

УДК 631.11:330.133

**Н.А. Бычков, кандидат экономических наук, доцент**

**В.Н. Метлицкий, научный сотрудник**

**Институт системных исследований в АПК НАН Беларуси**

## **Оценка стоимости предприятия (бизнеса)**

*Аннотация. Необходимость оценки стоимости предприятия как имущественного комплекса для его владельцев, потенциальных инвесторов, налоговых органов и других субъектов существует постоянно в условиях рыночной экономики. Это не самоцель. Она подчинена решению какой-либо конкретной задачи, связанной с отчуждением прав собственности или выполнением какого-либо правового акта со стороны собственника имущества.*

*Унификация методов оценки стоимости имущества четко обозначена в плане либерализации отношений в сфере распоряжения государственным имуществом и приватизации, подготовленном Государственным комитетом по имуществу Республики Беларусь в 2009 г.*

*Ключевые слова: балансовая стоимость, оценочная стоимость, скорректированная балансовая стоимость, стоимость чистых активов, затратный метод, доходный метод, сравнительный метод, метод весовых коэффициентов.*

### **Введение**

Если коммерческая организация отчуждает собственность, собственнику может потребоваться ее оценка, чтобы оспорить предложение приобретателя имущественного комплекса о "справедливой компенсации" при переуступке долговых обязательств, связанных с объектами оценки. Если одна организация стремится приобрести другую, то ей может потребоваться оценка текущей стоимости бизнеса, принадлежавшего последней. Оценка может проводиться в целях оптимизации налогообложения, вывода хозяйствующих субъектов из состояния банкротства, формирования и проведения антикризисной политики по предотвращению банкротства. При этом процедура оценки позволяет сбалансировать структуру активов предприятия, навести порядок в начислениях амортизаций и оптимизировать структуру себестоимости продукции. В итоге проведение оценки стоимости предприятия способствует оптимизации системы управления и успеху применения современных методов финансового менеджмента при реорганизации (реструктуризации) производства.

### **Материалы и методы**

Теоретической и методологической базой исследований послужили законодательные акты Республики Беларусь. При разработке и изло-

жении материала использовались монографический, абстрактно-логический методы исследования.

## Результаты исследований

Для целей оценки предприятий как имущественных комплексов (бизнеса) выделяются следующие ее объекты:

- ❖ предприятие как объект прав;
- ❖ предприятие как имущественный комплекс;
- ❖ коммерческая организация;
- ❖ доля в уставном фонде юридического лица;
- ❖ акция;
- ❖ пакет акций;
- ❖ часть предприятия.

Предприятие как объект прав представляет собой имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности.

Предприятие как имущественный комплекс представляет собой объект недвижимости, зарегистрированный в органах государственной регистрации в порядке, установленном законодательством.

Коммерческой организацией является организация, преследующая извлечение прибыли в качестве основной цели своей деятельности и (или) распределяющая полученную прибыль между участниками.

Доля в уставном фонде юридического лица представляет собой часть вклада в уставный фонд на каждого участника, которая предоставляет права на участие в управлении юридического лица, получение части его прибыли в виде дивидендов и части имущества, оставшегося после расчета с кредиторами, или его стоимости в случае ликвидации юридического лица.

Частью предприятия является любая выделенная совокупность его имущества.

Акция – это бессрочная эмиссионная ценная бумага, свидетельствующая о вкладе в уставный фонд акционерного общества и удостоверяющая в соответствии с законодательством и уставом акционерного общества права ее владельца на участие в управлении обществом, получение части его прибыли в виде дивидендов и части имущества, оставшегося после расчета с кредиторами, или его стоимости в случае ликвидации акционерного общества. Пакетом акций является совокупность акций, принадлежащих одному владельцу.

При оценке стоимости предприятия как имущественного комплекса используются следующие виды стоимости:

- ❖ балансовая стоимость предприятия;
- ❖ оценочная стоимость предприятия;
- ❖ скорректированная балансовая стоимость предприятия.

*Балансовая стоимость* предприятия рассчитывается как разница между суммой активов баланса и заемными средствами на балансе.

*Оценочная стоимость* предприятия представляет собой сумму активов предприятия, доходов и расходов будущих периодов (за исключением курсовых разниц и суммы имущества, полученного безвозмездно) за минусом заемных средств и стоимости имущества, не принадлежащего предприятию на правах собственности, а также резервов предстоящих расходов, прочие доходы и расходы.

*Скорректированная балансовая стоимость* предприятия – это балансовая стоимость после внесения изменений и дополнений в статьи актива и пассива баланса по результатам их оценки.

Исследования показывают, что стоимость предприятий как имущественных комплексов сельскохозяйственных организаций системы Министерства сельского хозяйства и продовольствия в зависимости от вида определяемой стоимости колеблется от 10,4 млрд долл. до 12,2 млрд долл. США (рис. 1).

Скорректированная балансовая стоимость предприятий на 1,8 млрд долл. США меньше балансовой стоимости.

Стоимость предприятия как объекта прав, имущественного комплекса, коммерческой организации, пакета акций, части предприя-

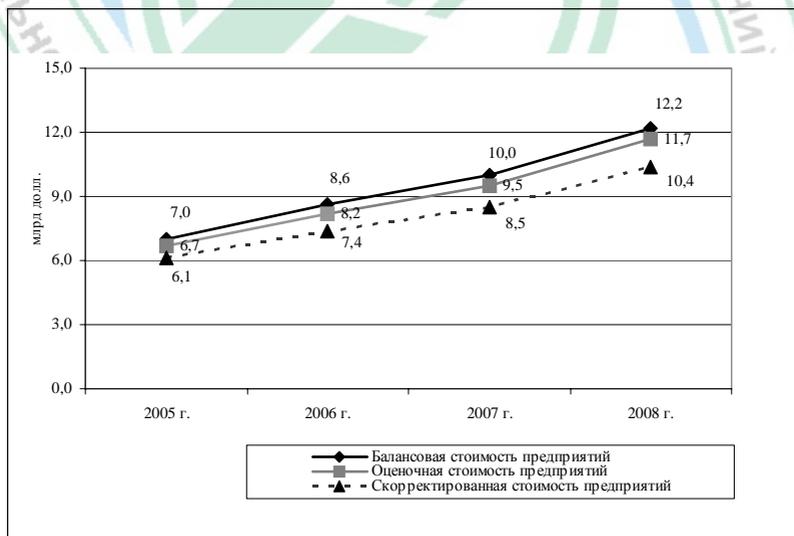


Рис. 1. Динамика изменения видов стоимости предприятий сельскохозяйственных организаций Министерства сельского хозяйства и продовольствия

тия, доли в уставном фонде может рассчитываться следующими методами:

- ❖ балансового накопления активов;
- ❖ пересчета валютной стоимости;
- ❖ рыночным.

Метод балансового накопления активов представляет собой метод определения стоимости предприятия на основании данных бухгалтерского учета на дату оценки. Стоимость, рассчитанная методом балансового накопления активов, является оценочной стоимостью предприятия.

При использовании *метода балансового накопления активов* стоимость предприятия исчисляется как стоимость его имущества по сумме нетто-активов финансовой (бухгалтерской) отчетности. Данный метод в наибольшей мере подвергается критике с позиций теории оценки в связи с его упрощенностью и обобщенностью, но одновременно чаще всего применяется на практике. Отметим сильные и слабые стороны рассматриваемого метода.

Преимущества данного метода: учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов, дает возможность проводить экономический анализ эффективности использования имущества, главным образом его рентабельности, что дает ключ к определению финансовых возможностей предприятия. Необходимо подчеркнуть, что данный метод дает оценку уровня развития технологии с учетом степени износа основных фондов. Каждая цифра баланса учитывает конкретные активы на основе первичных бухгалтерских данных. Поэтому, как правило, рассмотренный метод используется в целях имущественного и подходящего налогообложения, финансового обоснования инвестиционных решений.

Однако оценка активов не является оценкой предприятия как хозяйствующего субъекта, так как не определяет стоимость имущества, сформированного из собственных источников. Кроме того, балансовая стоимость – очень грубое приближение стоимости активов. Например, здания могут быть учтены по их цене приобретения, и при изменении цен на недвижимость их балансовая стоимость не будет соответствовать действительности. Балансовая стоимость машин и механизмов – "искусственная" величина, так как она зависит от принятого на предприятии метода начисления амортизации. Запасы, учтенные по цене приобретения, скорее всего, имеют заниженную оценку, хотя и не в такой степени, как основные средства. Как правило, балансовая стоимость не учитывает существование активов, списанных и не включенных в баланс (например, денежной оценки гудвилла или затрат на опытно-конструкторские работы). В качестве других недостатков метода рас-

чета балансовой стоимости имущества как оценки стоимости предприятия затратным подходом можно отметить сложность выделения в бухгалтерском балансе фактических затрат по конкретным объектам оценки (например, в консолидированной отчетности).

Балансовая стоимость редко адекватно отражает стоимость чистых активов. *Чистые активы* – это величина, определяемая путем вычитания из суммы активов организации, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расчету.

Показатель "чистые активы" определяет стартовую цену предприятия, так как характеризует стоимость имущества, сформированного за счет собственных источников. Кроме того, необходимо отметить возможность потенциальной оценки производственно-хозяйственной деятельности организации с точки зрения составляющих, входящих в чистые активы: основные фонды (с учетом износа), долгосрочные финансовые вложения, сырье, материалы, задолженность и обязательства организации и т. д.

Вместе с тем стоимость чистых активов организации не является ее рыночной стоимостью ни в том случае, когда она выступает объектом купли-продажи, ни при определении рыночной стоимости акций, поскольку не отражает доходы в будущем от использования активов организации.

Несмотря на отмеченные недостатки, определение стоимости предприятия методом "чистые активы" является наиболее приемлемым оценочным показателем стоимости бизнеса затратным подходом, так как это комплексный показатель, учитывающий оценку уровня развития технологии с учетом имущества, сформированного за счет собственных средств, а также дает возможность корректировки составляющих, входящих в чистые активы: основных средств (с учетом физического и морального износа), долгосрочных финансовых вложений, сырья, материалов, задолженности, обязательств организации и т. д.

*Метод пересчета валютной стоимости* представляет собой метод определения стоимости объекта оценки в валюте по официальному курсу белорусского рубля, установленному Национальным банком на дату оценки, если объект оценки приобретен за иностранную валюту либо его стоимость была установлена в иностранной валюте в течение календарного года с применением рыночного метода.

Оценка предприятия *рыночным методом* проводится с применением одного или нескольких методов оценки:

- ❖ затратного;
- ❖ доходного;
- ❖ сравнительного.

*Затратный метод* заключается в определении стоимости предприятия, которая рассчитывается как разница между суммой всех активов предприятия и его заемными средствами. В рамках затратного метода оценки предприятия могут использоваться следующие методы расчета стоимости:

- накопления активов;
- скорректированной балансовой стоимости;
- ликвидационной стоимости.

Различие методов расчета стоимости в затратном методе оценки состоит в расчете стоимости активов и пассивов баланса предприятия.

Метод накопления активов заключается в расчете рыночной стоимости каждого актива предприятия и вычитании из суммы его активов стоимости всех заемных средств предприятия. Алгоритм расчета стоимости предприятия методом накопления активов следующий: определение рыночной стоимости внеоборотных активов; рыночной стоимости оборотных активов; стоимости заемных средств; стоимости предприятия.

Стоимость предприятия определяется путем вычитания из рыночной стоимости активов стоимости всех заемных средств и имущества, не принадлежащего предприятию на правах собственности. За основу расчетов принимается баланс предприятия на последнюю отчетную дату или на дату оценки.

Метод скорректированной балансовой стоимости представляет собой метод определения стоимости предприятия, при котором расчет рыночной стоимости осуществляется не по всем активам, а выборочно. Выбор объектов оценки во внеоборотных и оборотных активах для определения их рыночной стоимости проводится по:

- значимости в производственном процессе предприятия;
- удельному весу в стоимости активов предприятия;
- значительному отличию балансовой и рыночной стоимости актива.

Рыночная стоимость предприятия рассчитывается как разница скорректированной стоимости активов предприятия и стоимости всех его заемных средств.

Метод ликвидационной стоимости представляет собой метод определения стоимости предприятия, при котором из суммы рыночной стоимости каждого актива предприятия помимо величины всех заемных средств вычитаются суммы настоящей стоимости затрат, связанных с ликвидацией предприятия.

Процедура оценки методом ликвидационной стоимости включает:

- анализ бухгалтерского баланса с приложениями на последнюю отчетную дату или на дату оценки;

- разработку календарного графика ликвидации активов с учетом времени ликвидации в соответствии с законодательством;
- определение выручки (доходов) от ликвидации активов;
- уменьшение стоимости активов на величину затрат на ликвидацию активов предприятия.

*Доходный метод* представляет собой совокупность методов расчета стоимости, основанных на дисконтировании прогнозируемых будущих денежных потоков или капитализации годового денежного потока в начале и (или) в конце срока прогноза. Оценка рыночной стоимости предприятия доходным методом оценки производится следующими методами расчета стоимости:

- 1) капитализацией по норме отдачи (дисконтирование денежных потоков);
- 2) прямой капитализацией.

Капитализация по норме отдачи (дисконтирование денежных потоков) представляет собой метод расчета стоимости, который базируется на предположениях относительно ожидаемых изменений денежных потоков и стоимости объекта оценки в течение срока прогноза. Метод капитализации по норме отдачи пересчитывает будущие денежные потоки в настоящую стоимость. Данный метод применяется для оценки предприятий, денежные потоки которых будут отличаться от денежных потоков ретроспективного периода и изменяться в течение срока прогноза. Оценка предприятия методом капитализации по норме отдачи включает этапы, представленные на рисунке 2.

Метод прямой капитализации заключается в определении стоимости предприятия путем деления годового денежного потока на коэффициент капитализации (рис. 3). Данный метод применяется при расчете стоимости предприятий, для которых ожидаются равные годовые денежные потоки либо годовые денежные потоки с постоянными темпами роста.

Процесс оценки предприятия методом прямой капитализации включает следующие основные этапы: выбор вида денежного потока; анализ финансовой отчетности; расчет коэффициента капитализации; определение стоимости; внесение итоговых корректировок.

Вид денежного потока, который будет капитализирован, выбирается подобно методу капитализации по норме отдачи.

Расчет коэффициента капитализации проводится путем вычитания из нормы дисконтирования ожидаемых среднегодовых темпов роста годового денежного потока по следующей формуле:

$$K_k = D_n - D_{нпрс} , \quad (1)$$

где  $K_k$  – коэффициент капитализации;

$D_n$  – норма дисконтирования;

$D_{нпрс}$  – среднегодовые темпы роста годового денежного потока.

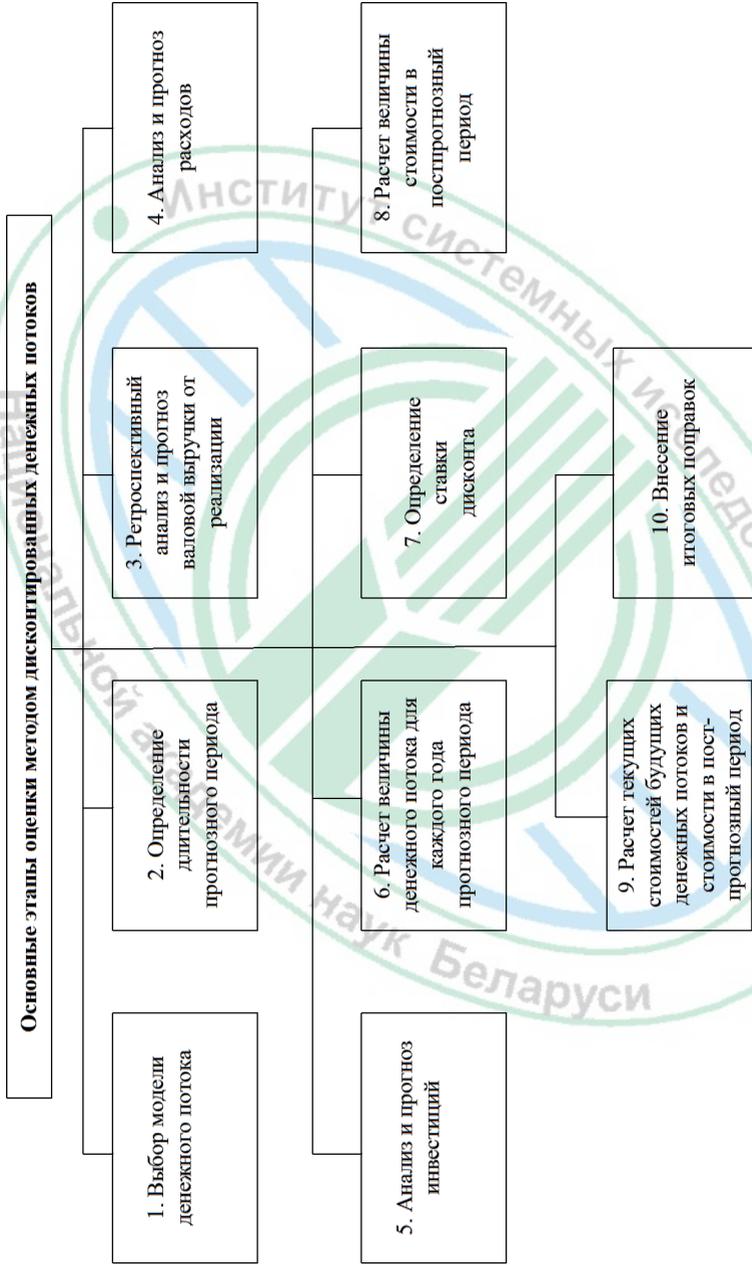


Рис. 2. Основные этапы оценки методом дисконтирования денежных потоков



Рис. 3. Оценка стоимости предприятия  
методом прямой капитализации

Коэффициент капитализации должен соответствовать рассматриваемому виду денежного потока.

Если прогнозируемый денежный поток выражен в текущем уровне цен – следует использовать норму дисконтирования без учета темпов инфляции, если представлен с учетом изменения уровня цен – используется норма дисконтирования с учетом темпов инфляции.

Для расчета итоговой стоимости предприятия методом прямой капитализации необходимо внести корректировки, подобные используемым в методе капитализации по норме отдачи.

*Сравнительный метод* заключается в определении стоимости предприятия на основе данных о совершенных сделках или предложениях о продаже объектов-аналогов (рис. 4).

В сравнительном методе используются следующие методы расчета стоимости объектов оценки:

- ❖ рынка капитала;
- ❖ сделок;
- ❖ мультипликаторов (отраслевых коэффициентов).

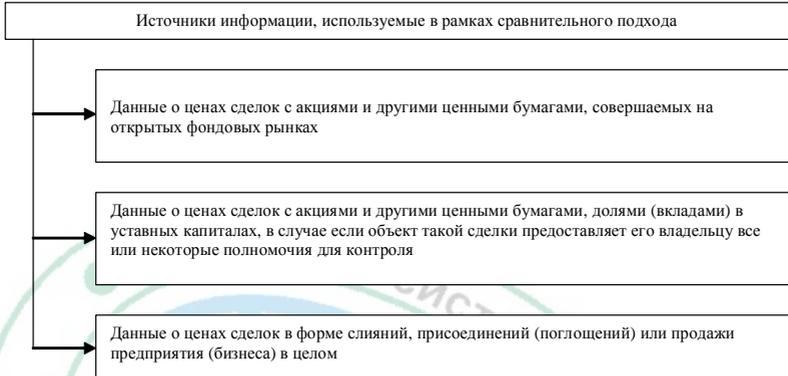


Рис. 4. Источники информации, используемые в рамках сравнительного подхода

Метод рынка капитала используется при наличии данных о ценах сделок, ценах предложений и спроса на миноритарные доли объектов-аналогов; метод сделок – при наличии данных о ценах сделок, ценах предложений и спроса на мажоритарные доли объектов-аналогов; метод мультипликаторов (отраслевых коэффициентов) – при наличии данных о ценах сделок, ценах предложений и спроса на предприятие в целом, на миноритарные или мажоритарные доли.

Преимущества и недостатки рыночных методов оценки стоимости предприятий (бизнеса) представлены в таблице.

Из анализа достоинств и недостатков всех вышеуказанных оценок можно сделать вывод, что ни один из рассмотренных подходов не может быть использован в качестве базового. При этом последние могут давать различные, порой противоположные, результаты оценок и представлять интересы различных сторон (например, владельцев и потенциальных инвесторов), что приводит к необходимости согласования оценок и поиску компромиссного результата. Это обуславливает целесообразность оценки рыночной стоимости предприятий одновременно с позиций трех подходов. Другими словами, необходима процедура интеграции оценок. Поэтому окончательная оценка стоимости предприятия (бизнеса) –  $V$  – может быть определена по следующей формуле:

$$V = \sum_{i=1}^n V_i Z_i, \quad (2)$$

где  $V$  – оценка стоимости предприятия (бизнеса)  $i$ -м методом (все применимые методы оценки произвольно нумеруются);

$n$  – множество применимых в данном случае методов оценки;

$Z_i$  – весовой коэффициент  $i$ -го метода.

Таблица. Сравнительный анализ рыночных методов оценки стоимости предприятия

<i>Метод</i>	<i>Преимущества</i>	<i>Недостатки</i>
Затратный	<p>Учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов.</p> <p>Дает оценку уровня развития технологии с учетом степени износа активов.</p> <p>Обоснованность результатов, так как расчеты базируются на финансовых и учетных документах.</p> <p>Учитывает будущие изменения доходов, расходов.</p> <p>Учитывает уровень риска (через ставку дисконта).</p> <p>Учитывает интересы инвестора.</p>	<p>Отражает прошлую стоимость.</p> <p>Не учитывает рыночную ситуацию на дату оценки.</p> <p>Не учитывает перспективы развития предприятия.</p> <p>Стапичен.</p> <p>Не учитывает риски.</p> <p>Отсутствуют связи с настоящими и будущими результатами деятельности предприятия.</p>
Доходный	<p>Учитывает будущие изменения доходов, расходов.</p> <p>Учитывает уровень риска (через ставку дисконта).</p> <p>Учитывает интересы инвестора.</p>	<p>Сложность прогнозирования будущих результатов и затрат.</p> <p>Возможно несколько норм доходности, что затрудняет принятие решения.</p> <p>Не учитывает конъюнктуру рынка.</p> <p>Трудоемкость расчетов.</p>
Сравнительный	<p>Базируется на реальных рыночных данных.</p> <p>Отражает существующую практику продаж и покупок.</p> <p>Учитывает влияние отраслевых (региональных) факторов на цену акций предприятия.</p>	<p>Недостаточно четко характеризует особенности организационной, технической, финансовой подготовки предприятия.</p> <p>В расчет принимается только ретроспективная информация.</p> <p>Требует внесения множества поправок в анализируемую информацию.</p> <p>Не принимает во внимание будущие ожидания инвесторов.</p>

Не подлежат теоретическому объяснению установленные законодательством требования, согласно которым рыночный метод оценки стоимости имущества не может быть применен при передаче предприятий в аренду и доверительное управление. Это является одной из ключевых проблем в развитии рассматриваемых процессов на современном этапе.

## Заключение

Определение стоимости предприятий как имущественных комплексов (бизнеса) проводится в целях: продажи конкретному покупателю; внесения в уставные фонды юридических лиц в виде неденежных вкладов; продажи на торгах (аукционе, по конкурсу), включая продажу имущества в процедуре банкротства; залога для получения кредита; передачи полностью или частично имущественных прав на объект оценки; разрешения имущественных споров; возмещения ущерба; реализации управленческих решений.

Для целей оценки предприятий как имущественных комплексов (бизнеса) выделяются следующие объекты оценки: предприятие как объект прав; предприятие как имущественный комплекс; коммерческая организация; доля в уставном фонде юридического лица; акция; пакет акций; часть предприятия. При оценке объектов используются следующие виды стоимости: балансовая стоимость предприятия; оценочная стоимость предприятия; скорректированная балансовая стоимость предприятия. Исследования, проведенные применительно к сельскохозяйственным организациям Министерства сельского хозяйства и продовольствия Республики Беларусь, показывают, что с 2005 по 2008 г. балансовая стоимость предприятий увеличилась на 70% и составила 12,2 млрд долл. США, оценочная стоимость – соответственно 57% и 11,7 млрд долл. США, скорректированная балансовая стоимость – 58% и 10,4 млрд долл., что на 1,8 млрд долл. ниже балансовой стоимости.

Стоимость предприятия, пакета акций, части предприятия, доли в уставном фонде может определяться: методом балансового накопления активов; методом пересчета валютной стоимости; рыночным методом. Рыночный метод предполагает применение одного или нескольких методов оценки: затратного, доходного, сравнительного.

Сравнительный анализ рыночных методов оценки предприятий, предусмотренный действующими в Республике Беларусь стандартами, свидетельствует о том, что каждый из методов имеет положительные и отрицательные стороны и может давать различные, порой противоположные, результаты оценок, что приводит к необходимости оценок и поиску компромиссного результата. Это обуславливает целесо-

образность оценки рыночной стоимости предприятий одновременно с позиций трех подходов (затратный, доходный и сравнительный) с использованием весовых коэффициентов.

### ***Список использованных источников***

1. Бычков, Н. А. Методология оценки и продажи предприятия как имущественного комплекса / Н. А. Бычков // Научные принципы регулирования развития АПК: предложения и механизмы. – Минск: Ин-т аграрной экономики НАН Беларуси, 2005. – С. 110–123.

2. Бычков, Н. А., Оценка стоимости предприятия с использованием интегрального критерия полезности / Н. А. Бычков, С. И. Володько // Экономические вопросы развития сельского хозяйства Беларуси: межвед. темат. сб. – Минск: Ин-т экономики НАН Беларуси – Центр аграрной экономики, 2006. – Вып. 34. – С. 117–124.

3. Комплексная (интегральная) оценка стоимости предприятия как имущественного комплекса / Реорганизация сельскохозяйственных организаций с учетом передового опыта хозяйствования юридических лиц – инвесторов: науч.- практ. пособие / Под ред. В. Г. Гусакова. – Минск: Ин-т экономики НАН Беларуси – Центр аграрной экономики, 2006. – С. 91–104.

4. Оценка предприятий как имущественных комплексов (бизнеса) / Государственный стандарт Республики Беларусь СТБ 52.1.01–2007 // Эталонный банк данных правовой информации Республики Беларусь. – Минск. – Режим доступа: <http://www.pravo.by>.

5. Оценка стоимости объектов гражданских прав / Государственный стандарт Республики Беларусь СТБ 52.0.01–2007 // Эталонный банк данных правовой информации Республики Беларусь. – Минск. – Режим доступа: <http://www.pravo.by>.

*Дата поступления статьи – 1 февраля 2010 г.*