

ТЕМА. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ (ПРЕДПРИЯТИЯ).

1. Стоимость организации (предприятия): экономическая сущность, виды, составляющие.
2. Особенности оценки недвижимости организации (предприятия).
3. Оценка бизнеса: экономическая сущность, экономические признаки.
4. Методы оценки стоимости организации (предприятия): характеристика, достоинства, недостатки и особенности применения.

1. Стоимость организации: экономическая сущность, виды, составляющие.

Объектами гражданских прав, подлежащими оценке, являются:

- 1) *предприятия как имущественные комплексы, доли в уставном фонде юридического лица, ценные бумаги, имущественные права и другое имущество;*
- 2) земельные участки;
- 3) капитальные строения (здания, сооружения), изолированные помещения, не завершённые строительством объекты, многолетние насаждения;
- 4) машины, оборудование, инвентарь, транспортные средства, материалы, водные и воздушные суда;
- 5) объекты интеллектуальной собственности.

Оценка стоимости организации (предприятия) является составным элементом общей системы ценообразования, но ее характерным отличием является то, что она призвана сбалансировать экономические интересы настоящего и предполагаемого собственников ресурсов и продукции, находящихся в обращении. В отличие от оценки любого отдельного актива (машины, оборудование и т.д.) при оценке стоимости организации (предприятия) оценивается «живой» имущественный комплекс, который характеризуется совокупностью накопленных ресурсов и их способностью к экономическому развитию и производству материальных благ.

Оценка стоимости организации (предприятия) регламентирована Государственным стандартом Республики Беларусь СТБ 52.1.01-2017 "Оценка стоимости объектов гражданских прав. Оценка стоимости предприятий (бизнеса)", утв. Государственным комитетом по стандартизации Республики Беларусь от 13 января 2017 г. № 4. Стандарт оценки гражданских прав устанавливает термины и их определения, объекты оценки, предметы оценки, методы оценки и методы расчета стоимости, используемые при оценке стоимости предприятий как объектов прав (бизнеса) или имущественных комплексов, части предприятия, пакета акций, доли в уставном фонде юридического лица, требования к составу исходной информации, процедуре оценки, проведению расчетов, к результату независимой оценки, докумен-

там оценки, правила расчета диапазона результата независимой оценки после свершения сделки при проведении повторной экспертизы достоверности оценки. Стандарт применяется исполнителями оценки при оказании услуг по независимой оценке, оценщиками при проведении независимой оценки (проведение независимой оценки), а также исполнителями экспертизы достоверности оценки, экспертами по проведению экспертизы достоверности оценки при выполнении экспертизы достоверности независимой или внутренней оценки, а также судебными экспертами при назначении судебной экспертизы по вопросам оценки стоимости объектов гражданских прав, в том числе при проведении экспертизы достоверности оценки.

Оценка стоимости организации (предприятия) или его элементов осуществляется в следующих случаях:

- по заказу продавца перед выставлением недвижимости на продажу, в том числе для определения стартовой цены при конкурсной продаже;
- по заказу потенциального покупателя перед заключением сделки;
- при сдаче организации (предприятия) в аренду для обоснования размера арендной платы;
- при приватизации организации (предприятия) и страховании;
- по заказу собственника для выявления способа максимально эффективного использования его имущества;
- перед приобретением не только организации (предприятия), но и земельного участка на предмет его использования конкретным запланированным способом;
- при оценке эффективности инвестиционных проектов, в том числе проекта финансового оздоровления организации (предприятия);
- перед оценкой целесообразности участия в совместных инвестиционных проектах;
- при оценке вклада одного организации (предприятия) в другое предприятие или при создании совместной организации (предприятия);
- перед получением кредита под залог, при разделе имущества, внесении недвижимости в качестве доли в уставный капитал новой организации (предприятия);
- с целью уточнения стоимости имущества организации (предприятия) как базы для налогообложения.

Оценка стоимости организации (предприятия) производится на основе:

- общей характеристики организации (предприятия), его истории и перспектив развития;
- доли акционеров в капитале организации (предприятия) или характеристики ценных бумаг, подлежащих оценке, включая юридические права, привилегии и условия, количественные характеристики, факторы, влияющие на контроль над организацией (предприятием), и соглашения, ограничивающие продажу или передачу этих прав;

- финансовой информации о предприятии за предыдущие периоды;
- стоимость активов и обязательств организации (предприятия);
- общей характеристики отраслей, которые оказывают влияние на данное предприятие; их текущего состояния;
- оценки экономических факторов, оказывающих влияние на деятельность и оценку данной организации (предприятия);
- оценки состояния рынка капиталов как источника необходимой информации о возможных ставках дохода по альтернативным капиталовложениям, о сделках с котируемыми акциями, о слияниях и поглощениях компаний;
- данных о прошлых сделках с участием оцениваемой организации (предприятия), долей в его капитале или его акций.

Оценка организации (предприятия) выполняется независимыми *экспертами-оценщиками*, при организации работ которых применяются следующие правила:

- 1) комиссионные оценщика не должны устанавливаться в процентах от стоимости оцениваемого объекта;
- 2) комиссионные оценщика не зависят от результатов оценки;
- 3) оценщик не участвует в оценке стоимости, к которой у него есть какой-либо личный интерес.

В зависимости от предполагаемого использования результатов и объекта оценки выделяются следующие виды оценочных стоимостей:

1. Стоимость в пользовании.
2. Стоимость в обмене.

Стоимость организации (предприятия) в пользовании определяется исходя из предположения о том, что организация (предприятие) не будет продаваться на свободном, открытом и конкурентном рынке для любых альтернативных целей использования ни полностью, ни путем распродажи по частям. Стоимость в пользовании носит субъективный характер, *поскольку выражает мнение владельца организации (предприятия) относительно возможностей его дальнейшего использования*. Основные стоимости этого вида:

А. *Полная стоимость воспроизводства* (восстановительная стоимость) — совокупность затрат, требующихся на воспроизводство копии объекта из тех же или иных аналогичных материалов, рассчитанная в текущих (рыночных) ценах, а *полная стоимость замещения* — текущая стоимость нового объекта, являющегося по своим характеристикам наиболее близким аналогом оцениваемого объекта. Другими словами, полная стоимость воспроизводства — это стоимость создания точной копии объекта, а полная стоимость замещения — это стоимость создания объекта с полезностью, равной полезности оцениваемого объекта.

В. *Стоимость остаточного замещения* — минимальные совокупные затраты (в текущих ценах), необходимые для замены данного объекта аналогичным другим объектом, не хуже рассматриваемого, но не по всем, а лишь по оставшейся части его функциональных конструктивных и эксплуатационных характеристик.

С. *Страховая стоимость* — определяется на основании рассмотренных выше стоимостей за вычетом стоимости тех элементов, исключение которых оговорено договором страхования.

Д. *Инвестиционная стоимость в пользовании* — стоимость собственности для конкретного инвестора или группы инвесторов при определенных целях инвестирования. Разность между инвестиционной стоимостью и полной восстановительной стоимостью (или полной стоимостью замещения) характеризует размер капитальных вложений.

Стоимость организации (предприятия) в обмене определяется предположительно, исходя из возможности продажи организации (предприятия) на свободном, открытом и конкурентном рынке в условиях равновесия спроса и предложения. При этом предполагается альтернативное использование организации (предприятия).

Выделяют следующие стоимости в обмене организации (предприятия):

А. *Рыночная стоимость* — наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть продан на открытом рынке в условиях конкуренции, когда продавцы и покупатели действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, и когда на величине цены не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

В. *Инвестиционная стоимость в обмене* — стоимость собственности, которая получена в результате инвестиций в момент, когда их направление и размер определяются наиболее эффективным характером использования объекта.

С. *Ликвидационная стоимость* — сумма, которую предполагается получить в результате открытой *вынужденной продажи оцениваемого имущества*, при условии, что у продавца есть некоторый период времени на поиск покупателя и подготовку имущества к продаже. На практике необходимость в определении ликвидационной стоимости объекта возникает в том случае, когда объект необходимо реализовать в скорейшие сроки.

2. Особенности оценки недвижимости организации.

В зависимости от целей заказчика оценка стоимости отдельных видов имущества обычно производится в отношении:

1) материальных активов, в том числе:

- недвижимости, т.е. участка территории с принадлежащими ему природными ресурсами, а также с принадлежащими зданиями и сооружениями;

- машин и оборудования;
- товарно-материальных запасов и готовой продукции;
- 2) финансовых активов;
- 3) нематериальных активов, в том числе:
 - интеллектуальной собственности;
 - имущественных прав (права пользования землей, водными и другими ресурсами, недрами, имуществом);
 - отложенных затрат (организационные расходы, НИОКР);
- 4) организации (предприятия) в целом.

Применительно к оценке рыночной стоимости земельных участков обычно используются:

- *метод остатка для земли*, при котором, в первую очередь, определяется предполагаемый доход от недвижимости в целом, затем определяется доход от зданий и сооружений, расположенных на земельном участке. Доход от самого земельного участка определяется как общий доход за вычетом дохода от зданий и сооружений, а его стоимость – делением дохода на коэффициент капитализации для земли;

- *метод сравнения продаж*, основанный на сопоставлении данных об имевших место сделках по продаже земельных участков.

Для оценки стоимости *зданий и сооружений* могут применяться следующие методы:

- метод дисконтированных доходов — предполагает расчет показателя чистого дисконтированного дохода, где в качестве доходов рассматриваются арендная плата и ожидаемая стоимость здания по истечении принятого срока аренды. В расчетах также учитываются текущие затраты, связанные с коммунальными платежами, ремонтом, налоговые выплаты и др.;
- метод прямой капитализации — позволяет определить стоимость здания при условии, что здание будет находиться в аренде достаточно длительный срок, размер которой останется неизменным;
- метод остатка для зданий по своей сути аналогичен методу остатка для земли, но предполагает достаточно точное представление о стоимости земельного участка;
- метод сравнения продаж предполагает, что в качестве единицы измерения будет применяться 1 кв. м площади либо 1 куб. м объема здания;
- метод удельных затрат на единицу площади или объема имеет в виду использование нормативов затрат на 1 кв. м площади здания для определения его сметной стоимости;
- метод разбивки на компоненты предполагает разбивку здания на отдельные элементы (подготовка участка, фундаменты, стены, каркасы, лестницы и площадки, перекрытия, кровля, перегородки, полы, окна, двери, отделка, водо-, газо-, тепло-, электроснабжение, канализация, лифты, благо-

устройство, внешние сети и др.), для оценки которых собирается информация от субподрядчиков;

- метод сметного расчета предполагает составление сметы на строительство здания, что является наиболее трудоемким, однако точным расчетом.

3. Оценка бизнеса: экономическая сущность, экономические признаки.

Оценка бизнеса— это более сложный и трудоемкий процесс по сравнению с оценкой имущества.

Сложность оценки бизнеса заключается в том, что организация (предприятие) в этом случае рассматривается как единый имущественный комплекс, способный производить продукцию (работы, услуги), т. е. приносить определенный доход. И в этом случаях надо учитывать множество факторов, которые имеются на момент оценки и которые появятся в будущем.

Оценка стоимости бизнеса производится на основе следующих экономических принципов:

1) *принципе соответствия спроса и предложения.* Цены стабильны тогда, когда между спросом и предложением на рынке устанавливается соответствие. Наличие дефицита, т.е. превышение спроса над предложением, повышает цену;

2) *принципе конкуренции.* Конкуренция уравнивает доходность инвестиций. Когда доходы рынка превышают уровень, необходимый для оплаты факторов производства, то на данном рынке обостряется конкуренция, что, в свою очередь, ведет к снижению уровня доходов;

3) *принципе зависимости от внешней среды.* Стоимость объекта зависит от внешнего окружения и, в свою очередь, влияет на стоимость других связанных с ним объектов;

4) *принципе изменения стоимости.* Стоимость объектов оценки, как правило, не остается неизменной в течение времени, поэтому оценка должна содержать указание на дату ее проведения;

5) *принципе замещения.* Максимальная стоимость объекта оценки определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью;

6) *принципе сбалансированности.* Максимальный доход от организации (предприятия) можно получить при соблюдении оптимальных соотношений величин факторов производства (земли, рабочей силы, основного и оборотного капитала) и их взаимосвязи;

7) *принципе вклада.* Добавление любых элементов к объекту оценки оправдано лишь тогда, когда получаемый прирост его стоимости превышает затраты на приобретение этих элементов;

8) *принципе наиболее эффективного использования.* Предлагается обеспечение такого использования объекта собственности, которое из всех разумно возможных, физически осуществимых, финансово приемлемых и законодательно разрешенных вариантов будет обеспечивать объекту максимальную текущую стоимость на дату оценки;

9) *принципе соответствия потребностей и ожиданий рынка.* Организации (предприятия), которые не соответствуют требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, доходности и т. д., оцениваются ниже среднего уровня;

10) *принципе ожидания.* В процессе оценки устанавливается текущая стоимость доходов или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения собственностью.

Бизнес — это определенная деятельность, организованная в рамках определенной структуры. Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать, завещать. Таким образом, бизнес становится объектом сделки, обладающим всеми признаками товара. Но этот товар особого рода. Оценку бизнеса необходимо рассматривать с двух позиций:

1. Оценка как процесс.
2. Оценка как результат.

Оценка бизнеса — это совокупность действий оценщика, направленных на определение объективной рыночной стоимости предприятия.

Оценка как результат. Рыночная стоимость — это наиболее вероятная цена прав на собственность, по которой она может быть продана.

Оценка стоимости — наше представление или мнение о реальном, истинном по сути неизвестном значении стоимости.

В основе оценки бизнеса лежит предположение, что его сегодняшняя стоимость равна стоимости будущих выгод (доходов), которые собственник может получить в результате владения дайной собственностью (бизнесом).

Для объективной оценки стоимости бизнеса необходимо знать факторы, на нее влияющие, и учитывать их в оценочной деятельности. Все эти факторы можно объединить в две группы: внешние и внутренние.

К внешним факторам можно отнести: состояние национальной экономики и тенденции ее развития; политическую и социальную обстановку в стране; инвестиционную привлекательность в стране; уровень инфляции; экономические и социальные планы государства на перспективу и др. Таким образом, внешние факторы связаны с конкретной обстановкой на макроуровне и тенденцией ее изменения.

Внутренние факторы связаны со сложившейся обстановкой в месте нахождения оцениваемой организации (предприятия). К ним можно отнести: соотношение спроса и предложения; инвестиционную привлекательность оцениваемой организации (предприятия); инвестиционную привлекательность региона; инвестиционный риск; ликвидность оцениваемой организа-

ции (предприятия); степень контроля инвестора (собственника над приобретаемой организацией (предприятием); настоящую и будущую прибыль оцениваемого бизнеса и др.

В зависимости от того, как влияют факторы на оценку стоимости бизнеса, все их можно расчленить на две группы: позитивные и негативные.

Позитивные факторы — это такие факторы, которые положительно влияют на оценку стоимости организации (предприятия), а негативные — отрицательно.

Например, к позитивным факторам можно отнести: опережение спроса над предложением; приобретение владельцем полного контроля над приобретаемой недвижимостью; высокие доходы в будущем от приобретаемой собственности; низкий инвестиционный риск и др.

К негативным факторам можно отнести: низкую инвестиционную привлекательность региона, в котором расположено организация (предприятие); слабый менеджмент на предприятии; опережение предложения над спросом; высокий инвестиционный риск и др.

4. Методы оценки стоимости организации: характеристика, достоинства, недостатки и особенности применения.

При оценке *стоимости предприятия и его элементов* используют следующие подходы:

- 1) затратный;
- 2) сравнительный (аналоговый);
- 3) доходный.

Затратный подход — это поэлементная оценка балансовой стоимости объекта, когда определение общей стоимости осуществляется путем суммирования стоимостей всех его элементов.

Затратный подход включает: анализ структуры объекта оценки и выделение его составных частей, по которым будет производиться оценка; выбор метода оценки каждого элемента структуры и метода осуществления расчетов; оценка накопленного износа элементов объекта оценки.

Исходная позиция затратного подхода — стоимость организации (предприятия) равна стоимости собственного капитала или чистых активов по балансу организации (предприятия). При оценке стоимости организации (предприятия) оценивают накопленные активы, с одной стороны, и накопленный износ капитала, с другой стороны. Если в составе собственного капитала есть безнадежные долги, фонды и резервы, созданные не за счет чистой прибыли, а из других источников, то используется количественное выражение стоимости чистых активов, которая будет меньше, чем величина собственного капитала в балансе организации (предприятия).

Существуют различные методы оценки стоимости организации (предприятия):

- метод накопления активов;
- метод чистой стоимости активов;
- оценка накопленного износа.

Метод чистых активов – это метод оценки стоимости организации (предприятия) (бизнеса), согласно которому стоимость организации (предприятия) равна стоимости чистых активов, а стоимость чистых активов – сумме стоимостей всех его активов (материальных и нематериальных) за вычетом обязательств. Главное достоинство метода в том, что он базируется на оценке существующих активов, поэтому менее субъективен и умозрителен. Однако метод статичен, не учитывает уровень прибыли организации (предприятия) и перспективы развития бизнеса.

Метод чистых активов целесообразно применять в случаях, когда:

- организация (предприятие) обладает значительными материальными активами;
- большую часть активов составляют финансовые активы;
- компания холдинговая¹ или инвестиционная;
- отсутствуют ретроспективные данные о прибыли организации (предприятия) или нет возможности определить прибыль в будущем.

Применение затратного метода дает пессимистическую оценку объекта, однако в условиях, когда фондовый рынок еще не сформирован, а рыночная информация отсутствует, этот подход часто оказывается единственно возможным.

Аналоговый подход к оценке стоимости организации (предприятия) основан на сравнении оцениваемого объекта с аналогами, рыночная цена которых известна. Основным методом аналогового подхода является *метод рыночных сравнений* с аналогичными организации (предприятия)ми по доле в их капитале и ценным бумагам, которые были реально проданы на рынке.

Организация (предприятие), используемое для сравнения с оцениваемой организацией (предприятием), должно представлять собой надежную базу для сравнения по инвестиционным характеристикам. Следует, прежде всего, искать для сравнения организации (предприятия), в той же отрасли, где функционирует и оцениваемое организация (предприятие). Однако если по организации (предприятию) данной отрасли отсутствует достаточная информация о сделках, можно рассматривать другие организации (предприятия), сходные с оцениваемым по таким инвестиционным характеристикам,

¹ Холдинговая компания — юридическое лицо, владеющее контрольными пакетами акций других компаний и которое осуществляет посредством этого общее руководство данными компаниями

как рынки сбыта, темпы роста, зависимость от циклических колебаний рынка и др.

Непосредственное определение величины стоимости оцениваемого организации (предприятия) производится на основе применения к нему одного или нескольких оценочных коэффициентов-мультипликаторов, рассчитанных по данным о сопоставимых предприятиях и представляющих собой в общем виде отношение фактической цены продажи предприятия-аналога и одного из его основных финансовых показателей.

Таблица 1 — Классификация мультипликаторов в оценке бизнеса

Виды мультипликаторов	Показатели	
	Финансовые	Натуральные
Балансовые (моментные)	<ul style="list-style-type: none"> стоимость бизнеса/ балансовая стоимость активов, цена/ балансовая стоимость чистых активов 	стоимость бизнеса/ производственная мощность
Доходные (интервальные)	<ul style="list-style-type: none"> цена/ выручка, стоимость бизнеса/ выручка, стоимость бизнеса/ прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации, стоимость бизнеса/ прибыль до уплаты налогов, процентов, цена/ прибыль до уплаты налогов, цена/ чистая прибыль, цена/ денежный поток, цена/ денежный поток до налогообложения, цена/ дивиденды 	стоимость бизнеса/ объем производства

Как представлено в таблице, применение в числителе стоимости бизнеса (стоимости инвестированного капитала) связано с использованием в знаменателе показателей, отражающих доходы и активы всего бизнеса. Например, при использовании в числителе стоимости всего инвестированного капитала в знаменателе используют такие показатели доходов, из которых осуществляется выплаты как акционерам, так и кредиторам – а именно прибыль до уплаты налогов и процентов; прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации. Универсальным показателем является выручка от реализа-

ции продукции (работ, услуг), которая применяется в расчете мультипликаторов как по собственному, так и по всему инвестированному капиталу.

Используя разные мультипликаторы, получают несколько значений текущей стоимости организации (предприятия). В качестве конечного результата берут обычно среднее значение. Надежность расчетов значительно повышается, если удастся подобрать не одно, а несколько аналогичных предприятий и путем сравнения с каждым из них получают несколько оценок стоимости организации (предприятия), из которых на основе анализа выбирают наиболее приемлемую величину.

Аналоговый подход к оценке стоимости организации (предприятия) имеет свою последовательность. Это:

- 1) изучение рынка и сбор информации по сделкам с объектами-аналогами;
- 2) проверка достоверности полученной информации;
- 3) сравнение оцениваемого объекта с каждым аналогом и выявление отличий по передаваемым имущественным правам, условиям финансирования, условиям продажи, дате продажи, потребительским характеристикам, месторасположению, наличию дополнительных элементов и др.;

Доходный подход предусматривает установление рыночной стоимости организации (предприятия) путем определения текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате распоряжения имуществом организации (предприятия) и возможности его дальнейшей продажи.

Оценка организации (предприятия) с применением методов доходного подхода основана на следующих принципах:

- собственник не продаст организация (предприятие) по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов;
- стоимость инвестиций в организация (предприятие) зависит от будущих выгод, которые получит от этого организации (предприятия) инвестор;
- потенциальный покупатель не заплатит за организация (предприятие) больше, чем оно может принести доходов в будущем.

Методы в рамках доходного подхода к рыночной оценке организаций (предприятий) включают: метод дисконтирования денежных потоков; метод капитализации дохода.

Метод дисконтирования денежных потоков заключается в дисконтировании будущих денежных потоков с использованием ставки дисконтирования, которая соответствует требуемой инвестором ставке дохода. Расчеты ожидаемой инвестором ставки дохода производятся с учетом анализа риска инвестирования в оцениваемое организация (предприятие), а также риска, связанного с получением ожидаемого будущего денежного потока. Данный метод обоснован для оценки предприятий, доходы которых будут отличаться от доходов ретроспективного периода, и будут нестабильны в течение про-

гнозного периода. Метод также позволяет рассчитать текущую стоимость потоков будущих доходов, и определить оптимальный объем инвестиций.

Основные достоинства и недостатки существующих подходов к оценке стоимости предприятий классифицируются в табл. 2.

Таблица 2 — Основные достоинства и недостатки существующих методов оценки стоимости организации (предприятия)

Затратный подход	Сравнительный подход	Доходный подход
Достоинства		
Основан на <i>реально существующих</i> активах; доступен в применении	Отражает <i>данные реальной рыночной сделки</i>	Учитывает прогноз стоимости объекта и <i>будущего его развития</i>
Недостатки		
Не учитывает: развития производства в будущем; эффективность использования активов	Необходим банк данных по объектам-аналогам; не учитывает результаты будущей деятельности; затруднено определение индивидуальных особенностей комплексных объектов	Вероятностный характер прогноза

При наличии первичной информации для оценки стоимости организации (предприятия) желательно применять все три подхода: затратный, сравнительный и доходный, с учетом весомости и точности.

Средневзвешенное значение стоимости организации (предприятия) можно определить по формуле

$$Cm = \frac{K_{дох} \cdot Cm_{дох} + K_{ср} \cdot Cm_{ср} + K_{зат} \cdot Cm_{зат}}{3}, (1)$$

где $K_{дох}$ — коэффициент весомости стоимости, установленной для доходного подхода ($Ст_{дох}$); $K_{ср}$ — коэффициент весомости стоимости, установленной для подхода сравнения продаж ($Ст_{ср}$); $K_{зат}$ — коэффициент весомости стоимости, установленной для затратного подхода ($Ст_{зат}$). Коэффициенты весомости устанавливаются экспертным путем, например для доходного подхода $АГ_{дох} = 0,6$, для сравнительного подхода $K_{ср} = 0,3$, для затратного подхода $K_{зат} = 0,2$.