Сергей Губенко Фик -402 Губенко С.

Срс1.Классификация имущества. Методологические основы оценки

«Виды оценки имущества. Подходы и методы оценки имущества»

|  |  |
| --- | --- |
| Подходы | Методы оценки |
| Доходный | **Капитализации (капитальных активов)**  Применение метода капитализации прибыли включает следующие этапы:  анализ финансовой отчетности;  выбор капитализируемого объекта прибыли;  расчет обоснованной ставки капитализации;  вычисление предварительной стоимости предприятия;  внесение поправок на наличие неработающих активов;  проведение поправок на контрольный или неконтрольный характер оцениваемой доли, а также на недостаток ликвидности.  **Дисконтирования денежных потоков**  базируется на том, что потенциальный инвестор не заплатит за предприятие сумму выше, чем текущая стоимость будущих доходов. Собственник не продает свое предприятие по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых денежных потоков. В результате переговоров стороны неизбежно придут к соглашению о рыночной цене предмета купли-продажи, равной текущей стоимости будущих доходов.   Данный метод оценки считают наиболее предпочтительным с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий денежные средства в действующее предприятие, в итоге получает не набор активов, а поток будущих доходов, который дает возможность окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние. |
| Рыночный (сравнительный) | **Рынка капитала (валового рентного мультипликатора)**  Метод фирмы-аналога (рынка капитала) базируется на применении цен, сложившихся на фондовом рынке. Следовательно, базой для сравнения является индивидуальная цена акции открытого акционерного общества. Инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), вправе вложить свои денежные средства в аналогичные компании либо в оцениваемое предприятие. Поэтому данные об акционерном обществе, акции которого находятся в свободной продаже на первичном или вторичном фондовом рынке, могут служить ориентиром для определения стоимости оцениваемой компании.  **Сделок**  Метод сделок (продаж) ориентирован на цены приобретения предприятия в целом либо контрольного пакета акций. Это определяет сферу применения данного метода: оценка стоимости предприятия или контрольного пакета акций.   Метод сделок (сравнения продаж) включает два основных этапа:  выбор объектов недвижимости — аналогов (не менее 3-5 сопоставимых продаж);  оценку поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости.  Оценка поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости осуществляются по двум компонентам:  единицам сравнения;  элементам сравнения.  **Отраслевых коэффициентов**  Метод отраслевых коэффициентов базируется на использовании установленных соотношений между ценой объекта и специально выбранными финансовыми показателями. Отраслевые коэффициенты обычно определяют на основе длительных статистических наблюдений за ценами продаж предприятий. В результате разрабатываются простые формулы вычисления стоимости оцениваемых типовых предприятий (объектов). |
| Затратный (имущественный) | **Накопления активов**  предполагает оценку рыночной стоимости предприятия по рыночной стоимости его имущества, очищенной от стоимости задолженности предприятия (т. е. по стоимости капитала бизнеса в экономической интерпретации). При этом в расчете участвуют не только активы, отраженные на балансе предприятия, но и прочие виды имеющих стоимостную оценку активов, находящиеся в ее собственности либо распоряжении. Этим метод накопления активов отличается от метода чистых активов, учитывающего только балансовые активы  **Чистых активов**  может быть разновидностью метода накопления активов (если за исходную информационную базу оценки принимаются активы, отраженные на балансе предприятия). Рыночная стоимость предприятия (имущественного комплекта бизнеса) методом чистых активов определяется как разность между суммами рыночных стоимостей всех активов предприятия и его обязательств. Предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, их разностью определяется оценочная стоимость собственного капитала предприятия (чистых активов).  **Стоимости замещения**  ориентирован только на оценку материальных активов и приемлем для капиталоемких предприятий. Стоимость предприятия оценивают исходя из затрат на полное замещение его активов, сохраняя при этом хозяйственный профиль предприятия. Расчет стоимости замещения заключается в определении текущей удельной или полной стоимости предприятия-аналога, базирующейся на определении текущих затрат на строительство современного предприятия, аналогичного оцениваемому.  **Восстановительной стоимости**  используется для расчета всех затрат, необходимых для создания точной копии оцениваемого предприятия. Он учитывает также стоимость нематериальных активов.  **Расчета ликвидационной стоимости предприятия**  основан на рыночных ценах, но не с точки зрения покупки активов, а с точки зрения их быстрой реализации. Позволяет оценить нижний уровень стоимости предприятия. Для расчета ликвидационной стоимости предприятия необходимо определить и суммировать ликвидационную стоимость его накопленных активов (срочная продажа), вычитая из полученной суммы балансовую стоимость подлежащих срочному погашению обязательств и затраты на его ликвидацию.  **Расчета стоимости компании с ликвидируемым бизнесом**  является модификацией метода накопления активов. Устанавливая стоимость предприятия с ликвидируемыми активами, нужно оценивать и суммировать рыночную стоимость накопленных активов (дебиторская задолженность дисконтируется в пределах срока свертывания бизнеса) за вычетом дисконтированной в пределах данного срока свертывания бизнеса задолженности.  **Отраслевых коэффициентов**  базируется на использовании установленных соотношений между ценой объекта и специально выбранными финансовыми показателями. Отраслевые коэффициенты обычно определяют на основе длительных статистических наблюдений за ценами продаж предприятий.  **Чистых активов**  включает несколько этапов:  оценивают недвижимое имущество предприятия по обоснованной рыночной стоимости;  устанавливают достоверную рыночную стоимость машин и оборудования;  выделяют и оценивают нематериальные активы;  вычисляют рыночную стоимость финансовых активов: долгосрочных и краткосрочных;  материально-производственные запасы оценивают по текущей стоимости;  оценивают дебиторскую задолженность с позиции реальности ее погашения;  оценивают расходы будущих периодов;  обязательства предприятия пересчитывают в текущую стоимость;  устанавливают стоимость собственного капитала посредством вычитания из обоснованной рыночной стоимости активов текущей стоимости обязательств. |

2.Принципы оценки стоимости

роль принципа наилучшего и наиболее эффективного использования в оценке объекта.

Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования объекта недвижимости – это синтез принципов всех трех групп, которые были рассмотрены выше. Он позволяет оценщику выявить из возможных вариантов использования объекта недвижимости наилучший и наиболее доходный вариант и именно его использовать для оценки. Этот принцип предусматривает оценку участка земли, так, как если бы он был свободный (т.е. при оценке объекта речь идет в первую очередь о наибольшей доходности земельного участка, затем уже о доходности всего объекта недвижимости). При этом учитываются только те варианты использования объектов недвижимости, которые:  
- во-первых, соответствуют юридическим нормам;   
- во-вторых, реализация которых возможна физически;   
- в-третьих, осуществимы финансово;  
- в-четвертых, обеспечивают наивысшую стоимость объекта недвижимости (экономическая эффективность).   
Выбирается вариант использования, при котором за объект может быть заплачена наибольшая цена. Если участок свободен от строений, то исходя из наиболее эффективного варианта использования земельного участка оценщик определяет, какой объект необходимо построить. Если строение на участке имеется, то оценщик определяет, увеличивать ли стоимость участка на величину стоимости данного строения или уменьшить на величину затрат по сносу данного строения при выбранном варианте использования земельного участка.   
«Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования» является концептуальной моделью для анализа различных факторов, влияющих на стоимость объекта недвижимости. Эта модель рассматривает важные факторы физического, юридического, социального и экономического характера, которые влияют на стоимость недвижимости, т.е. является как бы связующим звеном между всеми оценочными принципами. Лучшее и наиболее эффективное использование определяется как наиболее вероятное и рентабельное на момент оценки. Это такое использование участка земли и расположенных на нем строений, которое обеспечит наиболее высокую отдачу сегодня или в ближайшем будущем. Анализ распадается на две части: оптимальное использование вакантного участка земли и оптимальное использование участка со строениями.   
Анализ свободного участка производится для того, чтобы определить наиболее рентабельный вариант его использования, не замыкаясь на существующем. Оценщик должен принять во внимание срок предполагаемого использования, реакцию непосредственного окружения, а также вклад производственных улучшений, если таковые имеются. Рамки анализа должны ограничиваться допускаемыми законом вариантами использования, а также учитывать физически допустимые возможности. Имеют значение также зональные ограничения и ограничения правомочий владельца, которые следует принимать во внимание.   
С течением времени представление об оптимальном использовании может изменяться ввиду произошедших перемен. Здание мотеля, расположенное на оживленной трассе, может потребовать перепрофилирования, если новое шоссе республиканского значения проложено в стороне от него. Закрывшиеся станции технического обслуживания могут использоваться как предприятия питания. Фермерские участки могут быть более эффективно использованы как зоны отдыха или частный аэропорт, чем ферма.

3.Основные подходы и методы в оценке рыночной стоимости имущества предприятия

Алгоритм анализа наилучшего и наиболее эффективного использования, применение методов оценки, согласование результатов, составление отчета об оценке.

При определении рыночной стоимости объекта оценки моделируется поведение типичного покупателя и типичного продавца, каждый из которых озабочен возможностью получения предельно высокой выгоды от сделки с этим объектом .Максимально высокая выгода ассоциируется: у продавца - с максимально высокой ценой сделки, у покупателя – с максимально высокой доходностью объекта после его приобретения. В связи с этим принцип наилучшего и наиболее эффективного использования (ННЭИ) объекта оценки считается ключевым и необходимость учета его в процедурах оценки не подвергается сомнению.

Прежде всего, обратим внимание на то, что при оценке социально значимых объектов (недвижимость, предприятия) необходимо обеспечить выполнение условия приемлемости рассматриваемых вариантов использования для общества в целом (применяется критерий «наилучшего» использования, не предполагающий количественной характеристики результата). Из социально приемлемых вариантов далее выбирается вариант «наиболее эффективный» – максимально доходный (применяется критерий, обосновывающий не только выбор функции, но также и количественную характеристику результата выбора). Для недвижимости это означает, например, что выбор торговой функции, допускаемой правилами зонирования и потребностями социума, в качестве наилучшей, должен быть поддержан выбором типа (категории) заведения, размера и характера планировки здания, продуктовой гаммы и пула арендаторов, обеспечивающих наибольшую эффективность (доходность) этой функции. В связи с этим целесообразно оставить в пользовании предложенное американцами словосочетание «наилучшее и наиболее эффективное использование» (далее ННЭИ). Однако при этом вместо фразы «анализ наилучшего и наиболее эффективного использования…», появившейся после «буквального» перевода американского «highest and best use analysis», следует писать «анализ с целью выбора варианта …» или проще – выбор варианта наилучшего и наиболее эффективного использования объекта оценки (анализируются разнообразные варианты, из которых выбирается наилучший).

Заметим, что принцип ННЭИ признается (не только американскими, но также международными, европейскими и отечественными стандартами) в качестве основополагающего для определения понятия рыночной стоимости объекта недвижимости. Однако следует иметь в виду необходимость применения этого принципа и при определении рыночной стоимости бизнеса. Здесь алгоритм выбора варианта ННЭИ реализуется в полном объеме, если оценивается контрольный (и 100%) пакет акций (с ориентацией на предпочтения рынка и потенциальных покупателей), и частично – при оценке миноритарного пакета (учитываются лишь все намерения совета директоров и менеджмента компании – в том числе намерения, принятые по предложению оценщика). Отметим встречавшиеся в практике оценки бизнеса потенциально положительные последствия:

* диверсификации продуктов бизнеса и рынков сбыта (планирование производства новых видов и улучшения параметров производимых товаров и услуг, намерение выхода на новые территориальные и продуктовые сегменты рынков),
* развития факторов производства (создание новых строений, обновление оборудования, развитие персонала),
* организационных и технологических инноваций (намечаемые преобразования в системе управления, потенциально перспективное внедрение новых технологий),
* реструктуризации бизнеса (возможности слияния, поглощения, разделения компаний, образования холдинга, преобразования подразделений в самостоятельные предприятия, создание филиалов и дочерних компаний).

Укажем для примера оказавшиеся существенными для результатов оценки бизнеса (с увеличением стоимости объекта оценки):

* запланированные менеджментом и учтенные оценщиками изменения ассортимента продукции хлебобулочного комбината, кирпичного завода, деревообрабатывающего предприятия;
* предложенное оценщиком и принятое менеджментом уплотнение производственных подразделений небольшого предприятия - с выделением помещений для сдачи в аренду (с целью получения дополнительных доходов);
* реализованное менеджментом крупного предприятия высвобождение части (около 30%) помещений для сдачи в аренду;
* предложенное оценщиком и принятое менеджментом изменение штатного расписания сотрудников небольшого предприятия;
* планируемое менеджментом и учтенное оценщиком строительство нового складского здания в составе логистического комплекса;
* предложенное оценщиком сопоставление вариантов технического переоснащения предприятия с использованием заемных средств или лизинга;
* разделение крупного предприятия на два (одно - владелец основных средств – «домохозяйство», второе - производственный коллектив – «фирма», арендующая основные средства у «домохозяйства»).

Определяя рыночную стоимость земельного участка, свободного или как бы свободного от улучшений (в составе объекта недвижимости), оценщик анализирует возможные варианты его использования с учетом принципов:

* баланса (набор и совокупность функций гармонизируются с потребностями социума),
* экономического разделения (исследуется зависимость эффективности использования участка при пространственном и временном делении этого использования),
* экономического размера (возможно увеличение стоимости каждого участка при соединении нескольких участков или увеличение стоимости оцениваемого участка при включении в проект соседнего участка),
* возрастающей и уменьшающейся отдачи (зависимость стоимости земельного участка от высоты здания имеет максимум – свой для каждой функции),
* конкуренции (собственники соседних участков земли могут планировать реализацию одинаковых функций).

Набор функций, рассматриваемых для реализации на земельном участке (свободном или как бы свободном), невелик: офисная, торговая, гостиничная, жилая, производственная, складская. Параметры зданий под каждую функцию варьируются в соответствии с указанными принципами и градостроительными ограничениями. При этом анализ для земельного участка как бы свободного обязателен независимо от реальной возможности или целесообразности сноса улучшений: в затратном подходе к оценке единого объекта рыночная стоимость земельного участка определяется в варианте ННЭИ для как бы свободного участка, а разница между величинами стоимости этого участка в варианте ННЭИ и в текущем использовании рассматривается как внешнее устаревание улучшений, которые не в полной мере соответствуют современным предпочтениям рынка (см. [3]).

При выборе варианта ННЭИ участка с имеющимися улучшениями количество функций, потенциально полезных к использованию на объекте, гораздо больше, чем при анализе вариантов использования земли. Последнее объясняется тем, что при выборе варианта ННЭИ единого объекта могут рассматриваться многочисленные комбинации функций в разных помещениях существующего строения, а также в потенциально полезных и планируемых к созданию пристройках и надстройках.

Как известно, выбор варианта ННЭИ из полного набора функций сначала для земельного участка, а затем и для участка с улучшениями осуществляется в четыре этапа. На первом этапе из указанного набора выделяются функции, имеющие юридические противопоказания трех уровней:

* запрещенные законами или подзаконными актами, опирающимися на законы (эти функции далее исключаются из рассмотрения),
* противоречащие распоряжениям органов исполнительной власти, не опирающимся на законы (по этим функциям исследуется возможность преодоления запретов - с экономическим обоснованием для исполнительной власти поселения предпочтительности нового варианта использования земли и улучшений и с оценкой дополнительных затрат для собственника объекта оценки),
* потенциально способные вызвать сопротивление общественности (изучается возможность преодоления протестов – с оценкой затрат на производство «компенсационных» благ для населения).

Возможность преодоления запретов и протестов изучается с участием юристов заказчика или консультантов и в большинстве случаев успешно прогнозируется - с оценкой вероятности положительного решения и размеров дополнительных затрат (все с учетом рисков и, конечно, при поддержке этих действий заинтересованным заказчиком оценки).

На втором этапе анализа из оставшегося списка выбираются функции, реализация которых может быть затруднена из-за ограниченных возможностей участка и улучшений (мал размер участка, имеются проблемы геологического характера или неровности рельефа, малы размеры помещений, …). Из дальнейшего рассмотрения исключаются функции, реализация которых окажется невозможной из-за непреодолимых трудностей устранения недостатков, но остаются для анализа (с учетом рисков) функции, реализация которых возможна за счет дополнительных затрат (размеры земельного участка можно увеличить, приобретая недостающую часть площади у соседа, неровности рельефа можно исправить, привлекая профильных подрядчиков,…).

На третьем этапе анализа исключаются те из оставшихся функций, реализация которых не может обеспечить полный возврат вложенного капитала и доход на капитал с нормой, равной безрисковой ставке Yrf (для дальнейшего анализа оставляются только те функции, реализация которых оказывается экономически целесообразной, т.е. при норме отдачи, равной Yrf, выполняется условие NPV>0). На этом этапе дополнительно проверяется финансовая осуществимость оставшихся функций: из перечня последних исключаются функции, под реализацию которых точно не удастся получить заемные средства на приемлемых условиях (из существования феномена финансового левереджа следует нецелесообразность приобретения или создания объекта недвижимости без привлечения заемных средств при ставке процента по кредиту, меньшей общей нормы отдачи на капитал).

Наконец, на четвертом этапе анализа из оставшегося перечня оставляются функции, реализация которых (за вычетом всех дополнительных затрат, упоминавшихся выше) обеспечивает наивысшую доходность проекта и максимальную стоимость объекта - при приемлемом уровне надежности прогнозируемого результата. Последнее означает, что при окончательном выборе варианта ННЭИ текущая стоимость будущих доходов должна рассчитываться с учетом рисков не только в нормах отдачи на капитал (своих для каждой из функций), но и в сценариях развития проекта, особенности которых не учитываются премиями за риски в структуре ставок дисконтирования (риски, связанные с преодолением запретов и протестов, с реализацией проектов устранения физических недостатков объекта, с обеспечением надежности источников финансирования). Окончательное решение о выборе варианта ННЭИ обосновывается и принимается оценщиком (об условии предварительного получения на это согласия заказчика оценки не может быть и речи). При этом оценщик опирается на критерии – свои для условий неопределенности (с учетом показателей опасности - при отсутствии информации о вероятностях сценариев) и для условий риска (с учетом показателей важности, если имеется возможность оценить вероятности сценариев).

В простейшем варианте анализа рассматриваются оптимистический, вероятный и пессимистический сценарии развития проекта - с экспертной оценкой вероятностей этих сценариев, с определением ожидаемого значения NPV и доверительного интервала (стандартного отклонения) для него. В качестве ННЭИ выбирается вариант, для которого величина NPV максимальна при минимальном (или сравнимом с другими вариантами) доверительном интервале (стандартном отклонении). В отсутствии возможностей оценки вероятностей этих сценариев выбор варианта осуществляется с использованием критериев Вальда и Сэвиджа ,или методов имитационного моделирования – теперь уже на базе только оптимистического и пессимистического сценариев .