен быть похож на оцениваемый объект, и собственник рассматривает его как желаемый заменитель.

Принцип замещения определяется следующим образом: максимальная стоимость предприятия определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью.

Принцип ожидания заключается в определении текущей стоимости дохода или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения данным предприятием.

Вторая группа принципов оценки обусловлена эксплуатацией собственности и связана с представлением производителей. Доходность любой экономической деятельности определяется четырьмя факторами производства: землей, рабочей силой, капиталом и управлением. Доходность бизнеса — это результат действия всех четырех факторов, поэтому стоимость предприятия как системы определяется на основе оценки дохода. Для оценки предприятия нужно знать вклад каждого фактора в формирование дохода предприятия.

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

Сущность принципа остаточной продуктивности заключается в том, что факторы производства оцениваются только с учетом периода их воспроизводства, места в обороте капитала. С этой точки зрения устаревшее технологическое оборудование потребует полной замены, оплаты демонтажа и монтажа нового оборудования, что должно учитываться при оценке стоимости предприятия.

Принцип сбалансированности (пропорциональности) гласит: максимальный доход от предприятия можно получить при соблюдении оптимальных величин факторов производства. Одним из важных моментов действия данного принципа является соответствие размеров предприятия потребностям рынка.

Принцип динамики доходов (возрастающей и уменьшающейся доходности) означает: увеличение капиталовложений в основные составляющие производства обуславливает пропорциональное увеличение темпов роста прибыли лишь до определенного предела, после которого

прирост прибыли становится меньше, чем прирост капиталовложений. Данный предел соответствует максимальной стоимости объекта недвижимости. Любые дополнительные капиталовложения в объект оценки, осуществленные после достижения данного предела, не дадут пропорционального увеличения прибыли (а значит, и пропорционального увеличения стоимости объекта оценки).

Принцип экономической величины гласит: при сложившихся на рынке тенденциях большим спросом пользуется определенная (оптимальная) величина объекта оценки данного типа.

Принцип экономического разделения гласит: имущественные права на объект оценки следует разделять и соединять таким образом, чтобы увеличить общую стоимость объекта недвижимости.

Принципы, связанные с рыночной средой включают в себя: принципы зависимости, соответствия, спроса и предложения, конкуренции и принцип изменения.

Принцип зависимости (внешнего воздействия) гласит: различные факторы внешней среды оказывают влияние на стоимость объекта оценки.

Принцип соответствия гласит: объект оценки, не соответствующий существующим в настоящее время рыночным стандартам (ожиданиям), имеет меньшую стоимость.

Принцип спроса и предложения заключается в выявлении взаимосвязи между потребностью в объекте оценки и ограниченностью его предложения.

Принцип конкуренции. Конкуренция – это соперничество, состязание в каком-либо виде деятельности. Разумная конкуренция стимулирует повышение качества объектов и услуг на рынке недвижимости, избыточная конкуренция приводит к снижению прибыли.

Принцип изменения. Изменению подвержены как сам объект оценки или его составляющая (например, физическому или моральному износу), так и все факторы внешней среды, влияющие на стоимость объекта, упомянутые выше.

1.3 Основные подходы к оценке стоимости предприятия (бизнеса)

На сегодняшний день известно несколько подходов и реализуемых в их составе методов, с помощью которых даются денежные оценки стоимости предприятия (бизнеса). В отечественной теории декларируются и используются заимствованные из западной практики три основных подхода к оценке стоимости бизнеса:

- доходный подход (income approach);
- затратный подход (asset based approach);
- сравнительный (рыночный) подход (market approach).

Доходный подход⁹ - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

С помощью доходного подхода определяют текущую стоимость будущих доходов, которые возникнут в результате использования имущества (активов) и возможностей дальнейшей его продажи.

Таким образом, при оценке бизнеса с позиции доходного подхода определяющим фактором является доход, влияющий на величину стоимости объекта. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем выше величина его рыночной стоимости (при прочих равных условиях). Важное значение при этом имеет продолжительность получения дохода и уровень риска, сопровождающий данный процесс.

Источником дохода может быть: прибыль, арендная плата, выручка от продажи объекта, дивиденды и другие источники дохода. Главное здесь, чтобы доход генерировал конкретный объект оценки. С позиции данного подхода возможна и целесообразна оценка тех активов, которые используют для извлечения дохода (недвижимость, нематериальные доходы, акции и др.). При доходном подходе используют оценочные принципы ожидания и замещения.

⁹ Постановление Правительства Российской Федерации «Об утверждении стандартов оценки» от 6 июля 2001 года № 519

В соответствии с сущностью принципа ожидания, который состоит в том, что полезность объекта собственности связана со стоимостью прогнозируемых будущих выгод, стоимость приносящих доход объектов определяют тем, какую чистую выручку от использования актива, а также от его перепродажи ожидает потенциальный покупатель. Особый интерес для инвесторов представляют объем, качество и продолжительность ожидаемого будущего потока доходов. Доходный подход является наиболее предпочтительным с точки зрения достижения главной цели предпринимательской деятельности (получение прибыли).

Затратный подход¹⁰ - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки, с учетом его износа;

Процедура оценки бизнеса затратным подходом заключается в выявлении неучтенных (функционирующих и/или нефункционирующих) активов и переоценке всех располагаемых компанией активов по рыночной стоимости.

Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. С целью приведения балансовой стоимости активов и обязательств к рыночной стоимости проводится корректировка баланса предприятия.

Для осуществления этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала предприятия, которая равна разнице между активами и обязательствами.

¹⁰ Постановление Правительства Российской Федерации «Об утверждении стандартов оценки» от 6 июля 2001 года № 519

Из изложенного выше следуют основные преимущества и недостатки затратного подхода. Основное преимущество затратного подхода в том, что он в своей большей части основан на достоверной фактической информации о состоянии имущественного комплекса предприятия и поэтому менее абстрактен. Основной недостаток заключается в том, что он не учитывает будущие возможности бизнеса предприятия в получении чистого дохода. Кроме того, некоторые методы, например метод ликвидационной стоимости, довольно сложны и трудоемки в практическом использовании.

Но, несмотря на свои недостатки, затратный подход к оценке предприятия в условиях переходной экономики наиболее актуален (по сравнению с доходным и сравнительным подходами). Это обусловлено в первую очередь наличием, как правило, достоверной исходной информации для расчетов, а также использованием в определенной мере известных, традиционных для отечественной экономики затратных (имущественных) подходов к оценке стоимости предприятия.

Сравнительный (рыночный) подход¹¹ - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними;

Сравнительный (рыночный) подход предполагает, что ценность собственного капитала фирмы определяется тем, за сколько он может быть продан при наличии достаточно сформированного рынка. Другими словами, наиболее вероятной ценой стоимости оцениваемого бизнеса может быть реальная цена продажи сходной фирмы, зафиксированная рынком.

Теоретической основой сравнительного (рыночного) подхода, доказывающего возможность его применения, а также объективность результативной величины, являются следующие базовые положения.

- 1) Оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на сходные предприятия (акции).

¹¹ Постановление Правительства Российской Федерации «Об утверждении стандартов оценки» от 6 июля 2001 года № 519

При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия. К таким факторам можно отнести соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности предприятия и другие.

- 2) Сравнительный (рыночный) подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает, прежде всего, будущий доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный доход на размещенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен.
- 3) Цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в сходных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими как прибыль, дивидендные выплаты, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала. Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

Основным преимуществом сравнительного (рыночного) подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи сходных предприятий. В данном случае цена определяется рынком, так как оценщик ограничивается только корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оцениваемым объектом. При использовании

других подходов оценщик определяет стоимость предприятия на основе расчетов.

Сравнительный (рыночный) подход базируется на ретро информации и, следовательно, отражает фактически достигнутые результаты производственно-финансовой деятельности предприятия, в то время как доходный подход ориентирован на прогнозы относительно будущих доходов.

Другим достоинством сравнительного (рыночного) подхода является реальное отражение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку цена фактически совершенной сделки наиболее полно учитывает ситуацию на рынке.

Вместе с тем, сравнительный (рыночный) подход имеет ряд существенных недостатков, ограничивающих его использование в оценочной практике. Во-первых, базой для расчета являются достигнутые в прошлом финансовые результаты. Следовательно, метод игнорирует перспективы развития предприятия в будущем. Во-вторых, сравнительный подход возможен только при наличии самой разносторонней финансовой информации не только по оцениваемому предприятию, но и по большому числу сходных фирм, отобранных в качестве аналогов. Получение дополнительной информации от предприятий аналогов является достаточно сложным процессом. В-третьих, оценщик должен делать сложные корректировки, вносить поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты, требующие серьезного обоснования. Это связано с тем, что на практике не существует абсолютно одинаковых предприятий. Поэтому оценщик обязан выявить эти различия и определить пути их нивелирования в процессе определения итоговой величины стоимости.

Таким образом, возможность применения сравнительного подхода зависит от наличия активного финансового рынка, поскольку этот подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках. Второе условие - это открытость рынка или доступность финансовой информации, необходимой оценщику. Третьим необходимым условием

является наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию.

Каждый из приведенных подходов содержит несколько возможных к применению методов. Эти подходы обладают определенными достоинствами, недостатками и имеют сферу целесообразного применения. Вместе с тем при проведении оценки стоимости бизнеса с целью повышения достоверности расчетов эксперт-оценщик обычно использует несколько подходов и методов, которые дополняют друг друга.

Глава II.

Методы оценки стоимости предприятия (бизнеса)

2.1 Методы оценки стоимости предприятия (бизнеса) реализуемые в составе доходного подхода

2.1.1 Метод капитализации прибыли (дохода)

Метод капитализации прибыли является одним из вариантов доходного подхода к оценке бизнеса действующего предприятия. Как и другие варианты доходного подхода, он основан на базовой посылке, в соответствии с которой стоимость доли собственности в предприятии равна текущей стоимости будущих доходов, которые принесет эта собственность.

Капитализация – процесс пересчета прибыли (дохода), полученной от объекта оценки с целью определения его стоимости.

Метод капитализации прибыли используется в случае, если ожидается, что будущие чистые доходы или денежные потоки приблизительно будут равны текущим или темпы их роста будут умеренными и предсказуемыми. Причем доходы являются достаточно значительными положительными величинами, т.е. бизнес будет стабильно развиваться.

Суть метода капитализации заключается в определении величины ежегодных доходов и соответствующей этим доходам ставки капитализации, на основе которых рассчитывается цена компании.

Основные этапы при применении метода капитализации прибыли:

- Анализ финансовой отчетности предприятия;
- Определение величины прибыли, которая будет капитализирована;
- Расчет ставки капитализации;

- Определение предварительной величины стоимости бизнеса предприятия.
- Внесение итоговых поправок.

Анализ финансовой отчетности предприятия проводится на основе баланса предприятия и отчета о финансовых результатах. Желательно наличие этих документов хотя бы за последние три года. При анализе финансовой документации предприятия, проводится ее нормализация, т.е. делаются поправки на единовременные и чрезвычайные статьи, как баланса, так и отчета о прибылях и убытках, которые не носили регулярного характера в прошлой деятельности предприятия и вряд ли будут повторяться в будущем. Кроме того, если возникает необходимость, трансформируется бухгалтерская отчетность предприятия в соответствии с общепринятыми стандартами бухгалтерского учета

Согласно методу капитализации дохода рыночная стоимость бизнеса определяется по формуле:

$$C_0 = \text{Прибыль (доход)} / \text{коэффициент капитализации}$$

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

Показатель чистой прибыли обычно используется для оценки предприятий, в активах которых преобладает быстроизнашивающееся оборудование. Для компаний, обладающих значительной недвижимостью, балансовая стоимость которой уменьшается, а фактическая остается почти неизменной, предпочитают использовать денежный поток.

Величина коэффициента капитализации устанавливается следующими методами:

- Кумулятивным методом на основе безрисковой ставки дохода с последующей корректировкой ее на величину риска, характерную для инвестирования в данный объект оценки (сферу бизнеса);
- Исходя из анализа рыночных данных, т.е. путем деления чистого дохода, приносимого сопоставимыми объектами, на цену их фактических продаж;
- На базе требуемой ставки доходности, скорректированной на индекс роста потока доходов (например $20/1,15=17,3\%$).

Внесение итоговых поправок (при необходимости) производится на нефункциональные активы (те активы, которые не принимают участия в извлечении дохода), на недостаток ликвидности, на контрольный или неконтрольный пакет оцениваемых акций или долей.

Метод капитализации прибыли при оценке бизнеса предприятия обычно используется, когда имеется достаточно данных для определения нормализованного денежного потока, текущий денежный поток примерно равен будущим денежным потокам, ожидаемые темпы роста умеренны или предсказуемы. Данный метод наиболее применим к предприятиям, приносящим стабильную прибыль, величина которой из года в год меняется незначительно (или темпы роста прибыли постоянны). В отличие от оценки недвижимости, в оценке бизнеса предприятий данный метод применяется довольно редко и в основном для мелких предприятий, из – за значительных колебаний величин прибылей или денежных потоков по годам, что характерно для большинства крупных и средних предприятий

Главным достоинством метода капитализации дохода является то, что он отражает потенциальную доходность бизнеса, позволяет учесть риск отрасли и компании.

2.1.2 Метод дисконтирования денежных потоков (DCF)

Метод дисконтирования денежных потоков основан на прогнозировании этих потоков от оцениваемого предприятия (бизнеса).

Актуальность этого метода обусловлена тем, что управление денежным потоком играет огромную роль для всех сторон, заинтересованных в эффективной деятельности компании, позволяет управлять стоимостью действующего бизнеса и позволяет повысить финансовую гибкость компании. Денежный поток, в отличие от показателя чистой прибыли, позволяет соотнести притоки и оттоки денежных средств с учетом износа и амортизации, капиталовложений, дебиторской задолженности, изменения в структуре собственных оборотных средств компании.

Расчет стоимости предприятия при применении данного метода осуществляется следующим образом: анализируются и прогнозируются валовые доходы, расходы и инвестиции, рассчитываются денежные потоки для каждого отчетного года, определяется ставка дисконта, производится дисконтирование полученных денежных потоков, рассчитывается остаточная стоимость (методом чистых активов, с помощью определения ликвидационной стоимости активов или на основании модели Гордона), суммируются текущие стоимости будущих денежных потоков и остаточная стоимость, осуществляется корректировка и проверка полученных результатов.

Оценка предприятия методом дисконтирования денежных потоков (DCF) состоит из следующих этапов:

- Выбор модели денежного потока;
- Определение длительности прогнозного периода;
- Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки;
- Прогноз и анализ расходов;
- Прогноз и анализ инвестиций;
- Расчет денежного потока для каждого прогнозного года;
- Определение ставки дисконта;

- Расчет величины стоимости в постпрогнозный период;
- Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период;
- Внесение итоговых поправок.

Расчет стоимости предприятия можно выполнить на основе двух видов денежных потоков: для собственного и инвестированного (бездолгового) капитала. В случае расчета денежного потока для собственного капитала принимается во внимание ценность полученной информации для управляющего компанией, т.к. учитывается потребность предприятия в дополнительном привлечении финансовых средств. Бездолговой денежный поток на практике используется инвесторами в целях финансирования сделки слияния, поглощения или покупки компании с помощью привлечения новых заемных денежных средств.

Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки требует рассмотрения и учета целого ряда факторов, основные среди которых – это объемы производства и цены на продукцию, спрос на продукцию, ретроспективные темпы роста, темпы инфляции, перспективы капиталовложений, ситуация в отрасли, доля предприятия на рынке и общая ситуация в экономике. Прогноз валовой выручки должен быть логически совместим с ретроспективными показателями бизнеса предприятия.

На этапе прогноза и анализа расходов изучается структура расходов предприятия, в особенности соотношение постоянных и переменных издержек, оцениваются инфляционные ожидания, исключаются единовременные статьи расходов, которые не встретятся в будущем, определяются амортизационные отчисления, рассчитываются затраты на выплату процентов по заемным средствам, сравниваются прогнозируемые расходы с соответствующими показателями у конкурентов или среднеотраслевыми.

Прогноз и анализ инвестиций включает три основных компонента: собственные оборотные средства («рабочий капитал»), капиталовложения, потребности в финансировании и осуществляется, соответственно, на основе прогноза отдельных компонентов собственных оборотных средств, на основе оцененного остающегося срока службы активов, на основе потребностей в финансировании существующих уровней задолженности и графиков погашения долгов.

Расчет денежного потока для каждого прогнозного года может производиться двумя методами – косвенным и прямым. Косвенный метод анализирует движение денежных средств по направлениям деятельности. Прямой метод основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, т.е. по бухгалтерским счетам.

Денежный поток для собственного капитала рассчитывается следующим образом:

Чистая прибыль за период n + Износ (амортизационные отчисления за период n) - Капиталовложения за период n + (-) изменение долгосрочной задолженности за период n (прирост или уменьшение) - прирост собственных оборотных средств.

Бездолговой денежный поток оценивается по аналогичной формуле, но в ней будут отсутствовать прирост и уменьшение долгосрочной задолженности, причем, величина бездолгового денежного потока увеличивается на величину процентных выплат, скорректированных на ставку налогообложения.

Прогноз денежных потоков как правило осуществляется из расчета 5-10 лет. В связи с тем, что вероятность отклонения от прогноза достаточно велика, составляется спектр прогнозов - пессимистичный, наиболее вероятный и оптимистический.

Таблица 2.1.2.1 Основные показатели прогнозируемых сценариев:

| Показатель | Пессимистический прогноз | Наиболее вероятный прогноз | Оптимистический прогноз |
|--------------------------------|--|--|---|
| Объем производства | Снижение объемов производства | Стабильные объемы производства | Рост объемов производства |
| Цены на производимую продукцию | Стабильные цены | Ограниченный рост цен | Рост цен до уровня к концу прогнозного периода |
| Соотношение цен ¹² | Рост соотношения до уровня 25% к концу прогнозного периода | Стабильное соотношение на сложившемся уровне | Снижение соотношения до уровня ____ к концу прогнозного периода |

Так же, в зависимости от специфики каждого конкретного оцениваемого объекта, в качестве показателей прогнозируемых сценариев могут выбираться иные показатели, являющиеся существенными при построении прогноза.

Каждому прогнозу придается определенный вес и рассчитывается средневзвешенная доходность. Как для собственного, так и для заемного капитала денежный поток может быть номинальным (в ценах текущего периода) или реальным (цены корректируются с учетом инфляции). Дисконтирование денежного потока осуществляется на конец, и на середину года, необходимо отметить, что предпочтительнее использовать дисконтирование на середину года для получения более точных результатов.

При определении ставки дисконтирования следует учитывать, то что она рассматривается как нижний предельный уровень доходности вложений, при котором инвестор допускает возможность вложения своих средств в данную компанию, учитывая, что имеются альтернативные вложения, предполагающие получение дохода с той или иной степенью риска. В данном

¹² используется в случае, если существует прямая зависимость между ценой на наиболее значимый ресурс и выпускаемой продукцией компании (например, глинозем/ товарный алюминий, нефть/продукты перегонки).

случае под риском понимается вероятность несоответствия ожидаемых результатов от вложений фактически полученным результатам, а так же вероятность потери собственности вследствие банкротства предприятия, политических и других чрезвычайных событий. Соответственно, чем выше риск, тем выше ставка дисконта. Термин "Ставка дисконта" был определен Американским обществом оценщиков в Стандарте оценки предприятий № 1 как "коэффициент, используемый для расчета текущей стоимости денежной суммы, получаемой или выплачиваемой в будущем". Таким образом, ставка дисконта используется для определения суммы, которую заплатил бы инвестор сегодня (текущая стоимость) за право получения ожидаемых в будущем поступлений.

Для расчета ставки дисконта используется несколько методик, наиболее предпочтительными из которых являются: метод кумулятивного построения и модель оценки капитальных активов САМР. При расчете ставки дисконта для бездолгового денежного потока используется модель средневзвешенной стоимости капитала.

При определении ставки дисконта кумулятивным методом за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым ценным бумагам, к которой прибавляется дополнительный доход, связанный с риском инвестирования в данный вид ценных бумаг. Затем вносятся поправки (в сторону увеличения или уменьшения) на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данной компании.

Модель САМР основана на том, что инвестору необходим дополнительный доход, превышающий возможный доход от полностью застрахованных от риска ценных бумаг, таких как правительственные облигации. Дополнительный доход является компенсацией инвестору за инвестиции в рискованные активы. Модель служит для определения необходимой нормы дохода на основании трех компонентов: номинальной безрисковой ставки, средней доходности не ссудных операций в экономике и β - (коэффициент, измеряющий систематические риски (примерами

систематических рисков могут служить появление излишнего числа конкурирующих объектов, введение и действие каких либо ограничений и т.п.)).

Основная расчетная формула при определении ставки дисконта по модели оценки капитальных активов (CAPM) имеет вид:

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

где: R — ставка дисконта;

R_f — безрисковая ставка;

β — коэффициент «бета», являющийся мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране;

R_m — общая доходность рынка в целом (доходность среднерыночного портфеля ценных бумаг);

S_1 — премия для малых компаний; учитывает размеры оцениваемой компании.

S_2 — премия за риск инвестиций в конкретную компанию.

При расчете номинальной безрисковой ставки можно пользоваться как средне европейскими показателями по безрисковым операциям, так и российскими. Для повышения точности расчета, безрисковую составляющую ставки дисконта можно определять, исходя из котировок отечественных государственных ценных бумаг и исходя из среднеевропейских данных. В случае использования среднеевропейских показателей к безрисковой ставке прибавляется премия за риск инвестирования в данную страну, так называемый страновой риск. Российские показатели берутся исходя из средневзвешенной доходности ГКО или средневзвешенной ставки банков высшей категории надежности и используются тогда, когда потенциальный инвестор имеет возможность альтернативного вложения исключительно на территории России.

Коэффициент β представляет собой меру систематического риска. Расчет коэффициента β осуществляется исходя из амплитуды колебания цен на акции данной компании по сравнению с изменениями цен на фондовом рынке в целом. Инвестиции в компанию, курс акций которой отличается высокой изменчивостью, являются более рискованными, поскольку курс акций данной компании может быстро упасть. Соответственно, если коэффициент $\beta > 1$, можно говорить о повышенной рискованности инвестиций в данное предприятие, если $\beta < 1$, то инвестиционный риск меньше среднего сложившегося на данном рынке. Как правило, рассчитываются отраслевые коэффициенты β , которые служат мерой риска для инвестиций в данную отрасль.

Расчетная формула имеет вид:

$$\beta = \frac{\sum (r_i - \bar{r}_i) * (rm - \bar{rm})}{\sum (rm - \bar{rm})^2}$$

где: r_i — доходность акции на i -й момент времени;

\bar{r}_i — средняя доходность акции за рассматриваемый период;

rm — доходность фондового рынка на i -й момент времени;

\bar{rm} — средняя доходность фондового рынка за рассматриваемый период.

Расчет коэффициента β производится в два этапа:

- расчет по котировкам акций сопоставимых компаний;
- расчет по отраслевым индексам.

В первом случае в качестве доходности акции на i -й момент времени (r_i) принимается изменение ее котировок на фондовой бирже (РТС, АКМ) с момента предыдущего наблюдения (%). В качестве доходности фондового рынка (rm) используется изменение межотраслевого индекса (АКМ или РТС) за тот же период (%).

В случае отсутствия котировок акций оцениваемой компании на РТС расчет коэффициента производится на основании анализа котировок акций компаний к отрасли, которой принадлежит оцениваемая компания.

Общая доходность рынка в целом r_m (ставка дохода среднерыночного портфеля ценных бумаг) определяется на основании данных информационных агентств, обзоров периодической печати и данных участников фондового рынка.

Модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC – weighted average cost of capital) предполагает расчет ставки дисконта на основании доли собственного капитала в финансировании (пассивах) предприятия, индивидуальная ставки дисконта, определенная по методу цены капитальных активов (по модели оценки капитальных активов) или по методу кумулятивного построения ставки дисконта, доли заемных средств, ставки дисконта на заемные средства (кредитная ставка по обязательствам компании), ставки налога на прибыль.

WACC отражает средневзвешенные затраты на капитал и рассчитывается следующим образом:

$$WACC = \sum_{i=1}^n r_i * \frac{V_i}{V}$$

где i – источник получения капитала ($i=1 \dots n$);

r_i – стоимость i -го источника капитала;

V_i/V – доля i -го источника финансирования (V_i) в общем объеме (V) привлеченного капитала (по рыночной стоимости).

При невозможности применять для расчета ставки дисконтирования модели CAPM и WACC, при известной ставке капитализации, ставку дисконта можно определить по формуле:

$$d = R - g,$$

где d – ставка дисконта;

R – ставка капитализации;

g – долгосрочные темпы роста прибыли или денежного потока.

После дисконтирования полученных денежных потоков необходимо определить величину дохода от бизнеса в постпрогнозный период. При расчете необходимо учитывать, что остаточная стоимость представляет собой текущую стоимость денежного потока, получаемого после дискретного прогнозного периода и включает в себя стоимость всех денежных потоков для всех периодов, которые остаются за рамками данного прогнозного года. К расчету остаточной стоимости можно подойти способами затратного подхода. (рассмотренного в последующих разделах данной главы)

После суммирования значений текущей стоимости будущих денежных потоков и остаточной стоимости будет получена величина, представляющую собой величину стоимости предприятия (бизнеса), не включающая в себя стоимости избыточных активов, не принимающих участия в формировании денежного потока. Данные активы подлежат отдельной оценке, результат которой затем прибавляется к величине стоимости предприятия. «Социальные» активы подвергаются тщательному анализу мотивы их продажи, направления использования полученного дохода и последствия этого шага для работников предприятия. Оцениваемая компания может иметь дефицит собственного оборотного капитала и обязательства, связанные с проведением природоохранных мероприятий, в этом случае так же необходимо производится корректировку полученного результата.

Расчет стоимости бизнеса методом дисконтирования денежных потоков можно выразить следующей формулой:

$$PV = CF_1 * \frac{1}{(1+r)} + CF_2 * \frac{1}{(1+r)^2} + \dots + CF_n * \frac{1}{(1+r)^n} + S * \frac{1}{(1+r)^n}$$

где CF – денежные потоки соответствующих периодов,

S – возможная цена реализации бизнес;

r – ставка дисконтирования;

n – расчетный период.

Стоит заметить, что метод дисконтированного денежного потока дает оценку стоимости собственного капитала на уровне контрольного пакета акций, в случае определения стоимости миноритарного пакета открытого акционерного общества вычитается скидка на неконтрольный характер. Для закрытого акционерного общества делается скидка на неконтрольный характер и на недостаточную ликвидность.

Метод дисконтирования денежных потоков – весьма сложный и трудоемкий процесс, однако во всем мире он признан как наиболее теоретически обоснованный метод оценки бизнеса действующих предприятий. В странах с развитой рыночной экономикой при оценке крупных и средних предприятий, этот метод применяется в 80 – 90% случаев. Главное достоинство метода заключается в том, что он единственный из известных методов оценки, который основан на перспективах развития рынка в целом и предприятия в частности, а это в наибольшей степени отвечает интересам инвесторов.

2.1.3 Метод избыточного дохода (прибыли)

Метод избыточного дохода основан на предположении о том, что избыточную прибыль приносят предприятию не показанные в балансе нематериальные активы, которые обеспечивают доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня. Этим методом оценивают преимущественно гудвилл.

Гудвилл (goodwill) – это условная стоимость деловых связей фирмы; денежная оценка нематериальных активов компании: фирменный знак, имидж, наличие устойчивой клиентуры и др.¹³

Основные этапы работы по оценке стоимости предприятия методом избыточного дохода (прибыли):

- устанавливают рыночную стоимость всех активов;
- нормализуют прибыль оцениваемого предприятия;
- выявляют среднеотраслевую доходность активов и собственного капитала;
- вычисляют ожидаемую прибыль путем умножения рыночной стоимости активов на их среднеотраслевую доходность;
- определяют избыточную прибыль посредством вычитания из нормализованной прибыли ее ожидаемой величины;
- вычисляют стоимость гудвилла путем деления избыточной прибыли на коэффициент капитализации

¹³ Электронный словарь <http://glossary.ru>

2.2 Методы оценки стоимости предприятия (бизнеса) реализуемые в составе затратного подхода

2.2.1 Метод чистых активов

Метод чистых активов (Net asset approach (value)) - один из методов оценки стоимости предприятия (бизнеса), согласно которому стоимость предприятия равна стоимости чистых активов, сумме стоимостей всех его активов (материальных и нематериальных) за вычетом обязательств.¹⁴

Таким образом, основная формула для расчета стоимости бизнеса для этого подхода:

Собственный капитал = Активы - Обязательства.

Применяя методы оценки, основанные на стоимости активов, приходится корректировать активы и пассивы предприятия до их оценочной рыночной стоимости, и результатом этих операций является стоимость акционерного капитала предприятия.

Метод чистых активов предполагает анализ и корректировку всех статей баланса предприятия, суммирование стоимости активов и вычитание из полученной суммы скорректированных статей пассива баланса в части долгосрочной и текущей задолженности. Данный метод расчета стоимости предприятия соответствует международным принципам бухгалтерского учета и широко используется при определении стоимости чистых активов акционерных обществ.

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

¹⁴ Справочно-информационный ресурс поддержки предпринимательства. (<http://www.businessvoc.ru>)

Пересчет статей актива баланса предприятия в текущие цены состоит:

- в определении рыночной стоимости основных средств и нематериальных активов;
- в определении фактической текущей стоимости «незавершенки»;
- в анализе и оценке долгосрочных финансовых вложений;
- в анализе и оценке по текущим ценам запасов, затрат и денежных средств;
- в анализе и определении текущей стоимости имеющихся у предприятия задолженностей.

После корректировки статей баланса предприятия можно рассчитать чистую стоимость его активов по нижеприведенному алгоритму.

Алгоритм реализации метода:

1. Суммируются статьи баланса предприятия:

- Остаточная стоимость нематериальных активов;
- Остаточная стоимость основных средств;
- Оборудование к установке;
- Незавершенные капитальные вложения;
- Долгосрочные финансовые вложения;
- Прочие необоротные активы;
- Производственные запасы;
- Животные;
- Остаточная стоимость МБП;
- Незавершенное производство;
- Расходы будущих периодов;
- Готовая продукция;
- Товары;
- Прочие запасы и затраты;
- Товары отгруженные;

- Расчеты с дебиторами;
- Авансы, выданные поставщикам и подрядчикам;
- Краткосрочные финансовые вложения;
- Денежные средства;
- Прочие оборотные активы;

ИТОГО активы предприятия.

2. Суммируются обязательства (задолженности) предприятия по пассиву баланса:

- Целевое финансирование и поступления;
- Арендные обязательства;
- Долгосрочные кредиты банков;
- Долгосрочные займы;
- Краткосрочные кредиты банков;
- Кредиты банков для работников;
- Краткосрочные займы;
- Расчеты с кредиторами;
- Авансы, полученные от покупателей и заказчиков;
- Расчеты с учредителями;
- Резервы предстоящих расходов и платежей;
- Прочие краткосрочные пассивы;

ИТОГО пассивы предприятия.

3. Из суммы активов вычитается сумма пассивов.

4. К полученной разности прибавляется рыночная стоимость земли, (если земля тоже оценивается).

В зависимости от вида используемой балансовой стоимости возникают соответствующие наименования данного метода:

- Метод чистой балансовой стоимости – наиболее простой метод оценки активов компании. Для получения чистой балансовой

стоимости из общей стоимостной оценки активов баланса вычитаются все краткосрочные и долгосрочные обязательства фирмы. В результате будет определена стоимость собственного капитала компании, т.е. значение чистой балансовой стоимости активов;

- Метод скорректированной балансовой стоимости – более совершенный метод. Он включает в себя результат переоценки, с учетом которой корректируется остаточная стоимость активов на фактор, обусловленный уровнем инфляции. При определении стоимости фирмы проводится переоценка ее активов с введением полученного результата этой переоценки в баланс: со стороны активов – это сумма переоценки, со стороны пассивов – резерв переоценки. В результате получается чистая, скорректированная балансовая стоимость, которая по сути является суммой собственного капитала компании и резерва.

Кроме того, в рамках метода чистых активов, выделяют еще два метода:

- Метод замещения;
- Метод определения восстановительной стоимости.

В случае оценки методом замещения определяется стоимость такого объекта, который имеет параметры (главным образом затраты на полное замещение его активов при сохранении хозяйственного профиля), аналогичные оцениваемому предприятию. Подобный объект должен быть построен по современному проекту с применением передовых технологий; продукция должна изготавливаться из современных материалов, а цена – устанавливаться на соответствующую дату оценки. Этот метод целесообразно применять для оценки материальных активов предприятий, которые характеризуются достаточно высокой капиталоемкостью.

Метод определения восстановительной стоимости является некоторым подобием метода замещения. При его использовании рассчитывают все затраты, необходимые для создания достаточно точной копии оцениваемой компании. В отличие от метода замещения, этот метод учитывает кроме стоимости нематериальных активов авторские права, патенты, компьютерные программы и т.п.

Метод чистых активов 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.

Преимущества метода чистых активов:

- В расчетах используется достаточно точная информация о текущем состоянии имущественного комплекса, что ограничивает субъективный фактор;
- Пригоден к использованию в ситуациях, когда отсутствует ретроспективные данные о прибылях и нет возможности определить перспективные денежные потоки;
- Пригоден для оценки вновь возникших предприятий, холдинговых и инвестиционных компаний;
- Возможность подтвердить (аргументировать) результаты расчетов стоимости бизнеса документально.

Недостатки метода чистых активов:

- Не учитывает будущую прибыль т. е. перспектив бизнеса, так как в расчетах используются исходные данные, ограниченные текущей деятельностью;

- Требуется больших затрат времени и средств на оценку чистых активов по крупным предприятиям, занятым в производственной сфере;
- Позволяет получить преимущественно нижнюю границу рыночной стоимости;
- Не учитывает особенностей функционирования предприятия как действующего комплекса, рассматривая его как совокупность разрозненных объектов;
- Не применим к трудоемким производствам;

2.2.2 Метод ликвидационной стоимости

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

Российским законодательством и стандартами Российского общества оценщиков даются следующие определения ликвидационной стоимости:

- Ликвидационная стоимость объекта оценки - стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.¹⁵
- Ликвидационная стоимость, или стоимость при вынужденной продаже - денежная сумма, которая реально может быть получена от продажи собственности в сроки, слишком короткие для проведения адекватного маркетинга в соответствии с определением рыночной стоимости. В некоторых государствах к ситуациям вынужденной продажи могут быть отнесены случаи с недобровольным продавцом и покупателем, или покупателями, информированными о затруднениях, испытываемых продавцом.¹⁶

Таким образом, ликвидационная стоимость представляет собой рыночную стоимость объекта оценки за вычетом всех затрат, связанных с его реализацией и после расчетов со всеми кредиторами. Ликвидационная стоимость может быть разной в зависимости от того, является ли продажа срочной или она происходит в обычном порядке. В последнем случае ликвидационная стоимость будет близка к реальной рыночной стоимости за вычетом затрат.

¹⁵ Постановление Правительства Российской Федерации «Об утверждении стандартов оценки» от 6 июля 2001 г. №519

¹⁶ Стандарт Российского общества оценщиков «Базы оценки отличные от рыночной стоимости» (СТО РОО 20-03-96)

Различают три вида ликвидационной стоимости:

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

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

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

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

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

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

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

После корректировки статей актива баланса, необходимо осуществить корректировку пассива баланса в части долгосрочной и текущей задолженности. Особое внимание при этом необходимо уделить расчетам по

привилегированным акциям, налоговым платежам, а также по так называемым условным обязательствам, которые часто возникают в результате текущих или потенциально возможных судебных разбирательств. Возможно, что в ходе анализа кредиторской задолженности можно будет провести переговоры по изменению условий возврата долгов предприятия.

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

2.2.3 Метод накопления активов (рыночной стоимости собственного капитала)

Метод накопления активов для определения рыночной стоимости оцениваемого предприятия использует только информацию оцениваемого предприятия.

Суть метода заключается в определении рыночной стоимости каждого актива и пассива баланса и вычитании из суммы активов всех задолженностей предприятия.

Как и в других методах оценки предприятий, нормализация финансовой отчетности, т.е. исключение непроизводственных, единовременных, излишних доходов и расходов, является необходимым шагом, предваряющим собственно оценку. В случае реализации метода накопления активов нормализация бухгалтерской отчетности имеет определенную специфику: корректировки вносятся не в доходы и расходы предприятия за период предыстории, а в содержание статей последнего отчетного баланса предприятия.

Расчет рыночной стоимости предприятия методом накопления активов включает в себя следующие этапы:

1. Оценка рыночной стоимости нематериальных активов предприятия.
2. Оценка рыночной стоимости недвижимого имущества предприятия.
3. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования.
4. Оценка товарно-материальных запасов.
5. Оценка дебиторской задолженности.
6. Оценка финансовых вложений.
7. Оценка расходов будущих периодов.

8. Оценка пассивов предприятия в части:

- целевого финансирования и поступлений;
- заемных средств;
- кредиторской задолженности;
- расчетов по дивидендам;
- резервов предстоящих расходов и платежей;
- прочих пассивов (долгосрочных и краткосрочных).

9. Определение стоимости собственного капитала путем вычитания из обоснованной рыночной стоимости всех активов текущей стоимости всех обязательств.

Оценка рыночной стоимости нематериальных активов, недвижимости, машин и оборудования, принадлежащих предприятию, производится в соответствии с общепринятыми специальными методами оценки этих объектов с использованием трех основных оценочных подходов: затратного, доходного и рыночного.

Оценка товарно-материальных запасов производится после внесения поправок к балансовой стоимости, учитывающих рыночные цены на эти активы и инфляционные процессы. Необходимо также добавить затраты на транспортировку и складирование запасов, если они не были учтены при постановке на баланс. Затраты в незавершенном производстве оцениваются по фактической себестоимости производства, товары отгруженные – по рыночной стоимости.

Оценка дебиторской задолженности начинается с ее анализа. Составляется список дебиторов, определяется срок возврата долга, анализируются возможности возврата долга в сроки, предусмотренные соответствующими договорами. Если делается вывод о невозможности возврата долга, долг списывается с баланса как безнадежный и не подлежит оценке. Не подлежат оценке также долги учредителей по их взносам в

уставный капитал. Во всех других случаях дебиторская задолженность оценивается по текущей стоимости, исходя из сроков возврата долга. Ставка дисконтирования при этом должна учитывать риск, связанный с возвратом долга.

Оценка финансовых вложений осуществляется исходя из рыночной стоимости на дату оценки, при этом стоимость собственных акций предприятия, выкупленных у акционеров, вычитается из общих вложений. Оценка пассивов предприятия осуществляется по балансовой стоимости на дату оценки.

Метод накопления активов применяется для оценки бизнеса действующих предприятий, обладающих значительными активами, холдинговых или инвестиционных компаний (которые сами не создают доход), когда у предприятия отсутствуют ретроспективные данные о производственно-хозяйственной деятельности (например, недавно созданное предприятие), когда деятельность предприятия в значительной степени зависит от контрактов (например, строительные организации), или у предприятия отсутствуют постоянные заказчики, или, наконец, значительную часть активов предприятия составляют финансовые активы (денежные средства, дебиторская задолженность, ликвидные ценные бумаги и пр.). Хотя метод накопления активов и является довольно трудоемким в применении, но часто в этих случаях он является единственно возможным.

2.3 Методы оценки стоимости предприятия (бизнеса) реализуемые в составе сравнительного (рыночного) подхода

2.3.1 Метод рынка капитала

Метод рынка капитала (компаний-аналога) - метод оценки, используемый в рамках сравнительного (рыночного) подхода, при котором стоимость компании определяется на основе информации о ценах реально выплаченных за акции сходных компаний. То есть, при оценке акций (бизнеса) предприятия, базой для сравнения служит цена на единичную акцию компаний-аналогов и в чистом виде данный метод используется для оценки миноритарного пакета акций.

Данный метод применим при наличии финансовой информации о предприятиях-аналогах, акции которых обращаются на фондовом рынке. По состоянию на дату оценки производится поиск информации о продаже акций предприятий-аналогов в котировальных системах или о наличии индикативных котировок.

Процесс оценки акций (бизнеса) предприятия с применением метода рынка капитала включает следующие основные этапы:

- Сбор необходимой информации.
- Выбор аналогичных предприятий.
- Финансовый анализ.
- Расчет оценочных мультипликаторов.
- Выбор величины мультипликатора.
- Определение итоговой величины стоимости.

Сбор необходимой информации подразумевает с одной стороны, сбор данных о фактических ценах купли-продажи акций, аналогичных с акциями оцениваемой компании, а с другой стороны подбор бухгалтерской и финансовой отчетности, как оцениваемого предприятия, так и компаний-

аналогов. Качество и доступность такой информации, безусловно, зависят от уровня развития фондового рынка и играют решающую роль в оценке акций (бизнеса) данным методом.

Выбор аналогичных предприятий производится путем сужения первичной (довольно широкой) выборки предприятий-аналогов. Если первичный отбор производится по достаточно общим критериям сопоставимости (отраслевая принадлежность, производимая продукция, ассортимент, объем производства), то в дальнейшем список сужается из-за отказа некоторых фирм предоставить необходимую информацию, а также из-за введения более специфичных критериев сопоставимости (уровень диверсификации производства, положение на рынке, размер, характер конкуренции, перспективы роста, финансовый риск, качество менеджмента и т.д.).

Финансовый анализ является важнейшим приемом определения сопоставимости аналогичных компаний с той, чьи акции (бизнес) оцениваются. Во – первых, с помощью финансового анализа можно определить рейтинг оцениваемой компании в списке аналогов; во – вторых, он позволяет обосновать степень доверия оценщика к конкретному виду мультипликатора в общем их числе, что в конечном счете определяет вес каждого варианта стоимости при выведении итоговой величины; в – третьих, финансовый анализ является основой для внесения необходимых корректировок, обеспечивающих увеличение сопоставимости и обоснованности окончательной стоимости оцениваемых акций (бизнеса).

Расчет оценочных мультипликаторов (коэффициентов, показывающих отношение рыночной цены предприятия или акции к финансовой базе) происходит в следующем порядке:

- Определяется цена акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога. Это дает значение числителя в формуле.

- Вычисляется финансовая база (прибыль, выручка от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки. Это даст величину знаменателя.

На практике, при оценке акций (бизнеса) предприятия используются два типа мультипликаторов: интервальные и моментные.

К интервальным мультипликаторам относятся:

- цена/прибыль;
- цена/денежный поток;
- цена/ дивидендные выплаты;
- цена/выручка от реализации.

К моментным мультипликаторам относятся:

- цена/балансовая стоимость активов;
- цена/ чистая стоимость активов.

Группа мультипликаторов цена/прибыль, цена/денежный поток является наиболее применяемой, так как информация о прибыли оцениваемой компании и предприятий-аналогов является наиболее доступной.

Возможность применения того или иного мультипликатора группы цена/дивиденды зависит от целей оценки. Если оценка акций проводится в целях поглощения предприятия, то способность выплачивать дивиденды не имеет значения, так как оно может прекратить свое существование в привычном режиме хозяйствования. При оценке контрольного пакета акций оценщик ориентируется на потенциальные дивиденды, так как инвестор получает право решения дивидендной политики. Мультипликаторы данной группы при оценке акций целесообразно использовать, если дивиденды

выплачиваются достаточно стабильно как в аналогах, так и в оцениваемой компании.

Мультипликатор цена/выручка от реализации используется редко, в основном для проверки объективности результатов, получаемых другими способами или для оценки акций (бизнеса) предприятий сферы услуг (реклама, страхование и т.п.)

Оптимальная сфера применения мультипликатора цена/балансовая стоимость - оценка холдинговых компаний, либо необходимость быстро реализовать крупный пакет акций. Финансовой базой для расчета являются чистые активы оцениваемой компании и компаний-аналогов.

Мультипликатор цена/чистая стоимость активов применяют в том случае, если соблюдаются следующие требования:

- оцениваемая компания имеет значительные вложения в собственность (недвижимость, ценные бумаги, газовое или нефтяное оборудование);
- основной бизнес компании являются хранение, покупка и продажа такой собственности, при этом управленческий и рабочий персонал добавляет к продукции в этом случае незначительную стоимость.

Определение итоговой величины стоимости состоит из трех основных этапов:

- выбора величины мультипликатора;
- взвешивания промежуточных результатов;
- внесения итоговых корректировок.

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным этапом, требующим особенно тщательного обоснования, зафиксированного впоследствии в отчете об оценке акций (бизнеса) предприятия. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же

мультипликатора по компаниям-аналогам бывает достаточно широк. Оценщик отсекает экстремальные величины и рассчитывает среднее значение мультипликатора по группе аналогов. Затем проводит финансовый анализ, причем для выбора величины конкретного мультипликатора использует финансовые коэффициенты и показатели, наиболее тесно связанные с данным мультипликатором по величине финансового коэффициента определяет положение (ранг) оцениваемой компании в общем списке. Полученные результаты накладываются на ряд мультипликаторов, и достаточно точно определяется величина, которая может быть использована для расчета стоимости акций (бизнеса) рассматриваемой компании.

Проделав данную процедуру с различными мультипликаторами, оценщик в зависимости от конкретных условий, целей и объекта оценки, степени доверия к той или иной информации придает каждому мультипликатору свой вес. На основе взвешивания получается итоговая величина стоимости акций (бизнеса), которая может быть взята за основу для проведения последующих корректировок.

Наиболее типичными являются следующие корректировки. Портфельная скидка предоставляется при наличии непривлекательного для покупателя характера диверсификации производства. Оценщик при определении окончательного варианта стоимости также учитывает имеющиеся активы непроизводственного назначения. Если в процессе финансового анализа выявлены либо недостаточность собственного оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть. Возможно применение скидки на ликвидность.

Метод рынка капитала при оценке акций (бизнеса) действующего предприятия достаточно сложен и трудоемок в применении. Однако, результаты, полученные с помощью этого метода, имеют хорошую объективную основу, уровень которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов.

2.3.2 Метод сделок

Метод сделок (метод продаж, метод сравнения продаж), основан на использовании цены приобретения предприятия – аналога в целом или его контрольного пакета акций.

Технология применения метода сделок практически полностью совпадает с технологией метода рынка капитала. Различие заключается только в типе исходной ценовой информации: метод рынка капитала в качестве исходной использует цену одной акции, не дающей никаких элементов контроля, а метод сделок - цену контрольного или полного пакета акций, включающую премию за элементы контроля.

Информацию о ценах реальных сделок с акциями предприятий-аналогов можно найти в открытых источниках, публикующих сообщения о продажах пакетов акций на всероссийских аукционах, укрупненные балансы предприятий-аналогов, сведения о размере уставных капиталов и видах выпущенных акций

2.3.3 Метод отраслевых коэффициентов

Метод отраслевых коэффициентов (англ. industry formulas method), или метод отраслевых соотношений, основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой бизнеса предприятия и определенными финансовыми параметрами.

Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи различных действующих предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. В результате многолетних обобщений, в странах с развитой рыночной экономикой разработаны достаточно простые формулы определения стоимости бизнеса предприятия.

Метод отраслевых коэффициентов может применяться, когда есть необходимые данные по отрасли и рекомендуется как вспомогательный метод.

Достоинства метода отраслевых коэффициентов:

- Дает реальную рыночную оценку, исходя из информации, получаемой с рынка аналогичных компаний;
- Позволяет превентивно подготовить информационную базу реализации метода;
- Возможность привлечения аппарата математической статистики и компьютерного моделирования.

Недостатком этого метода является то что он может дать ложный результат при определенных стратегиях компаний.

Метод отраслевых коэффициентов пока не получил достаточного распространения в российской практике оценки бизнеса в связи с отсутствием необходимой информации, сбор и обобщение которой требуют длительного периода времени и определенной экономической стабильности.

Литература:

I. Законодательные и нормативные акты:

1. Гражданский кодекс Российской Федерации части 1,2,3,4. М: Омега-Л, 2007
2. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 г. №135-ФЗ;
3. Постановление Правительства Российской Федерации «Об утверждении стандартов оценки» от 6 июля 2001 года № 519;
4. «Порядок оценки стоимости чистых активов акционерных обществ», утв.приказом Минфина РФ и ФКЦБ №№10-н, 03-6/пз;
5. Стандарт Российского общества оценщиков «Базы оценки отличные от рыночной стоимости» (СТО РОО 20-03-96).

II. Монографическая и учебная литература:

6. Бочаров В.В. Финансовый менеджмент. СПб: «Питер», 2007;
7. Бочаров В.В. Современный финансовый менеджмент. СПб: «Питер», 2006;
8. Грязнова А.Г. Оценка бизнеса. М: «Финансы и статистика», 2007;
9. Грязнова А.Г. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). М: «Интерреклама», 2003;

III. Материалы сайтов сети Интернет:

10. Библиотека оценщика (<http://www.laborate.ru>);
11. Вестник оценщика (<http://www.appraiser.ru>);
12. Международный оценочный консорциум (<http://www.valnet.ru>);
13. Оценщик.ру - Все для оценки и для оценщика (<http://www.ocenchik.ru>);
14. Официальный сайт федеральной службы статистики (<http://www.gks.ru/>);

15. Официальный сайт Российского общества оценщиков.
(<http://mrsa.valuer.ru>);
16. Официальный сайт Северо-западного общества оценщиков.
(<http://www.nwsa.ru>);
17. Профессиональная оценка. (<http://www.proocenka.ru>);
18. Справочно-информационный ресурс поддержки предпринимательства. (<http://www.businessvoc.ru>);
19. Сайт ООО «Корпорация «Оценка»» (<http://www.o-ko.ru>);
20. Электронный словарь (<http://glossary.ru>).