

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
**«БЕЛГОРОДСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ  
ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»**  
( **Н И У « Б е л Г У »** )

**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ  
КАФЕДРА ФИНАНСОВ, ИНВЕСТИЦИЙ И ИННОВАЦИЙ**

**ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ МЕТОДЫ И ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ  
БИЗНЕСА, ИХ АПРОБАЦИЯ И СОВРЕШНСВТВОВАНИЕ В СООТВЕТСТВИИ С  
СОВРЕМЕННЫМ ОПЫТОМ**

**Магистерская диссертация  
обучающейся по направлению подготовки 38.04.08 Финансы и кредит  
магистерская программа Корпоративные финансы  
заочной формы обучения, группы 06001578**

**Соловьевой Галины Валерьевны**

Научный руководитель  
д.э.н., профессор  
Веретенникова И.И.

Рецензент  
Генеральный директор ЗАО Велта

Щекин В.А.

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	
1.1. Оценка стоимости бизнеса. основные цели и понятия.....	6
1.2. Подходы и методы к оценке стоимости бизнеса.....	19
1.3. Концепция управления стоимостью предприятие: содержание им практические применение.....	30
ГЛАВА 2. АПРОБАЦИЯ МЕТОДОВ И ПОДХОДОВ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА НА ПРИМЕРЕ ЗАО «ВЕЛТА – 2».....	39
2.1. Анализ основных показателей деятельности ЗАО «Велта-2»	49
2.2. Оценка стоимости ЗАО «Велта-2» затратным и сравнительным подходами.....	59
ГЛАВА 3. НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В СООТВЕТСТВИИ С СОВРЕМЕННЫМ ОПЫТОМ.....	
3.1. Современные подходы к оценке стоимости бизнеса.....	68
3.2. Учет гудвила в оценке бизнеса как инновационный источник создания стоимости	73
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	82
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	87
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	94



## ВВЕДЕНИЕ

По мере того как в нашей стране появляются независимые собственники предприятий и фирм, все острее становится потребность в определении рыночной стоимости их капитала. Поэтому оценка бизнеса с каждым годом становится более актуальной, т.к. в условиях рынка невозможно эффективно руководить любой компанией без реальной оценки бизнеса. Оценка стоимости предприятия выступает универсальным показателем эффективности любых управленческих стратегий. При покупке-продаже имущества, при оценке интеллектуальной собственности, при переоценке основных фондов, при осуществлении амортизационной политики и при большинстве других рыночных действий реальная оценка объективно необходима. Без профессиональной оценки невозможно, в частности, цивилизованное становление рынка недвижимости.

Управление стоимостью компании на сегодняшний день является одним из приоритетных направлений менеджмента организации. Предшествующая процессу принятия решений об управлении стоимостью стадия связана с оценкой текущей стоимости компании, которая в России, как правило, проводится тремя основными подходами: сравнительным, доходным и затратным.

**Актуальность темы исследования** обусловлена тем, что на сегодняшний день оценка стоимости бизнеса является неотъемлемым компонентом современных рыночных отношений. Данный инструмент корпоративного управления решает такие стратегические задачи как построение комплексного анализа эффективности управления, разработка модели изменения компании посредством мониторинга ее стоимости. Менеджмент, направленный на условия повышения стоимости, обязан точно знать сколько стоит сегодня вверенный ему бизнес. Вопросы, связанные с оценкой предприятия имеют, безусловно, практическую значимость.

**Степень научной разработанности** данной работы подтверждается исследованиями российских авторов, таких как: Грязнова А.Г., Федотова Н.А., Щербаков В.А., Щербакова Н.А., Валдайцев С. В. Существует утверждение, что в России тема стоимости компании недостаточно хорошо изучена. В данной работе будут рассмотрены и российские, и зарубежные методы оценки. Существуют издания, которые являются базовыми для всех, кто стремится овладеть техникой оценки компании. Их авторы - Асват Дамодаран, Том Коупленд, Тим Колер, Джек Муррин и другие. Также в работе учтены авторские статьи магистранта Соловьевой Г.В. на тему «Восприимчивость предприятия к эффективному коммерческому использованию новшеств» и «Особенности оценки стоимости бизнеса в условиях кризиса».

**Цель** работы состоит в исследовании теоретических аспектов и разработка практических рекомендаций по проведению оценки стоимости компании и выявлению основных направлений управления ею.

В соответствии с поставленной целью можно выделить следующие **задачи**:

- рассмотреть теоретические аспекты проведения оценки стоимости компании различными методами, методику управления стоимостью компании;
- проанализировать основные показатели деятельности компании ЗАО «Велта-2», рассчитать основные технико-экономические и финансовые показатели ее деятельности, сделать соответствующие выводы;
- провести оценку стоимости ЗАО «Велта-2» с использованием различных подходов, выявить основные направления увеличения ее стоимости;
- рассмотреть новые методы оценки, раскрыть их основные понятия.

На основании поставленной цели и задач можно определить **объект** исследования, а именно несовершенство традиционных подходов к оценке бизнеса, а процесс проведения вычислений и выявления направлений в управлении ее стоимости – как **предмет** исследования данной работы.

**Теоретическая база** была применена, основываясь на трудах классиков экономической науки, а также были рассмотрены работы современных зарубежных и отечественных ученых, специалистов и практиков в области менеджмента и финансов.

**Информационную основу** исследования составили законодательные акты, нормативные документы, учебная литература по теме исследования.

К общеэкономическим **методам** исследования можно отнести аналитический и расчетно-конструктивный.

Научная **новизна** исследования заключается в теоретическом обосновании и практической разработке методов оценки стоимости бизнеса в инструментах финансового менеджмента. Существенные результаты, содержащие научную новизну, состоят в следующем:

- выявлена сущность и взаимосвязь управления стоимостью компании со стратегическим управлением предприятием;
- определены недостатки традиционных методов в условиях изменяющейся внешней среды;
- обусловлена целесообразность использования расчета гудвила для отражения полной оценки стоимости бизнеса;
- рассмотрен метод реальных опционов, как инструмент получения более объективных результатов оценки бизнеса.

**Структура** работы включает в себя введение, три последовательно изложенные главы, заключение, список использованной литературы и приложения.

# ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

## 1.1. Оценка стоимости бизнеса. Основные цели и понятия

На сегодняшний день существует множество определений оценки стоимости какого-либо объекта, каждое из которых отражает данное понятие с той или иной стороны, некоторые из них представлены ниже.

Грязнова А. Г. раскрывает понятие «оценка стоимости», как конечный результат оценочного исследования; стоимость бизнеса (компания, имущества и т.п.), рассчитанная оценщиком[15, с.119].

В ГК под оценочной деятельностью понимается «профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной, кадастровой или иной стоимости». [2]

Таким образом, можно сделать вывод, что оценка стоимости представляет собой профессиональную деятельность субъектов, непосредственно связанную с определением какого-либо вида стоимости объекта.

Федеральный закон от 29 июля 1998 г. N 135-ФЗ "Об оценочной деятельности в Российской Федерации", принятый Государственной Думой 16 июля 1998 года в настоящее время применяется с учетом положений Федерального закона от 29 июля 2017 г. N 274 - ФЗ. Данный закон регулирует отношения, которые возникают между оценщиком, лицом непосредственно осуществляющим оценку того или иного объекта, и заказчиком, которому, в свою очередь, интересны результаты этой оценки. [1]

В качестве оценщиков, в соответствии с требованиями Федерального закона, признаются физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций оценщиков и застраховавшие свою ответственность. Оценщик может осуществлять оценочную деятельность

самостоятельно, занимаясь частной практикой, а также на основании трудового договора между оценщиком и юридическим лицом, которое соответствует условиям, установленным статьей 15.1 Федерального закона.

К ним можно отнести:

- органы исполнительной власти Российской Федерации, субъектов Российской Федерации, муниципальных образований;
- оценщиков, которые ведут индивидуальную предпринимательскую деятельность, либо являются юридическими лицами;
- профессиональные объединения оценщиков;
- физических и юридических лиц (заказчики), заключивших договор в письменной форме с профессиональным оценщиком, с целью оценки того или иного объекта;
- физических и юридических лиц, органов государственной власти, которые используют результаты оценки, т.е. информацию в отчете об оценке того или иного объекта. [1]

Органы власти Российской Федерации в данном случае играют в большей степени нормотворческую и контролирующую функцию, определяя и принимая необходимые правовые нормы и документы, которые, в свою очередь, регулируют оценочную деятельность. Помимо этого, органы исполнительной власти Российской Федерации осуществляют контроль за соблюдением соответствующих предписаний, а так же, в целях создания как можно более приближенной к рыночным реалиям системы норм и правил, сами принимают участие в процессе нормотворчества оценщиков [24, с. 57].

Профессиональные объединения оценщиков представляют собой добровольное объединение лиц, участников рынка оценочных услуг, в целях обеспечения защиты профессиональных интересов оценщиков – членов данного объединения, а так же создания для них благоприятных условий при осуществлении ими своей профессиональной деятельности. Так же одной из целей объединения является создание перечня нормативных документов,

регулирующих деятельность оценщиков, правил осуществления оценки того или иного объекта, контроль за деятельностью своих членов. Создание профессиональных объединений оценщиков необходимо для формирования эффективного рынка оценочных услуг и регулирования деятельности его участников. На сегодняшний день в Российской Федерации можно выделить несколько основных профессиональных объединений оценщиков:

Общероссийская общественная организация «Российское общество оценщиков» - саморегулируемая организация оценщиков, внесена Федеральной службой государственной регистрации, кадастра и картографии в Единый государственный реестр саморегулируемых организаций оценщиков 09 июля 2007 года за № 0003. Российское общество оценщиков - первое и самое большое в России профессиональное объединение специалистов в области оценки - было основано 5 марта 1993 года. [1]

НП "Российское общество профессиональных оценщиков и управляющих недвижимостью - сервейеров" - создано в 2002 году. Компания является общественной организацией специалистов по недвижимости, осуществляющей свою деятельность непосредственно на рынке услуг по оценке недвижимости.

Саморегулируемая организация оценщиков некоммерческое партнерство «Сообщество специалистов-оценщиков «СМАО» - крупнейшее профессиональное объединение российских оценщиков, основной функцией которого является обеспечение и контроль качества проводимых членами Ассоциации оценочных работ. На российском рынке оценки СМАО представлено двумя ассоциациями: НП "Саморегулируемая межрегиональная ассоциация оценщиков" (НП "СМАО") - объединение юридических лиц и НП "Саморегулируемая межрегиональная ассоциация специалистов-оценщиков" - объединение физических лиц (специалистов-оценщиков и индивидуальных предпринимателей). На сегодняшний день СМАО объединяет более 1000 оценочных компаний и более 1500 индивидуальных предпринимателей и специалистов-оценщиков из 69 регионов России и занимает лидирующие позиции среди других профессиональных объединений оценщиков. [1]

Таким образом, можно сказать, что данные объединения своей деятельностью регулируют рынок оценочных услуг, а так же его участников, обеспечивая выполнение профессиональных услуг оценщиков в соответствии с принятыми в объединении правилами оценки, а так же защищая права и свободы лиц - членов объединения.

Заказчики оценки, а так же пользователи информации, предоставляемой в результате оценки, являются потребителями оценки. Можно сказать, что потребителем оценки может выступать любой участник оценочной деятельности, будь это физическое лицо, или же органы власти. Однако очень часто возникает ситуация, когда интересы заказчика оценки и других потребителей ее результатов не совпадают. Наиболее ярким примером этой проблемы является проведение оценки объекта с целью определения базы для его налогообложения. Так, в этом случае заказчиком выступает предприятие - налогоплательщик, а потребителем результатов оценки - налоговые органы. Не трудно догадаться, что цели и интересы заказчика и потребителя, в данном случае, не совпадают.

При выполнении оценки того или иного объекта оценщик берет на себя ответственность за представленные в результатах своей деятельности данные, но при условии, что заказчик, в свою очередь, предоставляет достоверную и полную информацию об объекте оценки. [1]

Так же, говоря о заказчиках оценки, следует отметить, что ими могут выступать, как юридические и физические лица, ведущие предпринимательскую деятельность, так и физические лица, не имеющие статуса индивидуального предпринимателя.

Понятие «оценщик», включает в себя сразу два определения: в качестве оценщика может выступать как физическое лицо, имеющее лицензию на проведение соответствующей профессиональной деятельности, так и юридическое лицо, представляющее собой фирму (которая так же должна иметь соответствующую лицензию), оказывающую услуги по оценке [8, с. 52]. Как уже говорилось выше, все оценщики являются членами того или иного

профессионального объединения оценщиков, что дает им возможность осуществлять свою деятельность в соответствии с принятыми в объединении правилами, а так же гарантирует защиту прав и обеспечение благоприятной среды для их работы, при условии выполнения правил, указанных в регламенте объединения. В случае невыполнения имеющихся правил, или же серьезных нарушений, оценщик подлежит исключению из профессионального объединения с последующим лишением лицензии на осуществление профессионально оценочной деятельности.

Оценщики работают с заказчиками, которыми могут выступать органы государственной власти, предприятия, банки, различные организации, а так же граждане.

В своей деятельности оценщики руководствуются тремя основными принципами: правовым, профессиональным и этическим. Правовой принцип означает соблюдение оценщиком текущего законодательства страны, в которой он осуществляет свою деятельность, он руководствуется правовыми нормами различных видов права (гражданского, хозяйственного и т.д.). Профессиональный принцип представляет собой соблюдение профессиональных норм и правил, принятых профессиональным объединением оценщиков, к которому относится сам оценщик [14, с. 116]. Этический принцип так же связан с правилами принятыми в профессиональном объединении, и заключается с исполнением оценщиком правил и норм, установленных в Кодексе этики, принимаемом в объединении.

Оценщик, осуществляющий свою профессиональную деятельность на рынке оценочных услуг должен обладать следующими качествами:

а) Профессионализм. Проводящее оценочную деятельность лицо должно иметь лицензии об осуществлении данной деятельности, которая выдается в профессиональном объединении оценщиков. В ряде стран, включая и Российскую Федерацию, предусмотрено обязательное государственное лицензирование;

б) Личные качества. Оценщик, работающий на современном рынке услуг по оценке, может подвергаться давлению со стороны заинтересованных в результатах проводимой оценке лиц. По этой причине необходимо, чтобы оценщик был честным, объективным и беспристрастным, независимым в собственных суждениях и соблюдающим предписания законодательства своей страны гражданином;

в) Опыт работы. Чем больше опыт работы – тем более востребован оценщик, помимо этого опыт работы так же необходим для составления и подписания отчетов об оценке (что разрешено делать лишь лицам, имеющим два года практики);

г) Обязательность в выполнении условий заключенного с заказчиком договора [22, с. 158].

Таким образом, можно сделать вывод, что лишь при обладании данными качествами, а так же соблюдении основных принципов работы оценщик может вести свою профессиональную деятельность эффективно.

По мнению Грязновой А.Г. «объект оценки» – любой объект собственности в совокупности с правами, которыми наделен его владелец [15, с.86].

В соответствии с Федеральным законом от 29 июля 1998 г. N 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» к объектам оценки относятся:

- отдельные материальные объекты (вещи);
- совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия);
- права требования, обязательства (долги);
- работы, услуги, информация;

– иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте [1].

В случае оценки бизнеса объектами оценки может являться бизнес, предприятие, компания, фирма, банк, отдельные виды активов, как материальные, так и нематериальные.

Так как тема данной работы связана именно с оценкой бизнеса, то необходимо уделить внимание рассмотрению бизнеса и фирмы как объектов оценки. Прежде всего, бизнес - это конкретная деятельность, организованная в рамках определенной структуры и имеющая главной целью получение прибыли. Как правило, бизнес представляет собой компанию, либо предприятие, что является его экономико-организационной формой. Помимо этого, следует отметить, что владелец бизнеса имеет права распоряжения, пользования и владения данным видом имущества, следовательно, бизнес может выступать как объект сделки, что делает его товаром, со всеми присущими ему свойствами [27, с. 138]. Однако все эти свойства будут специфическими, так как бизнес представляет собой систему, состоящую из множества элементов, объединенных между собой различными видами связей.

Прежде всего, следует отметить, что бизнес - это инвестиционный товар. Такое определение означает, что денежные средства в данный объект, вкладываются с целью получения прибыли в дальнейшем. При этом велика вероятность риска, по этой причине размер ожидаемой прибыли не представляет собой какую-то конкретную величину, так же возможна ситуации и полного отсутствия прибыли. По этой причине прибыль носит вероятностный характер и только в случае, если предполагаемые доходы от вложения денежных средств в данный вид бизнеса на текущий момент будут больше издержек на его приобретение бизнес будет обладать инвестиционной привлекательностью.

Так как бизнес принимается за товар, то соответственно он обладает таким свойством как полезность. Полезность определяется потребителем и

напрямую зависит от его предпочтений и желаний, потребности потребителя в данном товаре. Однако следует учитывать, что потребность определяется как внутренними, так и внешними факторами, ее сущность, в данном случае двойственна. Так, если в обществе существует нестабильность – она может негативно повлиять на развитие бизнеса, так как потребность в нем не будет обеспечена в достаточной мере [5, с. 17]. С другой стороны неустойчивость самого бизнеса постепенно приведет к нестабильности в обществе, так как потребности потребителя не будут удовлетворены на желаемом им уровне. По этой причине необходимо регулировать процесс купли-продажи. Необходимость регулирования, как правило, обеспечивается государственным вмешательством, а именно регулированием процесса купли-продажи бизнеса, также в формировании рыночных цен на бизнес и его оценке [30, с.15]. В виду этого оценка бизнеса может производиться, как в целом, так и по частям и элементам. В данном случае в качестве товара выступает уже не сам бизнес, а его оцениваемые элементы, которые, в свою очередь, перевоплощаются в отдельную самостоятельную систему. Выше было указано, что организационно-экономическую форму существования бизнеса представляет собой предприятие, или же фирма, которая соответственно обладает всеми свойствами, присущими бизнесу. Однако при оценке предприятий необходимо учитывать и некоторые его специфические особенности, и отличительные черты [39 с.68]. Предприятием как объектом прав признается имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие можно представить как систему, это показано на рис. 1.1.

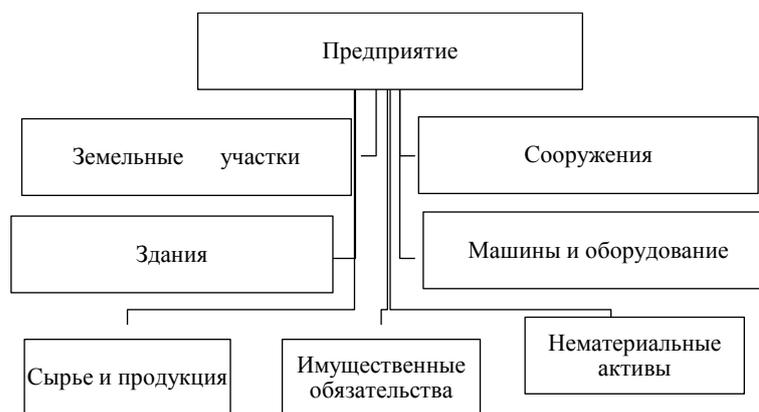


Рис. 1.1. Предприятие как имущественный комплекс [41, с. 48]

Оценка предприятия - это определение в денежном выражении ее рыночной стоимости. Рыночная стоимость - вероятная цена реализации данного предприятия, включает в себя такие свойства предприятия как полезность и затраты, необходимые для этой полезности [4, с. 80]. Так как полезность предприятия зависит от желаний и вкусов потребителя оценщиком определяется и рассчитывается та или иная форма стоимости предприятия (восстановительная, ликвидационная, инвестиционная и т.д.), классификация которых представлена в Таблице 1.1. Следует отметить, что при оценке предприятия принимается во внимание имидж компании, другими словами ее положение на рынке, фактор времени, а так же риски и уровень конкуренции [12, с.139].

Таблица 1.1

#### Виды стоимости

Вид стоимости	Характеристика
Рыночная стоимость	Наиболее вероятная цена, по которой предприятие может быть рассмотрено на открытом рынке в условиях конкуренции, стороны сделки как правило действуют разумно, располагая всей исчерпывающей информацией, а на величине стоимости сделки не отражаются какие-либо иные неучтенные обстоятельства.
Инвестиционная стоимость	Это стоимость объекта в конкретном инвестиционном проекте для конкретного инвестора. Основное отличие от рыночной стоимости состоит в том, что они могут идти вразрез так как предполагаемые доходы могут быть выше ожидаемой рыночной цены или ниже. Эта мера оценки отражает намерения вкладчика, не связанные с куплей-продажей.
Ликвидационная стоимость	Это, фактически, рыночная стоимость, но рассчитанная при одном чрезвычайном условии – с учетом периода времени, отведенным на продажу объекта оценки. Эта стоимость всегда ниже рыночной.

Утилизационная стоимость	Стоимость объекта собственности (за исключением земельного участка), рассматриваемая как совокупная стоимость материалов, содержащихся в нем, без дополнительного ремонта.
Восстановительная стоимость	Стоимость воспроизводства ранее созданных основных средств в современных условиях; определяется в процессе переоценки основных фондов.
Балансовая стоимость	Затраты на строительство или приобретение объекта собственности. Балансовая стоимость бывает первоначальной и восстановительной. Первоначальная стоимость отражается в бухгалтерских документах на момент ввода в эксплуатацию.

Необходимо отметить, что оценщик оценивает объект с точки зрения его экономической стоимости, что позволяет определить реальную рыночную ценность предприятия (что, например, невозможно при оценке с помощью бухгалтерской отчетности). Согласно такому взгляду на оценку рыночная цена любого объекта, порождающего доход или поток денежной наличности, определяется исходя из текущей оценки ожидаемого будущего потока наличности, дисконтированного по норме процента, отражающего требуемую инвестором норму прибыли для сопоставимых по риску инвестиций рис. 1.2 [16, с. 14].

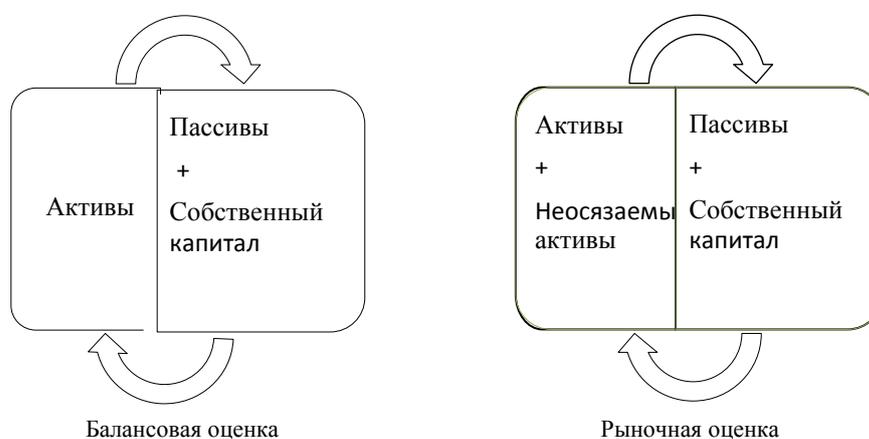


Рис. 1.2. Различия балансовой и рыночной оценки стоимости объекта

Неосязаемые активы представляют собой совокупность таких элементов как: ценность гарантии, страховки, лицензии, хорошие взаимоотношения с клиентами, ценность репутации и т.д. . В экономической литературе данные понятия объединяет термин «гудвилл».

Гудвилл - условная стоимость деловых связей фирмы - денежная оценка нематериальных активов компании: фирменный знак, имидж, наличие устойчивой клиентуры и так далее. Деловую репутацию любого предприятия различных отраслей народного хозяйства характеризуют следующие составляющие: имидж компании, финансовая устойчивость, качество ведения бизнеса, качество менеджмента, качество выпускаемой продукции и услуг, инновации, эффективность, использование корпоративных активов, способность нанимать и развивать профессиональную команду [28, с.159].

Гудвилл можно рассматривать как дополнительные преимущества и получаемые выгоды, обусловленные качеством управления и ведения бизнеса в целом. Данные преимущества позволяют фирме занимать конкурентное положение в отрасли, увеличивать стоимость продукции компании и получать более высокие доходы. О наличии или отсутствии гудвила можно говорить, судя по работе компании. Он создается в процессе деятельности компании и проявляется при покупке или продаже предприятия.

При оценке репутации фирмы достаточно сложно определить те элементы бизнеса, которые влияют на деловую репутацию компании. К таким элементам можно отнести все те факторы, которые влияют на получение компанией большей прибыли на единицу активов. Это могут быть преимущества компании, создаваемые стоимостью идентифицируемых активов, а также оценкой нематериальных активов, таких как имидж, бренд, товарный знак компании, и которые заставляют клиентов приобретать продукцию именно данного предприятия, а не аналогичного ему [35, с.58].

Необходимо учитывать мельчайшие детали сделки, а также ее выгодность, так как одна сторона может потерять особый интерес к совершению сделки, если не проводить данные действия. Принятие управленческих решений. Зная точную стоимость организации проще принимать более верные и точные управленческие решения.

Таким образом, деловая репутация компании имеет большое значение как для генерирования дополнительной прибыли, так и при продаже, слиянии и

поглощении компаний. Следовательно, точный качественный и количественный анализ деловой репутации компании позволит принять руководству грамотные и выгодные решения для своего бизнеса.

Напрашивается вывод, что для получения реальной стоимости компании при ее оценке необходимо прибегать именно к экономическому учету ее стоимости, так как это позволит наиболее полно и достоверно отразить ее реальную стоимость.

Интерес в знании реальной стоимости объекта может быть проявлен различными субъектами: акционерами, государством, инвесторами, кредиторами, страховыми компаниями, поставщиками, управляющими и т.д.. Цели у всех вышеперечисленных лиц могут быть различными, что порождает различные цели проведения оценки стоимости того или иного объекта:

а) Определение стоимости компании, в случае возникновения ситуации ее купли-продажи целиком, или же по частям;

б) Повышение эффективности управления компанией и для принятия обоснованных управленческих решений;

в) Для акционеров, как и для владельцев компании интересен вопрос определения стоимости ее акций, с целью дальнейшей купли-продажи их на фондовом рынке;

г) В рамках вопросов, связанных с реструктуризацией компании (ликвидация, слияние, поглощение, разделение компании на несколько более мелких и т.д.);

д) Планирование на производстве, в случае планирование необходимо располагать реальными данными о текущем состоянии компании, чтобы составить стратегический план как можно более точно и эффективно;

е) Определение кредитоспособности предприятия и залоговой стоимости при кредитовании (необходимость оценки в данном случае связана с тем, что выводы о кредитоспособности компании на основании бухгалтерского баланса могут не в полной мере отражать реальное положение дел;

- ж) Для проведения процедуры страхования;
- з) Определение налоговой базы в целях налогообложения;
- и) Для осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса [41, с. 29].

Таким образом, можно сказать, что цели проведения оценки стоимости напрямую зависят от целей заказчика, для оценщика в данном случае цель определяет тот вид стоимости объекта, который необходимо найти.

В данном случае можно смело говорить о том, что умелое сочетание всех вышеперечисленных понятий и определений позволит наиболее точно, эффективно и качественно производить оценку различных видов объектов (недвижимости, бизнеса, компании, нематериальных ценностей и т.д.). В целях наиболее ясного понимания представлена таблица 1.2, отражающая взаимосвязь между целями проведения оценки и видами стоимости, которые необходимо найти оценщику.

Таблица 1.2

## Соответствие целей и видов стоимости

Цель	Вид стоимости
Определение предполагаемой цены объекта в случае его купли-продажи	Рыночная
Определение целесообразности проведении капитальных вложений	Инвестиционная
Обеспечение заявки на получение ссуды	Рыночная или иная стоимость, признаваемая налоговым законодательством
Поведение оценки стоимости в целях страхования объекта и решения вопросов связанных с ним	Страховая
Возможная ликвидация действующего предприятия	Ликвидационная

Источник [15, с. 34]

Так как в целях оценки реальной стоимости объекта рассчитывается его реальная стоимость, необходимо учитывать ряд факторов, которые могут повлиять на величину оценочной стоимости. К ним можно отнести: соотношение спроса и предложения на аналогичные объекты, риски, спрос на

данный объект, настоящая и будущая прибыль, степень контроля над бизнесом и степень ликвидности активов.

Проводя оценку стоимости того или иного объекта необходимо следовать четким профессиональным предписаниям, к некоторым из них можно отнести основные принципы, на которых базируется процесс оценки стоимости, условно их можно разделить на три основные группы (таблица 2, приложение 2). В каждом случае выделяются основные и вспомогательные принципы, их большое количество вовсе не означает, что можно применить их все сразу [18, с. 69].

Таким образом, можно сделать вывод, что деятельность лица, занимающегося оценкой стоимости какого-либо объекта зависит от множества факторов: от самого объекта оценки, от целей заказчика, от рыночной конъюнктуры и т.п. По этой причине, для проведения эффективной и полной работы по определению стоимости объекта, необходимо учитывать каждый из них. Прежде всего, это связано с тем, что реальная стоимость объекта определяется по его рыночной стоимости, которая включает в себя большой список факторов, влияющих на оцениваемую компанию в целом и на ее отдельные элементы.

## 1.2 Подходы и методы к оценке стоимости бизнеса

На сегодняшний день существует множество подходов и методов к оценке стоимости. Однако основными, наиболее востребованными и доступными к применению на территории Российской Федерации, являются три подхода: доходный, затратный и сравнительный. Каждый из вышеперечисленных подходов помогает оценить стоимость объекта с той или иной стороны, на основании доступных данных, а так же в зависимости от цели проведения оценки.

Все три подхода и особенности их применения подробно описаны в федеральном стандарте оценки от 01.06.2015 №326 «Оценка бизнеса (ФСО

№8)», здесь же более подробно описаны особенности применения всех указанных подходов. Выбор подходов и методов к оценке стоимости компании определяется в каждом случае индивидуально и обусловлен характером и видами деятельности организации.

Также рентабельностью деятельности, положением на рынке, спросом и предложением на выпускаемую продукцию (работы, услуги), состоянием и стоимостью принадлежащего компании имущества, размером оцениваемого пакета акций (долей владения), целями оценки и другими факторами [1].

На рис. 1.3 детально представлены подходы и методы оценки стоимости компании.

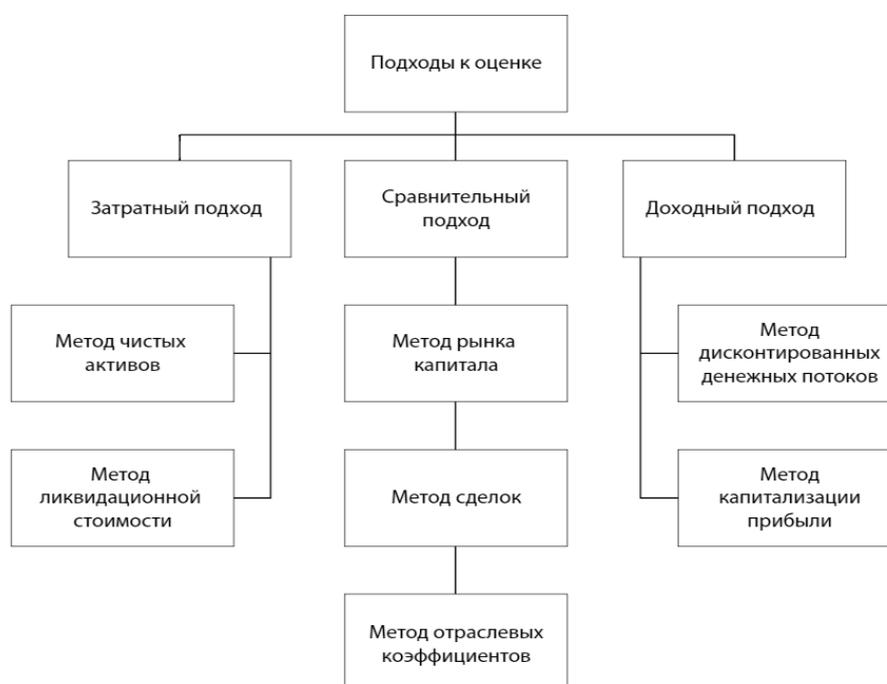


Рис. 1.3. Подходы и методы к оценке стоимости компании

Доходный подход к оценке стоимости компании. Существует два основных метода определения стоимости компании в рамках доходного подхода:

1) Метод дисконтирования денежных потоков (DCF) используется, когда есть возможность с большой точностью спрогнозировать чистый денежный поток компании в течение определенного периода. Вторая задача,

которую предстоит решить при применении данного метода - это правильная оценка рисков операционной деятельности компании и расчет ставки дисконтирования. DCF считается одним из самых сложных среди методов, применяемых в оценке стоимости компании, но в то же время он наиболее точно отражает все возможные аспекты деятельности компании, ее риски, величину операционных доходов и расходов, конъюнктуру рынка, специфические проблемы ведения бизнеса и т.д. Этот метод позволяет учитывать изменения величины денежного потока, которые нельзя описать статистически.

Метод дисконтированных денежных потоков (ДДП) в отличие от метода капитализации применяется в следующих случаях: ожидаемые уровни денежных потоков будут отличаться от предыдущих, оцениваемая компания является крупным многофункциональным объектом, а так же в случае, если потоки расходов и доходов носят сезонный характер[8, с.116].

Таким образом, оценивая стоимость предприятия методом дисконтированного денежного потока оценщику представляется возможность получить в итоге стоимость контрольного ликвидного пакета акций. Данный метод является более сложным в исполнении, чем метод простой капитализации, однако он более применим для оценки молодых предприятий, не успевших заработать достаточно прибылей для капитализации в дополнительные активы, но которые, тем не менее; имеют перспективный продукт и обладают явными конкурентными преимуществами по сравнению с существующими и потенциальными конкурентами.

2) Метод капитализации дохода. Метод капитализации дохода значительно проще метода дисконтированных денежных потоков. Он предполагает наличие постоянного денежного потока, генерируемого компанией в течение продолжительного периода времени. Для расчета чистой приведенной стоимости компании в рамках данного метода достаточно применить модель Гордона для постоянной величины доходов:

где  $P$  — стоимость компании;

$D$  — средняя величина чистого денежного потока;

$i$  — ставка дисконтирования;

$g$  — постоянный темп роста денежного потока компании [55, с. 115].

Существенным недостатком данного метода является невозможность его применения для рынков с нестабильной макроэкономической обстановкой и конъюнктурой [32, с.178].

Таким образом, можно сделать вывод, что данный метод заключается в расчете текущей стоимости будущих доходов, полученных от использования объекта с помощью коэффициента капитализации. Применение метода капитализации становится возможным в следующих случаях: оценщик располагает достаточным объемом информации для оценки дохода, имеющиеся и ожидаемые доходы должны быть стабильны.

В качестве обобщающего резюме представлена таблица 1.4, которая отражает основные преимущества и недостатки метода капитализации, как способа проведения стоимостной оценки.

Таблица 1.4

#### Преимущества и недостатки метода капитализации

Преимущества	Недостатки
1. Простота расчетов;  2. Отражает рыночную конъюнктуру.	1. Невозможность применения в отношении еще не построенных объектов, так как еще нет стабильных доходов; 2. Невозможность применения к объектам, подвергшихся значительным разрушениям, в результате стихийных бедствий и т.п., т.е. требует серьезной реконструкции; 3. Невозможность применения метода в условиях отсутствия информации о рыночных сделках.

Источник [53, с. 285]

Так же следует отметить, что данный метод применяется недостаточно часто, что обусловлено значительными колебаниями прибыли и денежного потока у большинства компаний, представленных к оценке.

Затратный подход уже в своем названии определяет суть и основу расчетов. Он основывается с точки зрения понесенных издержек. Как правило, выделяют три основных метода в рамках данного подхода:

- Метод чистых активов (используется для оценки действующих предприятий);
- Метод ликвидационной стоимости.

Метод чистых активов применяется в следующих случаях: компания обладает значительными материальными активами и ожидается, что компания по-прежнему будет действующим предприятием. Метод базируется на бухгалтерском подходе и его общую суть можно выразить формулой:

(1.2) [55, с. 386]

В процессе проведения оценки данным методом предусмотрены следующие этапы:

- Оценка рыночной стоимости недвижимости;
- Оценка рыночной стоимости машин и механизмов, оборудования, транспортных средств и т.п. (сначала недвижимое, а затем движимое имущество);
- Оценка рыночной стоимости нематериальных активов;
- Определение рыночной стоимости финансовых вложений (долгосрочных, краткосрочных);
- Определение текущей стоимости товарно-материальных запасов;
- Оценка дебиторской задолженности;
- Определение текущей стоимости обязательств компании;
- Определение рыночной стоимости компании, путем вычитания из рыночной стоимости всех активов рыночной стоимости всех обязательств.

Обычно метод чистых активов используется в следующих случаях:

- компания обладает значительными активами, выраженными в материальной форме;

- возможна оценка рыночной стоимости нематериальных активов;
- компания является функционирующим предприятием;
- компания генерирует денежные потоки, которые невозможно или крайне затруднительно спрогнозировать;
- значительную часть активов компании составляют финансовые активы [13, с.59].

Таким образом, можно сделать вывод, что при применении метода чистых активов или же метода скорректированной стоимости производится приведение стоимости активов и обязательств компании к их текущей стоимости. Данные берутся из бухгалтерского баланса компании. В результате, получаемая стоимость компании отражает положение дел предприятия с учетом текущих рыночных условий и цен.

Метод ликвидационной стоимости. Данный метод имеет большое сходство с методом чистых активов за исключением того факта, что он применяется к компаниям, которые прекратили свою операционную деятельность и находятся в стадии банкротства. В этом случае все активы компании оцениваются по ликвидационной стоимости, т.е. при их продаже предполагается существенный дисконт по сравнению с рыночной стоимостью аналогичных активов[10, с. 73].

Прежде чем рассматривать сам метод необходимо представить, что собой представляет ликвидация бизнеса, или же предприятия. Принято считать, что под ликвидацией понимается полное прекращение деятельности компании без возможности ее дальнейшей передачи какому-либо лицу, т.е. предполагает дальнейшую продажу по отдельности всех имеющихся активов, а так же утилизацию тех, продажа которых по каким-либо причинам невозможна. В результате ликвидации предприятия ее собственник получит денежную сумму, которая называется ликвидационной стоимостью предприятия. Проведение оценки ликвидационной стоимости предприятия актуальна в следующих

случаях: собственник принимает решение о добровольной ликвидации компании, компания признана банкротом [40, с. 12].

Оценка ликвидационной стоимости предприятия включает в себя следующие этапы:

- Составление календарного графика ликвидации активов предприятия;
- Проведение расчетов текущей стоимости активов предприятия (проводится на основе бухгалтерского баланса, содержание которого приводится к текущим рыночным ценам);
- Определение величины долговых обязательств предприятия;

Расчет ликвидационной стоимости производится на основании следующей формулы:

$$V = V_{\text{активов}} + CF - \text{Cost} - Q \quad (1.3)$$

где  $V_{\text{активов}}$  - текущая стоимости активов предприятия, CF прибыль (убытки) ликвидационного периода, Cost - стоимость затрат на ликвидацию, Q - стоимость долговых обязательств предприятия [57, с.61].

Таким образом, можно сделать вывод, что применение затратного подхода позволяет оценить деятельность предприятия на основе бухгалтерского баланса, но в текущих рыночных ценах. Применение данного подхода во многом обусловлено целями и задачами проведения самой оценки.

Сравнительный подход представляет собой методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними. В соответствии с данным подходом предполагается, что при наличии на свободном и конкурентом рынке объектов, схожих по своим характеристикам, благоразумный покупатель не заплатит за объект большую сумму, чем та, в которую ему обойдется покупка аналогичного по назначению, качеству и полезности объекта недвижимости (принцип замещения) [60, с.118].

В рамках сравнительного подхода выделяют три основных метода:

- а) Метод компаний – аналогов;
- б) Метод сделок;
- в) Метод отраслевых коэффициентов.

Метод компаний - аналогов. При применении метода компаний - аналогов оценщик должен определить компании, ведущие деятельность, аналогичную деятельности оцениваемой компании, и акции которых свободно обращаются на фондовых рынках. В основе метода лежат сведения о сделках купли-продажи акций или долей компаний-аналогов, которые при проведении определенных корректировок могут служить ориентирами для применения к оцениваемой компании. Самым сложным в данном методе является процесс определения компании - аналога. Последние должны обладать следующими сходствами с компанией - объектом оценки:

- Отраслевая принадлежность;
- Подотраслевая принадлежность;
- Объем выпускаемой продукции;
- Структура производства;
- Структура рынка сбыта;
- Стоимость активов [46, с. 175].

Основанием для определения сходства служат финансовые отчеты компаний, к которым существует общий доступ, на основании анализа данных отчетностей отбирается несколько наиболее аналогичных компаний, которые в дальнейшем выступают как база сравнения для определения стоимости оцениваемой компании. Сама оценка стоимости компании в данном случае базируется на расчете различных мультипликаторов, которые на следующем этапе позволяют определить вероятную стоимость оцениваемой компании. Выбор того или иного мультипликатора обусловлен имеющимися в распоряжении у оценщика данными по компаниям аналогам.

Далее в таблице 1.5 представлены виды оценочных мультипликаторов. Одним из важных вопросов, касающихся мультипликаторов, является изучение

того, насколько согласованно относительно друг друга определены числитель и знаменатель. Оценку данным методом принято считать «быстрой», она способна дать мгновенную, хотя и менее точную относительно сложных моделей дисконтирования денежных потоков картину действительности, а именно показать насколько акция недооценена или переоценена по сравнению с конкурентами [51, с. 80].

Определение стоимости оцениваемой компании на основании мультипликаторов Цена/прибыль и Цена/Денежный поток является наиболее востребованным и простым, однако имеет ряд особенностей, которые необходимо учитывать.

Таблица 1.5

## Виды оценочных мультипликаторов

Интервальные мультипликаторы	Моментные мультипликаторы
Цена/Прибыль	Цена/Балансовая стоимость активов
Цена/Денежный поток	Цена/Чистая стоимость активов
Цена/Дивидендные выплаты	-
Цена/Выручка от реализации	-

Так, в качестве компании аналога нужно брать лишь ту компанию, которая имеет аналогичную структуру активов и пассивов, а так же методику ведения бухгалтерской отчетности. В случае с мультипликатором цена/денежный поток базой может выступать любой показатель прибыли увеличенный на сумму начисленной амортизации [28, с. 302].

Мультипликатор Цена/Дивиденды может быть рассчитан как на основе фактически выплаченных дивидендов, так и на основе потенциальных дивидендных выплат. Мультипликатор Цена/Выручка от реализации используется редко, как правило, с целью проверки результатов, полученных с помощью других вычислений. Моментные мультипликаторы являются актуальными лишь на момент принятия в качестве базы того или иного

показателя, так как вычисляются на основании бухгалтерской отчетности, которая, в свою очередь, так же имеет моментный характер [23, с. 76].

Процесс определения итоговой стоимости объекта состоит из трех этапов: выбор величины мультипликатора, взвешивание промежуточных результатов, внесение итоговых корректировок [15, с. 10].

Метод сделок аналогичен методу рынка капитала с той разницей, что для оценки используются сведения о сделках купли-продажи существенной (свыше 50%) доли компаний - аналога или контрольного пакета акций компании, сопоставимой с оцениваемой организацией. Основными критериями отбора при использовании метода сделок являются сроки заключения сделок (они должны быть максимально приближены к дате оценки), доступность информации о финансовых условиях заключаемых сделок, участвующих сторонах, компаниях, выступающих предметом сделок, а также информации, позволяющей проводить сравнительный анализ для определения стоимости оцениваемой компании [11, с.64].

Метод отраслевых коэффициентов заключается в том, что на основе анализа практики продаж бизнеса в той или иной отрасли выводится определенная зависимость между ценой продажи и каким-то показателем. Этот метод в основном используется для оценки малых предприятий и носит вспомогательный характер. В результате обобщения были разработаны довольно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия. Проблема применения данного метода заключается в отсутствии надежной статистики в Российских условиях.

Выбор способа оценки активов зависит от преследуемых целей и особенностей финансового состояния предприятия. Объективная оценка бизнеса невозможна без всестороннего анализа движения денежных средств, источников их формирования и направленности расходования в пределах отдельных структурных частей и имущественного комплекса в целом. Кроме того, большой вес имеет критерий, учитывающий наличие в составе предприятия социально значимых объектов.

Стоимость оценки предприятия как хозяйствующего субъекта должна определяться с учетом того, что любая организация - это, прежде всего юридически организованная структура. И любые его стоимостные характеристики должны оцениваться в разрезе предусмотренных законодательством условий деятельности. Главная задача оценщика при определении стоимости бизнеса состоит в детальной и комплексной оценке всех его составляющих. Качественный уровень оценки зависит от множества факторов, среди которых немаловажным является выбор метода, соответствующего поставленным целям.

Все рассмотренные подходы и методы наглядно отражены в таблице 1.6.

Таблица 1.6

#### Подходы и методы оценки активов предприятий

Подход	Метод и описание
Доходный	Дисконтирование денежных потоков. Метод базируется на принципе, согласно которому сумма имеющихся денег сегодня стоит больше, чем в будущем (преимущественно из-за инфляции). Поэтому при оценке важно правильно оценить движение будущих денежных потоков и рассчитать ставку дисконта. Обычно этот метод используется в случаях, когда есть основания думать, что прибыль через какое-то время будет отличаться.
	Прямая капитализация. Стоимость предприятия оценивается как отношение годовой чистой прибыли к коэффициенту капитализации. Такой метод актуален для стабильных компаний, у которых можно достаточно уверенно прогнозировать размер дохода на определенный промежуток времени в будущем. Данный метод, как правило, не используется для оценки компаний в современных отечественных реалиях.
Сравнительный	Рынок капитала. Используются показатели фондовых рынков, которые подходят для оценки акций компании в опоре на акции схожих предприятий.
	Метод сделок. Отличие от предыдущего метода в том, что производится оценка акций не по одной, а контрольным пакетом.
	Отраслевые коэффициенты. Производится расчет соотношений общей стоимости предприятия и его финансовых параметров.
Затратный	Метод чистых активов. Расчеты производятся по понятному алгоритму. проводится корректировка строк бухгалтерского баланса в соответствии с рынком.
	Ликвидационный. В данном случае идет расчет средств, которые будут получены при раздельной (позиционной) продаже имущества. Также учитываются расходы сопутствующего характера (демонтаж, налоги и пр.).

Источник [37, с.55]

Таким образом, универсальным не является ни один из методов определения стоимости бизнеса компаний. Каждый подход имеет преимущества и ограничения. Ключевыми критериями выбора подхода являются вид стоимости, задача и цель оценки. Применение нескольких подходов для определения стоимости одного объекта повышают объективность расчетов. Итоговая величина стоимости - основа для разработки стратегических планов развития компании, для выявления эффективности менеджмента и деятельности компании в целом. Все упомянутые подходы связаны друг с другом, но при этом характеризуются с разных аспектов рынка. Поэтому каждый следующий подход дает возможность провести проверку оценки стоимости другого подхода.

В идеале полученные каждым из трех подходов результаты должны быть равны друг другу, но по факту реальные условия таковы, что достичь такого итога практически невозможно. Совершенствование методов оценки идет непрерывно. Процесс оценки требует применение документов управленческого учета, приемлемого для этих целей.

### 1.3. Концепция управления стоимостью предприятия: содержание и практическое применение

Суть концепции управления стоимостью предприятия можно представить следующим образом: с точки зрения акционеров (инвесторов) фирмы, управление ею должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости фирмы и ее акций, так как такой рост позволяет акционерам (инвесторам) получать для них самый значимый по сравнению с другими его формами доход от вложений в фирму. В первую очередь курсовой денежный доход от перепродажи всех или части принадлежащих им акций либо курсовой неденежный доход, выражающийся в увеличении стоимости (ценности) обладаемых акционерами чистых активов, а значит, и суммы их собственного капитала [54, с. 297].

Применение концепции менеджерами компании сводится к разработке управленческих решений, направленных на получение высоких доходов в долгосрочной перспективе, что, в свою очередь, способствует значительному увеличению рыночной капитализации компании, как на текущий момент, так и в будущем [5, с.45].

Развитие рыночных отношений вызывает ряд новых теоретических и практических проблем. Значительное место среди них занимает управление стоимостью предприятия. Изменение стоимости предприятия за определенный период, является критерием эффективности хозяйственной деятельности, в котором учитывается практически вся информация, связанная с его функционированием. Поэтому руководство предприятия должно уделять внимание процессам управления стоимостью [56, с.8].

Решением этой проблемы в течение последних лет активно занимаются как зарубежные, так и отечественные ученые, при этом одни авторы предлагают общее определение, другие акцентируют внимание на процессе управления, третьи - на системе управления.

Также важнейшим источником создания стоимости как ориентира развития предприятия в «новой экономике» – в инновационной экономике стали нематериальные активы. К последним наряду с миссией, брендом, имиджем, качественной стратегией относят и репутацию [14, с. 195].

В обычном понимании репутация - это приобретенная кем-нибудь, чем-нибудь общественная оценка, создавшееся общее мнение о качествах, достоинствах и недостатках кого-нибудь, чего-нибудь.

Деловой репутации, или гудвилу компаний за последнее время было посвящено много работ, однако до сих пор не выработано единого подхода к тому, каким образом следует оценивать стоимость деловой репутации компании. К понятию «гудвил предприятия» различных отраслей народного хозяйства характеризуют следующие составляющие: имидж компании, финансовая устойчивость, качество ведения бизнеса, качество менеджмента, качество выпускаемой продукции и услуг, инновации, эффективность,

использование корпоративных активов, способность нанимать и развивать профессиональную команду.

На реальную рыночную стоимость компании могут повлиять результаты проведения различного рода проектов, к которым можно отнести:

А) Инновационные проекты – проекты, связанные с введением на предприятии выпуска абсолютно новых видов продуктов, а так же технологические инновации их производства, либо инновационных технологий производства уже выпускаемых видов продукции. Увеличение доходов компании в данном случае связано с выпуском нового продукта, а следовательно, выходом на новые рынки, а так же в случае введения инновационных технологий производства – значительного увеличения качества уже выпускаемой продукции. Однако в процессе применения данного вида проектов есть один значительный недостаток – высокая стоимость введения инноваций, которая в некоторых случаях может превысить будущие доходы, либо неэффективность вновь введенной инновации, по этой причине есть смысл говорить о высокой степени риска в ряде случаев применения инновационных проектов [9, с. 487].

Под инновационной активностью понимается интенсивность осуществления экономическими субъектами деятельности по разработке и вовлечению новых технологий или усовершенствующих продуктов в хозяйственный оборот. Понятие оценки инновационной активности тесно связано с такой экономической категорией, как инновационная деятельность, которую принято характеризовать как процесс, направленный на воплощение результатов научных исследований и разработок либо иных научно-технических достижений в новый или усовершенствованный продукт, реализуемый на рынке, в новый или усовершенствованный технологический процесс, используемый в практической деятельности.

Отсюда следует, что инновационный процесс (и инновационные проекты) на предприятиях изначально можно ориентировать на разработку и внедрение принципиально новых технологий и/или только улучшающих инноваций.

Инновационная система предприятия должна обеспечивать непрерывную генерацию и применение инноваций различного типа и масштаба, позволяющих экономике адекватно реагировать на изменение внешних условий. Для поддержания перманентного состояния этих процессов необходимо функционирование следующих элементов инновационной системы: институтов как среды, инвестиций как финансового потенциала и инфраструктуры как необходимого элемента системы внедрения инноваций [5, с.184].

Интеграционное взаимодействие этих элементов способствует активизации инновационного процесса, под которым подразумевается целостная система процессов трансформации теоретических новшеств в прикладные. Она основана на соблюдении принципов взаимодействия собственников ресурсов, создателей и потребителей новшеств по поводу их изготовления, использования и обеспечения необходимыми ресурсами в целях эффективного функционирования этого процесса на определенной территории. Уровень инновационной активности предприятия во многом определяет его возможности повышения своего внутреннего разнообразия и гибкости производственной базы и отдельных бизнес-процессов, совершенствования выпускаемой продукции, увеличения доли рынка и сохранения лояльности потребителей – в целом, поддержания высокого уровня конкурентоспособности и достижения устойчивого развития. Предприятия находятся в состоянии динамического равновесия с внешним конкурентным давлением, под влиянием которого формируются внешние и внутренние мотивации инновационной деятельности. Инновационная активность представляет собой комплексное и сложное явление, и требуется системный, гибкий и многокритериальный подход к оценке, как отдельных её параметров, так и явления в целом [33, с. 202]. При оценке инновационной активности необходимо отразить состояние отдельных составляющих конкурентоспособности предприятия. Оценка инновационной активности и инновационной готовности организации, востребованности и необходимости продуктовых, технологических,

организационных инноваций, восприимчивости организации к ним становится существенным условием снижения высокого уровня неопределённости, связанной с инвестированием в инновации.

Б) Проекты по реорганизации (реструктуризации) – данные проекты в большинстве случаев проводятся с целью увеличения инвестиционной привлекательности компании, решения вопросов, связанных с финансовой устойчивостью и кредитоспособностью, а так же в случаях, когда компания хочет увеличить свою вертикальную или горизонтальную интегрированность в отношении выпускаемой профильной продукции. В данном случае существует риск неудачи, так как процесс реорганизации связан со значительными трудностями организационного и юридического характера, справиться с которыми удастся не всем компаниям [41, с. 178].

Так же можно выделить и другие факторы, которые могут повлиять на рост рыночной стоимости компании, к ним можно отнести:

- Нарращивание активов (имущества) компании;
- Синергия активов (имущества) – это взаимодействие вновь приобретаемых или создаваемых собственными силами активов);
- Увеличение информационной прозрачности компании;
- Введение стабильной дивидендной политики;
- Улучшение текущих финансовых результатов и структуры баланса, которые должны публиковаться компанией;
- Введение регулярной отчетности, а так же прогнозирования своей деятельности [51, с. 17].

С целью принятия решений о том, как тот или иной проект, или фактор повлияет на рыночную стоимость компании менеджеру необходимо проводить соответствующие мероприятия по оценке стоимости компании в том или ином случае, тем самым обращаясь к услугам оценщиков.

Таким образом, роль оценки бизнеса в увеличении стоимости компании можно свести к следующему:

Во-первых, обеспечение постоянного мониторинга рыночной стоимости оцениваемой компании в результате проведения тех или иных мероприятий по ее повышению.

Во-вторых, проведение регулярной, более точной оценки конкретных цифр указанных видов стоимости, для того чтобы менеджер анализируемой компании был в состоянии принять оптимальное и наиболее эффективное управленческое решение.

В-третьих, инновация как дисциплина требует внимания на протяжении всего развития предприятия, это важно как для самой компании, так и для потребителей.

Система управления стоимостью компании является довольно масштабной, а сам процесс разработки наиболее эффективных мероприятий достаточно длительным. Весь процесс внедрения системы управления стоимостью условно можно разделить на несколько основных этапов (см. рис.1.5) [62].

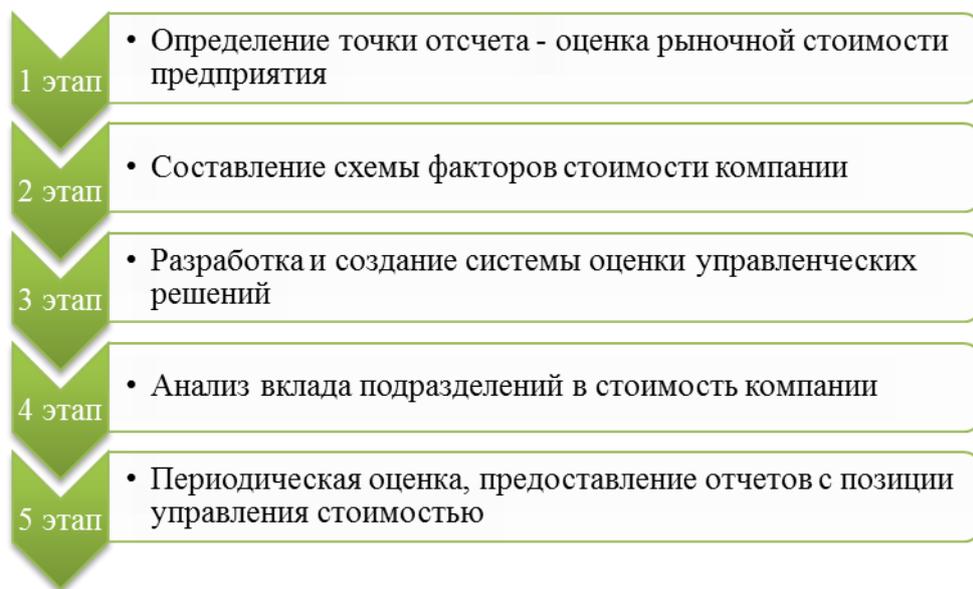


Рис. 1.5. Этапы внедрения системы управления на предприятии

Определение точки отсчета. Данный этап связан с проведением первичной оценки стоимости предприятия на какую-то конкретную дату,

желательно последнего отчетного периода, с целью выявления реальной рыночной стоимости компании на начало проведения различных мероприятий по ее повышению.

Составление факторов стоимости компании. Условно, все факторы, влияющие на стоимость компании можно разделить на две основные группы: внешние и внутренние. К первым, как правило, относят те факторы, которые возникают и проявляют свое воздействие независимо от действий управляющего персонала, однако их можно учесть для принятия наиболее эффективного управленческого решения. Внутренние факторы – те факторы, которые непосредственно связаны с управленческой деятельностью руководящего аппарата, а так же с отраслевой спецификой самого предприятия[6, с. 82].

Возвращаясь к оценке стоимости, необходимо отметить, что лишь при составлении полной системы факторов, оказывающих влияние на стоимость компании, можно добиться изменений, путем определенного воздействия на тот или иной ее фактор составленной системы. Как правило, система является совокупностью показателей деятельности компании и отдельных ее подразделений и отделов. Далее показатели детализируются для каждого отдела, либо подразделения, которые, в свою очередь будут отвечать за качественные и количественные результаты своей деятельности, а вышестоящее руководство будет контролировать финансовые показатели [50, с. 286].

Разработка и создание системы оценки управленческих решений – необходимо для определения воздействия того или иного управленческого решение на состояние стоимости компании, а так же, как следствие, благосостояние акционеров. Данная система позволит учитывать управленческие решения, принимаемые на различных уровнях, таким образом способствовать улучшению получаемых результатов, путем учета принимаемых решений на всех уровнях и их сведению к достижению общей цели [16, с. 183].

Анализ вклада подразделений в стоимость компании. В основе данного этапа лежит разделение компании и ее подразделений на отдельные бизнес-единицы (как правило, выделяют два подхода к разделению: на характеристиках потребителя товаров и услуг, и на сегменты, основанные на знаниях, технологиях для производства продукции). В результате такого разделения у руководства предприятия появляется возможность оценить какие именно бизнес - единицы приводят к увеличению стоимости компании, а какие лишь уменьшают ее. В последнем случае управляющим аппаратом может быть принято решение по оптимизации работы данных единиц, с целью получения ими дохода, и как следствие, увеличения общей стоимости компании, либо, в противном случае, решение о закрытии данных подразделений. Так же необходимо обращать внимание на бизнес-единицы, которые в результате своего функционирования приносят доходы, но в рамках всей компании они незначительны. В данном случае проводится анализ значимости данного подразделения в целом, его необходимость. По результатам такого анализа так же принимаются соответствующие управленческие решения по дальнейшей деятельности сегмента - продолжение его функционирования в рамках компании, либо продажа. Суммарная стоимость все сегментов представляет собой стоимость всей компании. Следует отметить, что на данном этапе очень важна функция оценщика, который непосредственно проводит расчет стоимости соответствующих сегментов [25, с.150].

Периодическая оценка стоимости предприятия направлена на предоставление заинтересованным лицам актуальной информации о деятельности компании и ее реальном положении на рынке. Постоянный мониторинг изменений рыночной стоимости в зависимости от различных факторов, как внутренних, так и внешних, и предоставление этой информации в открытом доступе позволяет компании обеспечить высокую информационную прозрачность своей деятельности, тем самым укрепляя свой имидж.

В дополнение к данной схеме следует отметить, что во время проведения этапов 2, 3 и 4 параллельно происходит внедрение системы оперативного контроля над стоимостью предприятия и подготовка кадров.

Внедрение системы оперативного контроля над стоимостью активов, как материальных, так и нематериальных направлено на выделение групп активов, которые имеют ключевое значение для компании, могут быть потенциальным источником роста, а так же с целью наиболее эффективного управления активами.

Подготовка персонала к внедрению системы оперативного контроля над стоимостью активов. Прежде всего, связано с подготовкой персонала к самостоятельному ведению необходимых расчетов, принятых как основные и необходимые в рамках концепции.

Таким образом, можно сделать вывод, что введение концепции управления стоимостью на предприятии очень тесно связано с оценочной деятельностью. Практически на каждом этапе введения концепции, а так же в процессе ее дальнейшего функционирования, необходимо проводить оценку, как отдельных элементов компании, так и ее общей стоимости в целом.

## ГЛАВА 2. АПРОБАЦИЯ МЕТОДОВ И ПОДХОДОВ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА НА ПРИМЕРЕ ЗАО «ВЕЛТА-2»

### 2.1. Анализ основных показателей деятельности ЗАО «Велта-2»

Закрытое акционерное общество «Велта-2» создано в соответствии со ст.6 Федерального закона «О введении в действие ч.1 Гражданского кодекса РФ» от 21.11.1994, Федерального закона «Об акционерных обществах», а также договором между акционерами. Предприятие начало свою деятельность 01.04.1999 года на основании Постановления Главы местного самоуправления г. Старый Оскол № 595 от 01.04.1999 года. На основании Свидетельства о постановке на учет в налоговом органе юридического лица серии 31 №0004484 предприятие зарегистрировано в ГНИ по г. Старый Оскол и Старооскольского района 02.04.1999 года.

Основной задачей ЗАО «Велта-2» является получение прибыли, основными направлениями деятельности служат:

- торгово-закупочная и посредническая деятельность;
- автотранспортные услуги и автосервис;
- внешнеэкономическая деятельность;
- информационно - консультативные услуги;
- производство и реализация ТНП и продуктов питания;
- бытовые услуги;
- производство, заготовка, переработка, хранение и реализация с/х продукции;
- рекламная деятельность.

Отдельными видами деятельности, перечень которых определяется федеральными законами, ЗАО «Велта-2» может заниматься только на основании специального разрешения (лицензии).

На предприятии применяется журнально-ордерная форма учета. При использовании для ведения бухгалтерского учета вычислительной техники журналы-ордера формируются применяемым программным обеспечением.

В организации ЗАО "ВЕЛТА-2" используется компьютерная программа "1С: Предприятие", а именно 1С: Бухгалтерия;

Налоговый учет ведется организацией на основании унифицированных форм первичной учетной документации и регистров по компьютерной программе 1С версия 7.7.

Порядок документооборота в организации также определяется главным бухгалтером в учетной политике. Документооборот - это путь, который проходят документы от момента их выписки до сдачи в архив. В графике документооборота определяется круг лиц, ответственных за оформление документов, указывается порядок, место и время прохождения документа с момента составления до сдачи в архив.

Записи в счетах бухгалтерского учета основываются на документах. Бухгалтерский документ является письменным подтверждением на право совершения или действительного совершения хозяйственной операции.

Распорядительные документы содержат распоряжение на совершение определенных хозяйственных операций. Такими документами являются приказы, распоряжения и т.п. Распорядительные документы не подтверждают факты совершения хозяйственных операций и поэтому не являются основанием для отражения их в учете

Структура организации весьма простая, состоит она из управления, а именно генерального директора в лице Щекина Виктора Афанасьевича, главного бухгалтера предприятия, и заведующими отделами. ЗАО «Велта-2» производит розничную и оптовую торговлю продовольственными продуктами и электротоварами.

Уставный капитал ЗАО «Велта-2» может быть увеличен в порядке, предусмотренном действующим законодательством РФ и Уставом организации следующими способами:

- Путем увеличения стоимости акций
- Путем размещения дополнительных акций

Средства и имущество ЗАО «Велта-2» формируются за счет:

- Денежных средств от продажи акций;
- Доходов от реализации продукции, работ, услуг, проданных ценных бумаг, коммерческой деятельности;
- Пожертвований граждан и организаций;
- Продажи недвижимости;
- Кредитов банков и иных заемных средств;
- Иных источников, не запрещенных законодательством;

Основное направление деятельности – оптовая торговля пищевыми продуктами. Основные видами продукции являются овощи и фрукты, которые поставляются компанией из различных стран, к которым можно отнести Турцию и Египет.

Следует отметить, что последние несколько лет компания находится в состоянии кризиса, что обусловлено введением санкций на ввоз определенных видов овощей и фруктов. По этой причине список продукции, с которой работает компания, определяется государством. После введения санкций объемы, выполняемые компанией, сократились почти в 2 раза. Причиной данного снижения являлось, прежде всего, введение санкций на ввоз томатов. Важным фактом является то, что импорт турецких томатов составлял 80% общего импорта томатов в Россию по результатам 2013 года. Предприятие ЗАО «ВЕЛТА-2» имело значительную долю в этом импорте.

Последние 2 года, после введения санкций на основной вид поставляемой продукции, компания ведет активную деятельность по поиску новых поставщиков продукции, велись переговоры с такими странами как Иран и Белоруссия, рядом стран европейского союза, результаты переговоров сейчас прорабатываются в отдельные проекты и в скором времени могут быть запущены.

Необходимо отметить, что за годы введенных санкций постепенно начало налаживаться собственное производство различных видов овощей и фруктов, по этой причине снятие санкций может произойти, по мнению, многих экспертов, только на те позиции, производство которых невозможно на территории нашей страны. В таком случае ЗАО «ВЕЛТА-2» стоит уделить внимание работе с представителями отечественного производства, что, учитывая складывающуюся политику импортозамещения, является довольно перспективным и успешным начинанием.

Так как компания ведет свою основную деятельность именно с оптовыми продажами, необходимо в данной главе уделить внимание отличиям оптовой и розничной торговле.

Оптовая торговля - приобретение и продажа товаров для использования их в предпринимательской деятельности или в других целях, не связанных с личным, семейным, домашним и иным подобным использованием [26, с.178].

Розничная торговля - приобретение и продажа товаров для использования их в личных, семейных, домашних и иных целях, не связанных с осуществлением предпринимательской деятельности [26, с.180].

Следует отметить, что у компаний, занимающихся продажами, на практике нет возможности отследить в каких целях будет использоваться реализуемый продукт. По этой причине определяющим фактором является – документальное оформление продажи.

На основании всех вышеизложенных данных можно сделать вывод, что согласно анализу деятельности компании ЗАО «Велта-2», исполняются все необходимые предписания, характерные для ведения торговли. А именно: заключаются договора в соответствующем виде, оформляются необходимые товарно-транспортные документы, формируются цены, условия, корректно ведется бухгалтерский и налоговый учет (находит подтверждение в отсутствии претензии со стороны налоговых органов, в прозрачности проводимых операций).

Организационная структура компании не представляет собой сложной модели. Как правило, организационная структура формируется в зависимости от целей деятельности предприятия и необходимых для этого подразделений. Именно подразделения осуществляют функции, которые составляют бизнес-процессы предприятия.

Организационная структура предприятия – это схема, которая позволяет понять принципы протекания основных направлений деятельности и кто за них отвечает. Она описывает процессы принятия решений, а так же кто является ответственным за их принятие [29, с. 76].

Процесс построения корректной организационной структуры важен по следующим причинам:

1. Направление движения компании. При ясной структуре появляется возможность в решении вопросов о порядке принятия решений, а так же в вопросах разрешения различного рода разногласий.

2. Позволяет разделить людей на группы по их основным видам деятельности, позволяя максимизировать эффективность их работы.

Как правило, в теории, существует несколько видов организационных структур:

- а) Линейная организационная структура;
- б) Функциональная структура;
- в) Дивизионная структура;
- г) Рыночная структура;
- д) Матричная структура.

Анализируя действующую организационную структуру исследуемой компании, следует отметить, что она является функциональной. Во главе организационной структуры отдельным звеном выделен руководитель – генеральный директор, связующий и контролирующий всю функциональную деятельность предприятия и всех процессов связанных с ней [31, с. 487].

Этот вид организационной структуры классифицирует людей согласно функции, которую они выполняют в профессиональной жизни.

Более детально рассматривая организационную структуру ЗАО «ВЕЛТА-2», следует отметить, что для того, чтобы поставленные цели деятельности предприятия осуществлялись в компании, существует разветвление организационной структуры на различные подразделения – департаменты (коммерческий департамент; финансово-экономический департамент (бухгалтерия); внешнеэкономический департамент; таможенный департамент).

Помимо этого следует отметить, что непосредственно генеральному директору подчиняется главный бухгалтер, отвечающий за организацию бухгалтерского учета на предприятии. Более подробно организационная структура компании ЗАО «ВЕЛТА-2» представлена на рисунке 2.1.

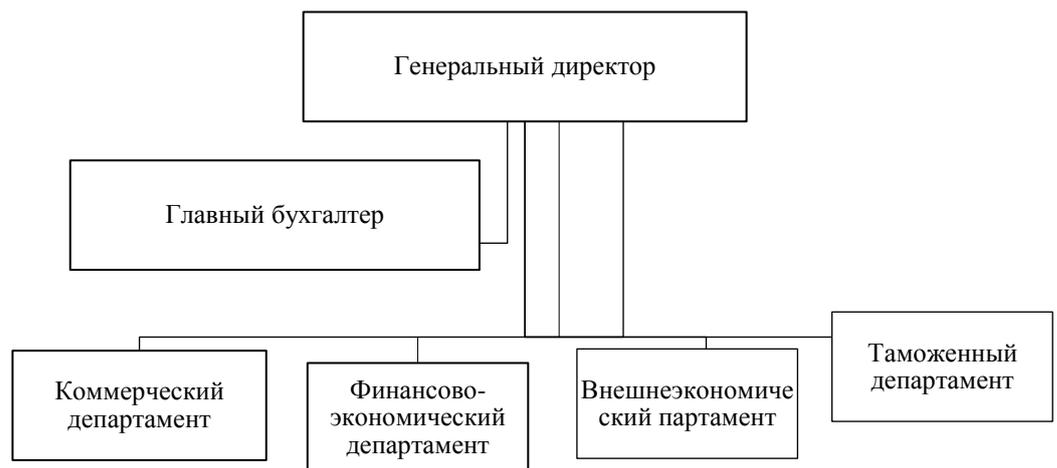


Рис 2.1. Организационная структура ЗАО «ВЕЛТА-2»

Действующая организационная структура позволяет, на данном этапе развития компании, эффективно вести свою деятельность. Каждое отдельное подразделение выполняет свои определенные функции. Так, коммерческий департамент ведет свою работу со всем, что связано с продажами, заключением и оформлением необходимых видов документов и соглашений, формирует цены на продукцию, следит за деятельностью рынка, с целью поддержания необходимого уровня развития компании. Финансово-экономический

департамент совместно с бухгалтерским отделом следит за текущей финансовой ситуацией компании, прогнозирует ее дальнейшие направления деятельности, темпы роста и развития. Внешнеэкономический департамент отвечает за все вопросы, связанные с внешнеэкономической деятельностью предприятия, а именно, с взаимодействием с иностранными партнерами (по этой причине, так как основной партнер - Турция, у компании данный департамент действует на территории Турции). Таможенный департамент имеет два подразделения в Москве (принимает машины) и в Новороссийске (принимает корабли), основной их деятельности является – соблюдение Таможенного законодательства и разрешение спорных ситуаций Таможней РФ.

Таким образом, можно проследить, что действительно, каждый департамент отвечает за определенную область и его деятельность минимально пересекается с деятельностью других департаментов. На данном этапе развития компании такая структура эффективна.

Анализ динамики валюты баланса, структуры активов и пассивов организации позволяет сделать ряд важных выводов, необходимых как для осуществления ее текущей финансово-хозяйственной деятельности, так и для принятия управленческих решений на перспективу. Далее проанализируем структуру активов баланса за последние 3 года в таблице 2.1.

Из таблицы 2.1 видно, что в структуре баланса в 2014 и в 2016 году наибольший удельный вес занимают запасы, на их долю приходится 96,01% и 94,6%. Однако значение этого показателя активов в 2016 году в сравнении с предыдущими годами снижается. Данный показатель отражает количество материалов, сырья, для производства и реализации продукции, а также материалы, приобретаемые непосредственно для перепродажи и используемые для управленческих нужд организации. Готовая продукция является частью материально-производственных запасов, предназначенных для продажи: конечный результат производственного цикла, активы, законченные обработкой (комплектацией), технические и качественные характеристики которых соответствуют условиям договора или требованиям иных документов,

в случаях, установленных законодательством. Опираясь на эти цифры, можно предположить, что основная часть запасов была реализована и не восполнялась в течение последних лет.

Таблица 2.1

## Структура активов баланса ЗАО «Велта-2» за 2014-2016 гг.

тыс. руб.

№	Показатели баланса	2014г.	2015г.	2016г.	Удельный вес, %		
					2014г.	2015г.	2016г.
АКТИВЫ							
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ							
1	Нематериальные активы						
2	Основные средства	34	21	10	0,54	0,27	0,21
3	Отложенные налоговые активы	-	-	-	-	-	-
4	Прочие внеоборотные активы	-	-	-	-	-	-
ИТОГО ПО РАЗДЕЛУ I		34	21	10	0,54	0,27	0,21
5	Запасы	5811	7334	4528	93,8	94,6	96,01
6	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	-	-	-	-	-	-
7	Дебиторская задолженность	109	121	151	1,75	1,56	3,2
8	Денежные средства и денежные эквиваленты	241	275	27	3,89	3,54	0,57
9	Финансовые вложения	-	-	-	-	-	-
10	Прочие оборотные активы	-	-	-	-	-	-
ИТОГО ПО РАЗДЕЛУ II		6161	7730	4706	99,46	99,73	99,79
БАЛАНС		6195	7751	4716	100,00	100,00	100,00

Также увеличилась дебиторская задолженность в 2016 году до 3,2%. Увеличение этого показателя отражает иммобилизацию собственных оборотных средств и сопровождается косвенными потерями в доходах за тот или иной период. Другими словами сумма долгов, причитающихся предприятию возросла за последние 2 года в 1,3 раза. В 2016 году значительно

уменьшился показатель денежные средства и денежные эквиваленты до 0,57%. Как следствие можно предположить, что деньги на расчетном счете были направлены на оплату услуг с поставщиками. Основные средства имеют тенденцию к снижению, в процессе работы предприятие выставило на продажу большую часть основных средств.

После анализа таблицы необходимо обратиться к иллюстрационному материалу. Исходные данные баланса за 2014-2016 гг. из таблицы отражены на рис. 2.2.

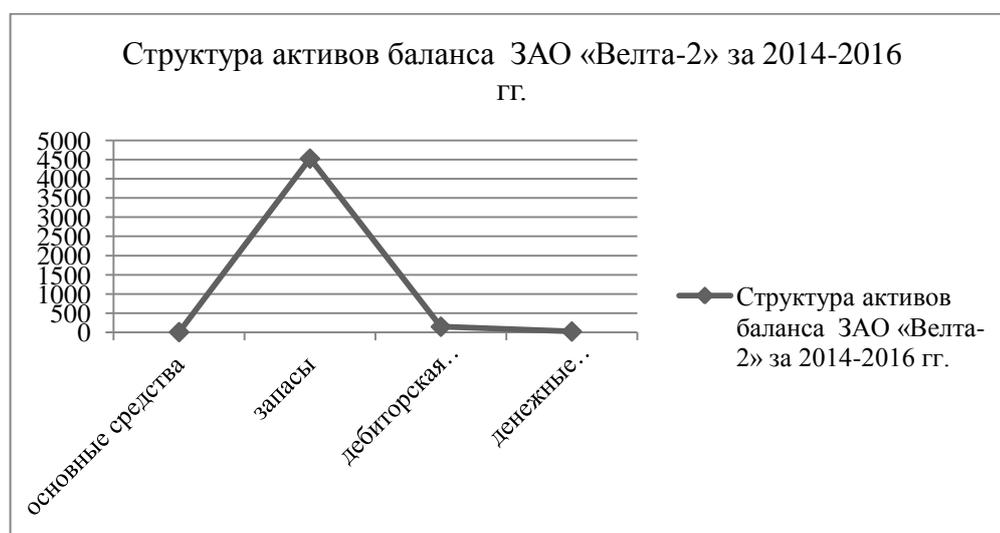


Рис. 2.2. Структура активов баланса ЗАО «Велта-2» за 2014-2016 гг.

Таким образом, большую часть активов предприятия занимают запасы.

Далее в таблице 2.2 проанализируем состав и структуру источников средств (пассива баланса). Из таблицы мы видим, что на протяжении 3 лет уставный капитал предприятия остается неизменным и составляет 10 000 рублей. Что касается кредиторской задолженности, в 2016 году показатель уменьшился: ее удельный вес упал до 3,22% по сравнению с предыдущими годами. Согласно этому можно сделать вывод, что предприятие досрочно погасило все долги перед поставщиками, персоналом, внебюджетными фондами, также по налогам и прочими кредиторами. За счет этого выросли займы в 2016 году, цифра возросла до 600 000, так как предприятию необходимо было закрыть все расчеты с поставщиками и т.д., помимо

собственных средств было принято решение воспользоваться заемными средствами другого предприятия.

Таблица 2.2

## Состав и структура пассива баланса за 2014-2016 гг.

тыс. руб

Показатели баланса	2014	2015	2016	Темп роста, %	
				2015/2014г. *100%	2016/2015г.* 100%
<b>ПАССИВЫ</b>					
<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>					
Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	10	10	10	100,00	100,00
Собственные акции, выкупленные у акционеров	-	-	-	-	-
Резервный капитал	-	-	-	-	-
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	4169	6003	4050	143,9	67,4
<b>ИТОГО ПО РАЗДЕЛУ III</b>	<b>4179</b>	<b>6013</b>	<b>4060</b>	<b>143,8</b>	<b>67,52</b>
Прочие обязательства	-	-	-	-	-
<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>					
Заемные средства	350	0	600	0	-
Кредиторская задолженность	1666	1738	56	104,3	3,22
<b>ИТОГО ПО РАЗДЕЛУ V</b>	<b>2016</b>	<b>1738</b>	<b>656</b>	<b>86,2</b>	<b>37,7</b>
<b>БАЛАНС</b>	<b>6195</b>	<b>7751</b>	<b>4716</b>	<b>125,11</b>	<b>60,8</b>

Для наглядного отражения этих показателей обратимся к рис. 2.3.

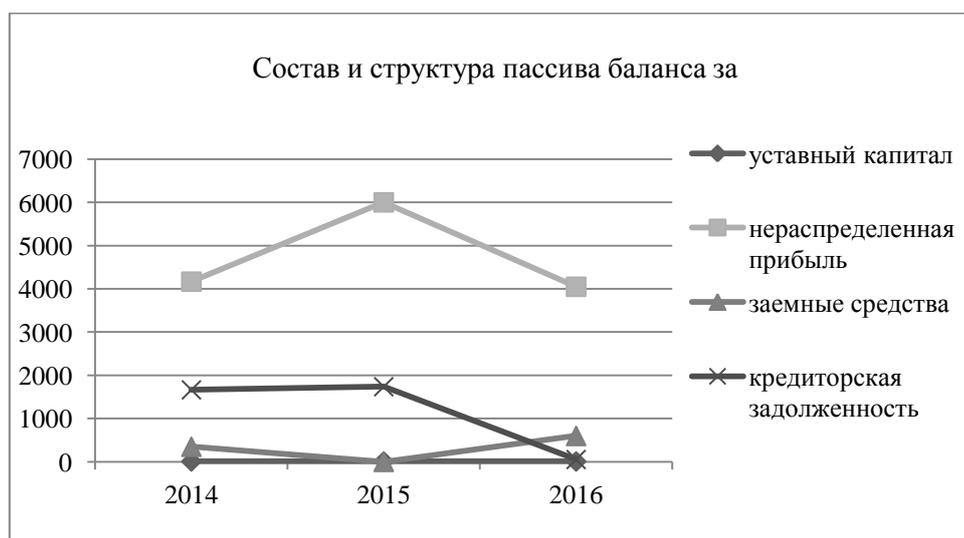


Рис. 2.3. Состав и структура пассива баланса за 2014-2016гг.

По данным рисунка видно, что большую часть пассивов занимает нераспределенная прибыль.

Таким образом, финансовое состояние предприятия, его устойчивость и стабильность зависят от результатов его производственной, коммерческой и финансовой деятельности. Если поставленные задачи в перечисленных видах деятельности успешно реализовываются, то данное явление положительно сказывается на финансово-хозяйственных результатах финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

## 2.2. Оценка стоимости ЗАО «Велта-2» затратным и сравнительным подходами

В первой главе было указано, что провести оценку стоимости компании возможно тремя основными способами, на основании этого будут проведены расчеты и сделаны соответствующие выводы.

Для дальнейшей оценки предприятия стоит обратить внимание на более развернутый анализ показателей, в частности ликвидность и рентабельность компании. Проведем анализ рентабельности на основе данных из бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах.

Таблица 2.3

### Рентабельность ЗАО «Велта-2» за 2016 г.

Наименование показателя	Способ расчета	2015 г.	2016 г.	Отклонение
Рентабельность продаж	$R1 = \frac{\text{прибыль от продаж}}{\text{выручка от продаж}} * 100$	9,5	6,08	- 3,42
Рентабельность чистой прибыли	$R2 = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{суммарная выручка}} * 100$	8,5	5,1	- 3,4
Рентабельность собственного капитала	$R5 = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{средняя стоимость собственного капитала}} * 100$	56	33	- 23
Валовая рентабельность	$R6 = \frac{\text{прибыль валовая}}{\text{выручка от продаж}} * 100$	23,4	22,09	- 1,31
Коэффициент рентабельности прямых затрат	$R7 = \frac{\text{прибыль до налогообложения}}{\text{полная себестоимость проданных товаров}} * 100$	12,4	7,8	- 4,6

Для анализа финансового состояния ЗАО «Велта-2» представлен отчет о финансовых результатах (Приложение 3). Из него мы видим, что большинство показателей за отчетный период больше, чем за аналогичный период предыдущего года.

Рентабельность продаж показывает, что на начало года на единицу реализованной продукции приходилось 9,5% прибыли, а на конец года 6,08% прибыли, что меньше предыдущего показателя на 3,42%.

Рентабельность чистой прибыли демонстрирует долю чистой прибыли в объеме продаж. В 2015 году значение показателя составило 8,5%, а в 2016 году 5,1%.

Рентабельность собственного капитала показывает, что за рассмотренный период показатель уменьшился на 23%, это говорит о том, что инвестирование средств в отчетном периоде происходило неэффективно.

Валовая рентабельность отражает величину валовой прибыли, приходящейся на каждый рубль выручки от продаж. Это показатель финансового анализа, отражающий эффективность деятельности предприятия. Чем выше этот показатель, тем выше доля валовой прибыли в структуре выручки от продаж. В 2016 году значение этого показателя снизилось на 1,31% по отношению к 2015 году.

Коэффициент рентабельности прямых затрат характеризуют эффективность затрат, т.е. какую прибыль получает компания с каждого рубля понесенных прямых затрат. В 2016 году этот показатель уменьшился на 4.6%, значит, именно в этот период окупаемость расходов была минимальна, а использование ресурсов было неэффективным.

Помимо общей структуры и способов функционирования предприятия целесообразно упомянуть о его основных экономических показателях. Далее в таблице 2.4 приведены и рассчитаны финансовые показатели за последние три года.

В анализируемом периоде предприятие продолжает заниматься основным видом деятельности безубыточно, из таблицы видно, что выручка была

увеличена. Темп роста прибыли (45%) меньше, чем темп роста выручки (90%), можно отметить относительное снижение издержек в обращении, что отражает повышение экономической эффективности предприятия. Чистая прибыль уменьшилась в 2016 году, в целом по балансу проявляются изменения в сторону уменьшения активов и прибыли, напрашивается вывод, что предприятие готовится к ликвидации. Уменьшилась выручка (на 10%). Себестоимость за исследуемый период уменьшается на 8%. Доля собственного капитала говорит о финансовой неустойчивости. Более высокие темпы роста выручки от реализации товаров по сравнению с темпами роста активов организации свидетельствуют о повышении эффективности использования ресурсов предприятия. Чистая прибыль используется неэффективно, однако это не вызывает беспокойств, вследствие того, что в следующем году планируется ликвидация предприятия.

Таблица 2.4

Основные экономические показатели деятельности ЗАО «Велта-2» за  
2014-2016 гг.

№	Наименование показателя	Значения показателей тыс. руб.			Темп роста, %
		2014г.	2015г.	2016г.	2016г./2014г.*100%
1	Выручка	35702	33309	32284	90
2	Себестоимость	27222	25498	25152	92
3	Прибыль от продаж	4360	3183	1966	45
4	Стоимость активов	6195	7751	4716	76
5	Чистая прибыль	4005	2852	1657	41
6	Собственный капитал	4179	6013	4060	97
7	Валовая прибыль	8480	7811	7132	84

Для более точной оценки финансового состояния компании, как правило, проводится, оценка ее финансовой устойчивости. В Таблице 2.5 отражены показатели, определяющие платежеспособность компании.

Это является составной частью общей устойчивости предприятия, сбалансированность финансовых потоков, наличие средств, позволяющих организации поддерживать свою деятельность в течение определенного

периода времени, в том числе обслуживая полученные кредиты и производя продукцию.

Таблица 2.5

Основные показатели финансовой устойчивости ЗАО «Велта-2»

Показатель	Значение показателя		Изменение показателя (2016 гг.-2015 гг.)	Нормальное значение показателя
	2015г	2016г		
Коэффициент текущей ликвидности	4.4	7.2	2.8	от 1,5 до 2,5
Коэффициент быстрой (срочной) ликвидности	0.22	0.27	0.05	более 0.8
Коэффициент абсолютной ликвидности	0.15	0.04	0.09	более 0.2
Чистый оборотный капитал	5992	4050	-1942	более 0
Коэффициент финансовой независимости	0.77	0.86	0.09	более 0.5

Коэффициент текущей ликвидности показывает, сколько рублей текущих активов приходится на один рубль текущих обязательств. Этот показатель как в 2015 так и в 2016 году превысил норму, что говорит о недостаточной активности оборотных активов, также это может свидетельствовать о недостаточной структуре капитала.

Коэффициент быстрой (срочной) ликвидности показывает, насколько возможно будет погасить текущие обязательства, если положение станет критическим. Значением этого показателя интересуются банки, поставщики, акционеры, поскольку компания может столкнуться с обстоятельствами, в которых она немедленно должна будет оплатить какие-то непредвиденные расходы. Значит, ей понадобятся вся ее денежная наличность, ценные бумаги, дебиторская задолженность и другие средства оплаты, т. е. часть активов, которая может быть превращена в наличность. Во всех случаях расчета этот показатель оказался значительно ниже нормы, что указывает на недостаточную платежеспособность предприятия.

Коэффициент абсолютной ликвидности показывает, какую часть краткосрочной задолженности организация может погасить в ближайшее время за счет наиболее ликвидных активов (денежных средств и краткосрочных ценных бумаг). Динамика этого показателя в 2016 году снизилась, да и в целом показатель ниже нормы, это говорит о недостаточных остатках денежных средств - свидетельство их эффективного использования.

Чистый оборотный капитал снизился на 1942 т. р. в 2016 году, это говорит о снижении обязательств и оборотных активов предприятия.

Коэффициент финансовой независимости показывает долю активов организации, которые покрываются за счет собственного капитала, то есть насколько организация автономна от кредиторов. В данном случае показатель находится в пределах нормы и возрастает в динамике.

Таким образом, предприятие не восполняет действующие запасы, этот показатель снижен в динамике в 2016 году. Косвенно уменьшились доходы и денежные средства и их эквиваленты, также предприятие за последние 3 года погасило все долги перед персоналом, поставщиками и внебюджетными фондами. Показатель рентабельности отражает снижение прибыли и страдает финансовая устойчивость предприятия.

Ликвидность ЗАО «Велта-2» по большинству из рассматриваемых коэффициентов имеет низкие показатели, или недостаточные для нормы - активы стали неликвидны. В целом по балансу проявляются изменения в сторону уменьшения активов и прибыли, напрашивается вывод, что предприятие готовится к ликвидации.

Проанализировав финансовые показатели, было выяснено, что предприятие готовится к ликвидации. Оценка стоимости предприятия будет рассчитана при помощи затратного подхода.

Затратный подход основан на определении рыночной стоимости всего имущества компании, за вычетом долговых обязательств. Для осуществления процедуры оценки стоимости ликвидируемого предприятия необходимо

обратиться к расчетам метода чистых активов или ликвидационной стоимости рис.2.4 [38, с. 119].

ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД	
<i>Стоимость предприятия = Стоимость активов – Стоимость обязательств</i>	
Метод стоимости чистых активов Стоимость бизнеса равна рыночной стоимости всех активов предприятия за вычетом текущей стоимости обязательств.	Метод ликвидационной стоимости Стоимость бизнеса равна суммарной стоимости всех активов предприятия за вычетом обязательств и с учетом затрат на его ликвидацию.

Рис. 2.4. Затратный подход и присущие ему методы

Как обозначалось в параграфе 1.2, выбор метода зависит от того, будет ли предприятие дальше функционировать или нет. Так как на предприятии производится упорядоченная ликвидация и не планируется оставлять предприятие действующим, будет рассмотрен метод ликвидационной стоимости.

Ликвидационная стоимость – не что иное, как денежный показатель оценки объекта с учетом величины издержек, связанных с его продажей.

Ликвидационная стоимость основных средств представляет собой сумму, которую организация ожидает получить от реализации необоротных активов после окончания срока их полезного использования за вычетом издержек, связанных с их ликвидацией.

Таким образом, ликвидационная стоимость может рассчитываться в случае последующей продажи основных средств или их ликвидации по окончании срока полезного использования.

Рассчитаем упорядоченную ликвидационную стоимость предприятия ЗАО «Велта-2». Основные характеристики данного вида ликвидационной стоимости базируются на тезисе, что для продажи активов предприятия, безусловно, требуется определенное количество времени, с целью получения наибольшей прибыли за их реализацию.

Для начала определим последовательность действий при оценке ликвидационной стоимости предприятия ЗАО «Велта-2»:

- Проводится анализ баланса предприятия ЗАО «Велта-2»;
- Проводится разработка календарного графика ликвидации активов предприятия ЗАО «Велта-2»;
- Рассчитываются активы после внесения корректировок ЗАО «Велта-2»;
- Рассчитывается дисконтирование стоимости активов ЗАО «Велта-2»;
- Проводится расчет затрат на ликвидацию ЗАО «Велта-2»;
- Рассчитывается ликвидационная стоимость активов ЗАО «Велта-2», которая уменьшается на сумму расходов, связанных с владением активами до их продажи [58, с.16].

Анализ баланса ЗАО «Велта-2» был приведен в таблице 2.1, откуда следовали выводы, что большую долю в активах занимают оборотные средства, а именно запасы, а большую долю в пассивах занимает капитал и резервы, а именно нераспределенная прибыль. Из анализа баланса видно, что ЗАО «Велта-2» постепенно избавляется от своих активов. Единственным показателем, который имеет положительную тенденцию являются заемные средства.

Далее, в таблице 2.6 разработаем календарный график ликвидации активов.

Таблица 2.6

Календарный график ликвидации активов ЗАО «Велта-2»

Вид активов	% корректировки	Срок ликвидации (мес.)	Ставка дисконтирования
Основные средства	-25	12	40
Дебиторская задолженность	-35	9	35
Денежные средства и эквиваленты	-45	6	25
Запасы	-15	3	20

При корректировке стоимости ликвидационных активов ЗАО «Велта-2» учитываем все затраты на ликвидацию, а именно: комиссионные затраты, скидки с продаж и т.д. сложность применения такой методики заключается в

установлении величины корректировки, которую еще называют скидкой. Дело в том, что эта скидка сама зависит от множества факторов, в частности: от привлекательности актива для покупателей; от сроков реализации, и т.д. Поэтому оценка указанной скидки происходит экспертным путем, а ее величина обычно колеблется в пределах 10-50% и даже выше.

Даже если организация не работала, не было никаких операций, срок ликвидации не может составить менее двух месяцев. Если же организация вела деятельность, есть работники, то процесс ликвидации может затянуться. Увольнение работников при ликвидации производится согласно п. 1 ч. 1 ст. 81 ТК РФ, при этом увольняются абсолютно все работники [3]. Однако в п. 6 ст. 57 Федерального закона «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 N 208-ФЗ внесены изменения, и с 1 сентября 2017 года, установлен максимальный срок – один год (12 месяцев) [4]. В целом сроки ликвидации всех активов варьируются от 1 до 12 месяцев. В данном случае сроки устанавливались экспертным путем.

Далее, в таблице 2.7 рассчитаем активы после ликвидации с учетом корректировок за 2016 год.

Таблица 2.7

## Расчет активов ЗАО «Велта-2» с учетом корректировок

Активы предприятия	Балансовая стоимость, тыс. руб.	% корректировки	Стоимость после корректировки, тыс. руб.
Основные средства	10	-25	7,5
Дебиторская задолженность	151	-35	98,15
Денежные средства и эквиваленты	27	-45	14,85
Запасы	4528	-15	3848,8
Итого	4716	-	3969,3

Далее, в таблице 2.8 проведем дисконтирование стоимости активов ЗАО «Велта-2».

Таблица 2.8

Расчет дисконтирования стоимости активов ЗАО «Велта-2».

Активы предприятия	Стоимость после корректировки, тыс. руб.	Срок ликвидации, мес.	Ставка дисконтирования	Дисконтирование (D)	Ликвидационная стоимость, тыс. руб.
Основные средства	7,5	12	0,4	0,7	5,25
Дебиторская задолженность	98,15	3	0,2	0,95	93,2425
Денежные средства и эквиваленты	14,85	9	0,35	0,79	11,7315
Запасы	3848,8	3	0,2	0,95	3656,36
Итого	3969,3	-	-	-	3766,58

Формула дисконтирования (D):

$$\frac{S}{(1+i)^n} \quad (2.1)$$

где  $i$  - ставка дисконтирования;  $n$  - срок ликвидации актива.

Формула для определения ликвидационной стоимости:

$$(2.2)$$

Таким образом, упорядоченная ликвидационная стоимость активов предприятия ЗАО «Велта-2» равна 3766,58 тыс. руб.

После ликвидации предприятия должна быть выплачена дебиторская задолженность в сумме 93,24 тыс. руб. В связи с ликвидацией предприятия потребуются определенные расходы, произведем их расчет.

Ликвидационная стоимость активов ЗАО «Велта-2» должна быть уменьшена на расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, сохранение оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации.

Сроки дисконтирования соответствующих затрат определяется по календарному графику продажи активов предприятия.

Далее, в таблице 2.9 проведем расчет затрат на ликвидацию.

Таблица 2.9

## Затраты на ликвидацию ЗАО «Велта-2»

Затраты	Затраты в месяц, тыс. руб.	Сроки затрат, мес.	Ставка дисконтирования	Текущая стоимость затрат, тыс. руб.
Охрана основных средств	15	12	0,35	180
Охрана запасов	10	3	0,35	30
Управленческие расходы	12	12	0,25	144
Итого	37	-	-	354

Итак, текущая стоимость затрат на ликвидацию ЗАО «Велта-2» составила: 354 тыс. руб. Затраты на охрану основных средств и охрану запасов приведены с учетом средней заработной платы охранников по Белгородской области. Управленческие расходы связаны с заработной платой бухгалтера на момент ликвидации.

Далее проведем расчет ликвидационной стоимости предприятия ЗАО «Велта-2».

Ликвидационная стоимость предприятия рассчитывается как упорядоченная ликвидационная стоимость активов за вычетом расходов на ликвидацию и текущей кредиторской задолженности.

Ликвидационная стоимость =  $3766,58 - 354 - 56 = 3356,58$  тыс. руб.

Таким образом, ликвидационная стоимость предприятия ЗАО «Велта-2» составляет 3356,58 тыс. руб.

Сравнительный подход. Данный подход предполагает сравнения оцениваемой компании с компанией (ями) -аналогом(и). Однако необходимо отметить, что критерии отбора таких компаний являются достаточно жесткими, необходимо соблюдение следующих условий:

- Отраслевая принадлежность;
- Подотраслевая принадлежность;
- Объем выпускаемой продукции;
- Структура производства;
- Структура рынка сбыта;
- Стоимость активов [48, с. 172].

Как правило, при поиске компаний-аналогов используются различные рейтинги, отражающие различные показатели компаний. На основании данных Росстата, невозможно определить какую-то одну компанию, или несколько с которыми можно было бы сравнить ЗАО «Велта-2», по необходимым критериям. Другими словами, вышеперечисленные условия - не выполняются. К тому же деятельность компаний на рынке продаж пищевых продуктов довольно диверсифицирована, что не дает возможности провести оценку стоимости компании данным способом.

Таким образом, проводить оценку стоимости ЗАО «Велта-2» сравнительным подходом не представляется возможным, в виду отраслевой принадлежности компании, размером компании, направлениями ее деятельности и особенностями непосредственно связанным с этим фактом.

### 2.3. Оценка стоимости ЗАО «Велта-2» доходным подходом

Для полноты получаемых об организации данных, а также определения текущей стоимости будущих доходов необходимо также рассмотреть оценку при помощи доходного подхода. Данный метод наиболее полно отражает, каковы перспективы оцениваемого бизнеса. Основной из принципов данного подхода является ожидание, согласно которому покупатель делает выводы о стоимости собственности в зависимости от предполагаемого дохода (отдачи)

Произведем анализ стоимости бизнеса предприятия следующими методами:

1. Методами дисконтированного денежного потока;
2. Методами капитализации дохода [53, с. 82].

Для расчетов в таблице 2.6 представим исходные данные.

Таблица 2.6

Исходные данные для расчета стоимости бизнеса доходными методами

Наименование показателя	Обозначение показателя	Значение
Доля обязательств, %	$\delta = D_f / (E_f + D_f)$	14
Доля собственных средств, %	$\delta = E_f / (E_f + D_f)$	86
Капитальные вложения, тыс. руб.	CE	0
Амортизация, тыс. руб.	D	11
Изменение недежной части оборотных средств, тыс. руб.	$\Delta NCWC$	-2806
Прибыль до выплаты процентов и налогов, тыс. руб.	ЕБИТ	1980
Ставка налога на прибыль, %	T	20
Рентабельность собственного капитала организации (стоимость акционерного капитала), %	$k_e = ROE$	33
Стоимость обязательств компании, %	$k_d$	0

Доля обязательств рассчитывается следующим образом:

$$\text{—} 100\% \quad (2.1)$$

где  $D_f$  – рыночная стоимость долгов (итоговые данные о краткосрочных и долгосрочных обязательствах предприятия) = 656 тыс. руб.

$E_f$  – рыночная стоимость акционерного капитала (собственный капитал предприятия (строка 1300)) = 4060 тыс. руб.

Итого, доля обязательств составляет  $\delta = 656 / (4060 + 656) * 100\% = 14\%$

Капитальных вложений в отчетном году нет, т.к. денежные потоки в связи с операциями от инвестиционной деятельности равны нулю. Это связано с тем, что предприятие готовится в ликвидации.

Так как в 2016 году на предприятии не было продажи и приобретения основных средств (основываясь на отчете о движении денежных средств), то снижение стоимости основных средств происходит на сумму амортизации.

Неденежной частью оборотных активов является запасы предприятия, которые определяются из бухгалтерского баланса по строке 1210, следовательно  $\Delta NCWC = 4528 - 7334 = -2806$

Прибыль до уплаты процентов и налогов  $EBIT =$  Прибыль (убыток) до налогообложения (стр.2300) + Проценты к уплате (стр. 2330) = 1980 + 0 = 1980 тыс. руб.. Как видно из расчетов прибыль до уплаты процентов и налогов равна прибыли до налогообложения. Это связано с тем, что полученные заемные средства в размере 600 тыс. руб., в соответствии со строкой 1510 бухгалтерского баланса, предприятие получило в беспроцентный заем от другого предприятия.

Определим рентабельность собственного капитала по формуле:

$$\text{---} \quad (2.2)$$

где ЧП – чистая прибыль, которая равна в соответствии с отчетом о финансовых результатах за 2016 год 1657 тыс. руб.

СК – собственный капитал, который составляет в соответствии с бухгалтерским балансом предприятия  $(6013 + 4040) / 2 = 5027$  тыс. руб.

Следуя формуле, показатель равен  $ROE = 1657/5027 * 100\% = 33\%$

Стоимость обязательств компании рассчитывается из отношения процентов к уплате (строка 2330 отчета о финансовых результатах) к заемному капиталу (строка 1400 + строка 1510 бухгалтерского баланса) и равна  $0/(0+656) * 100\% = 0\%$ .

В основу доходного подхода положены принципы замещения и ожидания, которые реализованы в совокупности методов оценки стоимости, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки. Поэтому при анализе стоимости бизнеса найдем доход при вероятности не ликвидации предприятия.

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

Таким образом, собственник не продаст предприятие по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов.

Произведем анализ стоимости бизнеса предприятия доходными методами при условии, что руководство собирается ликвидировать его в будущем периоде.

Длительность прогнозного периода, как правило, является минимальным периодом, в течение которого ежегодные показатели деятельности предприятия могут быть спрогнозированы с наиболее высокой степенью достоверности (на практике – 5–10 лет).

Приведем расчет для трех методов, предположив, что на данном предприятии доля обязательств является постоянной величиной по всему интервалу прогноза, и исходя из нее и величины ожидаемых потоков определяется требуемая величина заемных средств. Такое предположение мы сделали основываясь на том, что предприятие находится на пороге ликвидации. Срок добровольной ликвидации составляет от 4 до 8 месяцев, поэтому рассчитаем стоимость бизнеса на период 5 месяцев.

Метод дисконтирования денежных потоков для компании рассматривает свободный денежный поток фирмы (Free Cash Flow to Firm).

$$\text{FCFF} = \frac{\text{EBIT} \cdot (1 - T) - \text{CE} + \text{D} - \Delta \text{NCWC}}{1 + k_c} + \frac{\text{FCFF}_1}{(1 + k_c)^2} + \dots + \frac{\text{FCFF}_n}{(1 + k_c)^n} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{k_c \cdot (1 + k_c)^n} \quad (2.3)$$

где EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) – прибыль до выплаты процентов по обязательствам и до выплаты налогов;

T – ставка налога;

CE (Capital Expenditures) – капитальные затраты;

D – амортизация;

$\Delta \text{NCWC}$  (non-cash working capital) – изменения величины не денежной части оборотного капитала;

Ставка дисконтирования для всего инвестированного капитала определяется как средневзвешенная стоимость капитала.

$$k_c = \frac{E_f}{E_f + D_f} \cdot k_e + \frac{D_f}{E_f + D_f} \cdot k_d \quad (2.4)$$

где  $k_e$  – стоимость акционерного капитала;

$k_d$  – стоимость обслуживания долга;

$E_f$  – рыночная стоимость акционерного капитала;

$D_f$  – рыночная стоимость долгов;

$$V = \frac{\text{FCFF}}{k_c} + \frac{\text{FCFF}_1}{k_c \cdot (1 + k_c)} + \dots + \frac{\text{FCFF}_n}{k_c \cdot (1 + k_c)^n} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{k_c \cdot (1 + k_c)^n} \quad (2.5)$$

где  $V$  – рыночная стоимость компании (акционерного капитала).

Поскольку поток генерируется всем капиталом, для расчета рыночной стоимости акционерного капитала в окончательном выражении отнята стоимость обязательств.

В таблице 2.7 представим расчет оценки стоимости бизнеса предприятия по методу дисконтирования денежных потоков. Для компании рассматривается свободный денежный поток фирмы (Free Cash Flow to Firm).

$$\text{FCFF} = 1980 \cdot (1 - 0,2) - (0 - 11) - (-2806) = 4401$$

$$WACC=33\%*0,86+0\%*0,14*(1-20/100)=28,38\%$$

$$PVe=11061-656=10405 \text{ тыс. руб.}$$

Таблица 2.7

Расчет стоимости компании через свободный денежный поток для всей  
фирмы

тыс. руб.

Показатель	Периоды (годы)				
	1	2	3	4	5
Прибыль до выплаты процентов по обязательствам и до выплаты налогов за вычетом налога на прибыль, тыс. руб.	1584	1584	1584	1584	1584
Капитальные затраты с учетом амортизации, тыс.руб.	-11	-11	-11	-11	-11
Изменение неденежный оборотный капитал, тыс. руб.	-2806	-2806	-2806	-2806	-2806
Сводный денежный поток, тыс. руб.	4401	4401	4401	4401	4401
WACC	28,38				
$1/(1+WACC)^t$	0,779	0,607	0,473	0,368	0,287
Предельная стоимость, тыс. руб.	3428	2670	2080	1620	1262
Стоимость фирмы, тыс. руб.	11061	-	-	-	-
Стоимость капитала, тыс. руб.	10405		-	-	-

Так как доходный метод показывает возможную прибыль на наиболее достоверный период, то стоимость предприятия сейчас это возможная упущенная прибыль в будущем при ликвидации предприятия. Из расчетов

видно, что оценка стоимости бизнеса по дисконтированному методу равна 10405 тыс. руб.

Дисконтирование денежных потоков есть приведение стоимости потоков платежей, выполненных в разные моменты времени, к стоимости на текущий момент времени. Дисконтирование денежных потоков отражает тот экономический факт, что сумма денег, которой мы располагаем в настоящий момент, имеет большую реальную стоимость, чем равная ей сумма, которая появится в будущем.

Метод дисконтирования денежных потоков для акционерного капитала основывается на анализе свободного денежного потока, относящегося только к акционерному капиталу (Free Cash Flow to Equity):

$$- \quad - \quad - \quad - \quad - \quad - \quad (2.6)$$

где  $NI = (EBIT - I) * (1 - T)$ ,

NI – чистая прибыль;

PR – выплаты по обязательствам;

NDI – новые займы;

I – выплаты процентов по обязательствам (произведение ставки по обязательствам на величину обязательств).

В случае если предусматривается рост доходов, но соотношение между долгами и акционерным капиталом будет постоянным формула (2.6) записывается в следующем виде:

$$FCFE = NI - (1 - \delta)(CE - D) - \Delta NCWC (1 - \delta) \quad (2.7)$$

где  $\delta$  - соотношение обязательства/(обязательства + акционерный капитал);

$$\text{—————} \quad (2.8)$$

где — рыночная стоимость компании (акционерного капитала).

В отчете о финансовых результатах отмечено, что в 2016 году нет процентов к уплате, т.е. выплат по обязательствам. При этом на основе строки 1510 бухгалтерского баланса предприятия приобрело беспроцентный займ у

другого предприятия в размере 600 тыс. руб. Чистая прибыль равна  $NI=(1980-0)*(1-20/100)=1584$  тыс. руб.

Следовательно,  $FCFE = 1657-(0-11)-(2806)-(0-0)=4474$  тыс. руб.

Стоимость бизнеса, рассчитанная данным методом равна 11513 тыс. руб.

Таблица 2.8

Расчет стоимости компании через свободный денежный поток для  
акционерного капитала

тыс. руб.

Показатель	Периоды (год)				
	1	2	3	4	5
Чистая прибыль, тыс. руб.	1584	1584	1584	1584	1584
Капитальные затраты с учетом амортизации, тыс.руб.	-11	-11	-11	-11	-11
Изменение неденежный оборотный капитал, тыс. руб.	-2806	-2806	-2806	-2806	-2806
Выплаты по обязательствам за исключением новых займов, тыс. руб.	-600	-600	-600	-600	-600
Сводный денежный поток, тыс. руб.	5001	5001	5001	5001	5001
$k_e$	33				
$1/(1+k_e/12)^{t*12}$	0,752	0,565	0,425	0,320	0,240
Предельная стоимость, тыс. руб.	3760	2827	2126	1598	1202
Стоимость фирмы, тыс. руб.	11513	-	-	-	-

Произведем анализ оценки стоимости бизнеса предприятия методом капитализации дохода.

Формула расчета капитализации доходов имеет следующий вид:

$$\text{—} \quad (2.9)$$

– доход: выручка по балансу, прибыль до налогообложения по балансу, чистая прибыль по балансу, размер дивидендных выплат, денежные потоки – за прогнозируемый период (для нашего предприятия пять лет);

R – ставка капитализации.

$$(2.10)$$

где WACC – ставка дисконтирования;

$g$  – прогнозируемый темп прироста доходов компании.

Для расчета стоимости предприятия возьмем данные балансовой чистой прибыли из отчета о финансовых результатах: в 2016 году она равна 1657 тыс. руб., а в 2015 году 2852 тыс. руб.

Темп снижения чистой прибыли составляет:  $1657/2852*100-100=-42\%$

$R=28,38-(-42)=70,38\%$

Тогда стоимость бизнеса предприятия равна:

$PVe=1657*5/0,7038=11772$  тыс. руб.

Стоимость бизнеса доходным методом капитализации дохода составляет 11772 тыс. руб.

Применение методов доходного подхода наиболее обосновано для предприятий, имеющих определенную историю прибыльной хозяйственной деятельности и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития и мало применимы для оценки недействующих предприятий или предприятий, терпящих систематические убытки, т.к. рыночная стоимость в этом случае будет отрицательной величиной.

Таким образом, при выполнении всех сформулированных условий результаты оценки, выполненной на основании трех денежных потоков, как и следовало ожидать, практически совпадают. Можно сделать вывод, что не смотря на то, что акционеры предприятия решили ликвидировать его, оценка стоимости бизнеса показала эффективность продолжения работы предприятия и привлекательность его для инвесторов.

## ГЛАВА 3. НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В СООТВЕТСТВИИ С СОВРЕМЕННЫМ ОПЫТОМ

### 3.1. Современные подходы к оценке стоимости бизнеса

Классические подходы к оценке бизнеса часто демонстрируют свою ограниченность и, чаще всего, представляют противоречивые результаты, согласование которых путем абстрактного экспертного анализа не может дать объективного отражения стоимости предприятия. Каждое предприятие уникально по-своему, а экономическая мысль постоянно развивается, выявляются все новые факторы, влияющие на стоимость объекта оценки, изменяются взгляды на процесс формирования стоимости, как следствие, появляются все новые методики оценки [21, с.139]. Если рассматривать методы доходного подхода, то, прежде всего им присуща значительная недооценка стоимости предприятий, функционирующих в условиях неопределенности. Основной причиной, является отсутствие гибкости оцениваемого бизнеса и соответственно должной реакции менеджмента на негативные изменения внешней среды. Далее представлено повествование о новых подходах к оценке бизнеса и новых направлениях в управлении отечественными предприятиями. Особенно это касается развивающихся предприятий, холдингов, а также предприятий, переживающих кризис своей деятельности [42, с. 82].

Основными субъектами оценки являются заинтересованные лица, такие как оценщик, заказчик оценочных услуг, собственник или временный пользователь объекта оценки, а также лица, заинтересованные в приобретении объекта оценки. Все они могут быть как физическими, так и юридическими лицами. В России с 1917 года и до 1992 года решения о стоимости принимали государственные органы, ориентируясь при этом на фактические затраты. С переходом российской экономики на рыночный путь развития возникла необходимость в объективной оценке стоимости предприятий и других форм бизнеса. Поскольку опыт, накопленный за период социалистического развития,

оказался недостаточным, пришлось перенимать зарубежные методики в области теории и практики оценки рыночной стоимости предприятий [61, с. 30].

Существует ряд альтернативных методов, которые созданы из-за сложившихся ограничений при применении стандартных моделей оценки бизнеса. Например, метод анализа с применением коэффициентов прибыльности требует наличия информации о прибылях компании за прошлые периоды. Появление новой экономики с большим количеством компаний, у которых история прибылей практически отсутствует, вынудило аналитиков разработать ряд методов, использующих другие коэффициенты, а именно коэффициент цена к объему продаж. Методика дисконтирования будущих денежных потоков предполагает, что структура капитала компании не изменяется с течением времени [62, с.119]. При выкупе с использованием финансового рычага или реструктуризации долгов приобретенной компании после сделки приобретения необходимы модели, отличающиеся от привычных методов, которые решат проблему предположения о стабильности структуры капитала. Среди таких методов оценки наиболее известными являются метод скорректированной текущей стоимости и метод оценки собственного капитала [45, с. 73].

Определенные ограничения, связанные с использованием для оценки учетной прибыли, заставили некоторых аналитиков искать способы усовершенствования классических методов измерения стоимости компаний, в результате чего появился ряд новых методов, таких как метод экономической стоимости. И наконец, для случаев, где структура инвестиций подразумевает последовательные этапы финансирования, некоторые аналитики предпочитают использовать метод реального опциона.

Первостепенно стоит сделать акцент на модели оценки Блэка-Шоулза, которая без сомнений удобна для оценки стоимости компаний. Этот гибкий метод позволяет раскрыть все существующие возможности компании и извлечь максимальную выгоду в дальнейшем.

В настоящее время, при нарастающей популярности метода, о возможностях и пределах его применения ведутся активные дискуссии. Важнейшая особенность метода заключается в получении более объективных результатов оценки бизнеса [62].

Данная модель представляет стоимость бизнеса как стоимость колл - опциона, составленного из активов и обязательств компании. Стоимость компании в рамках модели Блэка-Шоулза выражается следующим образом:

$$(3.1) [47, с. 35]$$

где  $S$  – рыночная стоимость активов;

$X$  – стоимость обязательств

– непрерывно начисляемая безрисковая процентная ставка за период  $t$ ;

$t$  – период истечения опциона;

– кумулятивные нормальные вероятности функции плотности распределения;

При проведении оценки данным методом, для получения различных управленческих решений стоит также сравнивать полученные результаты с результатами, рассчитанными альтернативными методами, для отражения полноты полученных данных оцениваемого объекта [47, с.18].

Метод реальных опционов в оценке бизнеса в настоящее время является одним из наименее разработанных методов оценки собственности из группы методов доходного подхода к оценке бизнеса. Данный метод, применительно к оценке бизнеса, предполагает учет в стоимости бизнеса составляющей, которая сформирована управленческой гибкостью компании и не может быть учтена при оценке другими методами доходного подхода к оценке бизнеса [19, с.76].

Стоимость бизнеса, согласно методу реальных опционов, представляет собой совокупность двух составляющих стоимости бизнеса: оцененной методом дисконтированных денежных потоков и стоимости имеющихся у компании

реальных опционов. Реальные опционы компании в свою очередь являются крайне ценным объектом для анализа при оценке бизнеса, позволяющим раскрыть существующие возможности компании адаптироваться к изменениям в ее окружении и извлекать выгоды из своей управленческой гибкости. При признании того факта, что различные возможности оздают часть ее стоимости, наиболее «узким местом» процесса формирования стоимости бизнеса, зачастую обуславливающим отказ от анализа реальных опционов, является сложность методов их оценки. Тем не менее, реальные опционы компании нуждаются в надежной оценке, для того чтобы иметь возможность экспертам-оценщикам обоснованно учитывать их стоимость при оценке бизнеса.

Опцион представляет собой контракт, заключаемый между двумя инвесторами, один из которых продает (выписывает) опцион, а другой покупает его и приобретает тем самым право (но не обязанность) в течение оговоренного в условиях опциона срока либо купить, либо продать по фиксированной цене определенное количество или значение конкретного базисного актива.

Опционы бывают двух типов: опционы, которые дают право купить - опционы колл (call options), и опционы, которые дают право продать - опционы пут (put options) [47, с. 12].

Характерными параметрами опциона являются:

- премия или стоимость опциона;
- цена исполнения;
- срок до истечения контракта;
- размер контракта или единица торговли;
- волатильность (изменчивость) цены базисного актива [17, с. 46].

В сделках с опционами основной риск несут подписчики опционов, т.е. продавцы, так как их прибыль всегда ограничена величиной премии, а возможные убытки при неблагоприятном движении цены базисного актива неограниченны. Держатель опциона при неблагоприятном для него движении цены просто отказывается от своего права и теряет премию. Такое асимметричное

распределение рисков и необычность структуры сделок делают применение опционов чрезвычайно сложным и требующим точных расчетов и прогнозов.

Применение методики реальных опционов к оценке стоимости компании основано на следующей логике: если фирма берет банковский кредит или выпускает облигационный заем, она фактически продает активы кредиторам, имея при этом колл-опцион на их выкуп (по цене основного долга с процентами). Если к моменту погашения займа стоимость активов превысит обязательства, компания погасит долг, сняв тем самым обременение со своего имущества; в противном случае, она предпочтет не исполнить опцион и подвергнуться процедуре банкротства [20, с. 53].

При оценке современной стоимости предприятия, важной концепцией стало измерение прироста стоимости и использование стоимостного подхода к управлению предприятием. Был разработан и внедрен в процедуру оценки компаний новый показатель и назван «Экономическая добавленная стоимость» (Economic value added — EVA). Новшество показателя EVA заключается в измерении прироста акционерной стоимости. Если EVA имеет положительное значение, то оцениваемая компания создала стоимость за анализируемый период, если EVA отрицательна — стоимость сократилась. Постепенно EVA, вытесняя остальные методы, занимает важное место в становлении современных процедур для оценки компании, а также важным инструментом в системе корпоративного управления предприятия [33, с. 72].

Существует еще один подход, который в последнее время активно внедряется в российскую практику управления предприятием. Западная концепция менеджмента — управление компанией на основе управления ее стоимостью (Value based management/VBM) [44, с. 53]. Из этого подхода следует, что любое решение менеджера компании принимается исключительно с учетом влияния на ее рыночную стоимость. Чем грамотнее специалист сможет подойти к управлению предприятием, тем больше составит величина стоимости.

Причины, по которым повышенный интерес к VBM проявляет западный корпоративный мир и некорпоративная Россия, можно разбить на три группы [26, с. 176].

Первая группа причин обусловлена новыми процессами, возникающих в новом, динамичном бизнесе, в учет берутся интеллектуальные ресурсы, их роль значительно выше, что обеспечивает сильную конкуренцию. Вторая связана с усилением самой конкуренции, что ведет к необходимости удовлетворять интересы всех «заинтересованных лиц» компании, под таковыми понимаются группы потребителей, поставщиков, государственных органов и сам персонал компании. Третья группа причин проявляется во взаимоотношениях собственников и управленческих команд, говоря иначе, по факту, контроль над компанией смещен от собственника к наемной группе. Интерес к VBM тем и вызван, что есть возможность максимально быстро анализировать и оценивать результаты деятельности всего предприятия.

Таким образом, необходимость новых моделей к оценке бизнеса возрастает все больше. Постоянно возникает необходимость оценивать стоимость. Процесс оценки способствует повышению эффективности управления предприятием, выявлению факторов роста. Существующие методики оценки прошли испытание временем, доказав свою состоятельность. На сегодняшний день привнесенные новшества в оценке бизнеса идут компаниям на пользу, наконец-то мы можем с уверенностью сказать, что это послужило огромным толчком к изменению структуры и критериев управления компаний. Современные экономисты постоянно находят новые условия совершенствования существующих методик.

### 3.2. Учет гудвила в оценке бизнеса как инновационный источник создания стоимости

Невозможно представить, что включала в себя старая бухгалтерия, которая была еще создана 500 лет назад и то, с чем предприятия работают

сегодня. В традиционной бухгалтерии появилось достаточно много нового, что влияет на стоимость компании: стоимость физических активов с учетом амортизации, наличие денег на счетах, кредиторскую и дебиторскую задолженности, гудвилл [43, с. 49]. Нематериальные активы имеют значительную долю в компании. Прежде всего, к данному понятию относятся: бренд компании, известность компании на рынке, степень доверия к компании, доказанная компетентность команды топ - менеджмента.

В последнее время, все больше растет озабоченность менеджмента вопросом эффективного управления репутацией, эта тема обусловлена ростом усложнения управленческих решений. Сегодня, управленческий состав предпочитает принимать инвестиционные и карьерные решения, основываясь на анализе и оценке деловой репутации. Репутация выступает заменителем недостающей информации о компании, ее продукции и управленческой практике, «пробным камнем» в оценке деятельности компании [35, с. 73].

Деловая репутация является одним из главных факторов создания стоимости бизнеса, являясь важным источником конкурентных преимуществ. К этому понятию относится спрос на эксклюзивность и первенство на рынке.

Гудвилл компании является ключевым нематериальным активом, представляющим собой часть стоимости бизнеса, которая не может быть отнесена к другим бизнес - активам. Иными словами, гудвилл отражает эффективность взаимодействия между различными активами, используемыми с целью получения дохода: таким образом, в хорошо управляемых компаниях бизнес в целом стоит больше суммы отдельных его частей [28, с. 143].

Гудвилл сегодня является основной стратегической задачей для руководителей. Чем выше этот показатель (сильный гудвилл) тем больше прибыли генерит предприятие. В некоторых компаниях, например Rolex, Bentley, Ferrari, гудвилл составляет основу стоимости. В частности, среди российских банков, по данным нашей компании, максимальный гудвилл имеют Сбербанк и Газпромбанк [35, с. 39]. Однако оценщики могут найти для себя ряд проблем, например отсутствие достоверной информации о предприятии, это

слегка затрудняет их работу, поскольку оценка, проводимая на основании официальной бухгалтерской отчетности, выдает результат в несколько раз ниже реального. В данном случае действия руководителя должны заключаться в формировании, а также усовершенствовании системы управления, опираясь на профессиональные кадры. Повышение качества обслуживания, создание долгосрочных контрактов и создание постоянной клиентской базы, является ориентиром в сложившейся ситуации. Ведь, как известно, деловая репутация компании не имеет срока давности.

Таким образом, на сегодняшний день, все больше специалистов, чья деятельность приходится на изучение области учета и оценки интеллектуальной собственности, утверждают, что определение гудвила есть оценка «всех неосязаемых атрибутов бизнеса, являющихся непосредственными «участниками» его успеха и рождающихся внутри компании за время ее работы».

С уверенностью можно утверждать, что не существует единой методики исчисления деловой репутации. Этот факт является следствием того, что не сложилось единого мнения по поводу определения деловой репутации. Среди ученых уже долгое время не утихают спор о ее компонентах и синергетической сущности. Это обстоятельство определенно связано с многообразием существующих методов оценки гудвила [28, с. 12].

Далее раскрывается подробное описание подходов к оценке деловой репутации, которые условно дифференцируются на качественные и количественные методы исчисления гудвила.

К качественным методам оценки принадлежит экспертный метод, метода социологического опроса и сравнительный метод. Метод экспертных оценок заключается в создании экспертного мнения о рейтингах гудвила различных компаний. Чаще всего для создания такого рейтинга собственники обращаются к авторитетным независимым агентствам. Главная особенность рейтингового метода заключается в том, что компания, которая хочет оценить свою репутацию, сама ничего не делает. Рейтинги составляют уважаемые

независимые организации. Из-за этого само попадание в него повышает репутацию оцениваемой компании. Ими занимаются журнал Fortune, газета Financial Times. Одним из недостатков метода выступает его субъективность, а также скрытом потенциале компании и неосведомлённости о ее нюансах [28, с. 63].

При использовании метода социологических опросов выводится анализ мнения об организации различными агентами, например, сотрудники, акционеры, инвесторы, аналитики и покупатели. Считается, что данная оценка является самой верной, а остальные методы способны лишь уточнить ситуацию. Однако и в этом случае есть недостатки: данный метод не позволяет дать количественную информацию о стоимости гудвила, также существуют долговременные затраты на получение данных и их обработку. К тому же мнение людей может быть очень субъективным и далеким от действительности, что подвергает сомнениям уместность использования данного метода при оценке стоимости гудвила [28, с. 79].

Сравнительный метод заключается в оценке имиджа рассматриваемого предприятия в сравнении с имиджем другого, в основном аналогичного или прямого конкурента. Существенным недостатком является тот факт, что далеко не всегда удается с высокой точностью и максимально полно оценить все факторы, влияющие на деловую репутацию рассматриваемой и сравниваемой фирмы, что может существенно исказить полученные данные и усомниться в их достоверности.

Количественные методы могут дать более достоверную стоимостную оценку деловой репутации организации.

К ним относятся:

1. метод избыточных прибылей – определяет возможность получения показателя прибыли выше среднеотраслевой, то есть показателя избыточной или сверхприбыли за счет возникновения гудвила как проекции синергетического эффекта;

2. модель Эдвардса-Белла-Ольсона (ЕВО) - модификацией метода избыточных прибылей является модель Эдвардса-Белла-Ольсона. (Edwards-Bell-Ohlson valuation model, модель ЕВО). Преимуществом этой модели применительно к отечественной практике, несомненно, является тот факт, что данная модель позволяет наиболее достоверно оценить стоимость денежных средств, вложенных в реальные активы, а также дает представление о том, какая часть рыночной стоимости компании обусловлена гудвиллом;

3. метод избыточных ресурсов - при расчете стоимости учитывается эффект вовлеченности как собственных, так и привлеченных средств;

4. метод на основе показателя объема продаж - на основе показателя объема реализации также необходимо знать среднеотраслевые показатели рентабельности;

5. метод на основе показателя себестоимости - определении взаимосвязанности показателей чистой прибыли и себестоимости, основываясь на допущении, что проявление совокупности уникальных нематериальных преимуществ на стадии распределения производственного продукта является проявлением деловой репутации;

6. квалиметрический метод - основан на тождественности понятий гудвила и полезности деятельности предприятия, также можно рассчитать оценку отрицательной деловой репутации – бэдвилла;

7. метод на основе показателя рыночной капитализации - допускает факт приобретения акций для финансового управления компанией;

8. балансово - нормативный метод - представляет собой разность между рыночной и балансовой стоимостью компании, рассчитанной по пассиву баланса. Применяется в процессе покупки компании, балансовая стоимость которой ниже стоимости приобретения. Такую разницу относит предприятие-покупатель на гудвилл.

Далее в таблице 3.1 приведены формулы для вычисления деловой репутации количественными методами. Пояснения к формулам и описание показателей в приложении к данной работе (Приложение 1).

Количественные методы для исчисления гудвила и соответствующие им формулы

Метод	Формула
Метод избыточных прибылей	_____
Модель Эдвардса-Белла-Ольсона (ЕВО)	_____
Метод избыточных ресурсов	—
На основе показателя объема продаж	_____
Квалиметрический метод	_____
На основе показателя рыночной капитализации	

Нормативно-бухгалтерский метод можно дифференцировать:

1. Бухгалтерский метод, заключается в том, что гудвил рассчитывается как разность, то есть стоимость приобретения компании уменьшается на балансовую стоимость активов, полученное значение и представляет собой гудвил. Одним из существенных недостатков этого метода является неидентифицируемость гудвила от банальной переплаты.

2. Затратный метод, заключается в учете затрат на подготовку и применение деловой репутации. Он основан на затратах на обучение персонала, внедрение управленческих, маркетинговых и других технологий. Стоит отметить, что не все понесенные затраты влекут за собой создание нового нематериального актива - деловой репутации. К тому же затраты, которые все же можно списать на создание гудвила, формируют гудвил косвенным образом и как следствие не могут полностью относиться к созданию гудвила, а списать их пропорционально той или иной базе не представляется возможным [43, с. 56].

Далее на рис. 3.1 наглядно отражены подходы и методы оценки деловой репутации.



Рис.3.1. Методы оценки гудвила [63,с. 10]

Таким образом, методы, известные на сегодняшний момент, не являются универсальными, а соответственно не учитывают особенности бизнеса той или иной сферы. Помимо прочего, все эти методы не учитывают в стоимости деловой репутации всех факторов, оказывающих непосредственное влияние на его величину, например, удачное месторасположение, занимаемая фирмой доля на рынке, репутация менеджмента, квалификация сотрудников [36, с. 39].

Каждый из методов, охватывает один из аспектов гудвила, но не аккумулирует весь состав его значимых особенностей. Всё это в какой-то степени влияет на создание неблагоприятных условий для отражения гудвила, как внутреннего, так и приобретенного [65]. Необходимость оценки гудвила компании обусловлена различными причинами, например покупка бизнеса – это одна из основных и часто встречающихся причин для оценки стоимости

гудвила, поскольку кроме приобретения материальных активов, фирма заполучает еще и определенную стабильную клиентуру, занимает нишу для эффективного дальнейшего развития, слияния и поглощения [14, с. 73].

В перспективе случаи, когда необходима оценка гудвила, значительно увеличиваются. На основе полученных показателей при оценке деловой репутации есть возможность оценить насколько эффективны принимаемые управленческие решения. Постоянный мониторинг отражает влияние гудвила на увеличение стоимости предприятия, на субъективные оценки контрагентов и инвесторов. Также можно с наименьшими трудовыми затратами осуществлять диагностику и коррекцию финансовых решений [64]. Главной задачей мониторинга выступает кумуляция ряда фактов, свидетельствующих о развитии компании. То есть необходимо отслеживать любое отклонение стоимости гудвила для того, чтобы дальнейшая финансово-хозяйственная деятельность соответствовала заданной бизнес - стратегии. Мерой для исправления отклонений следует незамедлительное снесение коррективов в план управления стоимостью [32, с. 142].

Нам сегодня повествуют о том, что современная теория оценки базируется на таких основополагающих понятиях, как «стоимость», «цена», «затраты», «доход». Все чаще в процессе анализа некоторых методик оценки проговаривается тезис о том, что в России не действует большинство законов рыночной экономики. Следовательно, не действуют и многие оценочные методики, привнесенные по большей части с Запада. Нам, однако, данный тезис не кажется обоснованным. Первой причиной служит суждение о том, что абсолютно рыночных экономик не бывает - идеальный рынок существует лишь в виде математической модели. Помимо всего, основные подходы и методы оценки стоимости предприятий не учитывают большинства рыночных и нерыночных факторов, существующих как в российской, так и в зарубежных экономиках. Пока не существует идеальной, описывающей все возможные факторы стоимости, методики оценки стоимости предприятия.

Таким образом, деловая репутация компании имеет большое значение как для генерирования дополнительной прибыли, так и при продаже, слиянии и поглощении компаний. Следовательно, точный качественный и количественный анализ деловой репутации компании позволит принять руководству грамотные и выгодные решения для своего бизнеса. Зная точную стоимость организации проще принимать более верные и точные управленческие решения.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На сегодняшний день в сфере корпоративных финансов важное место занимают сделки. Это также актуально для компании, так и для руководства, акционеров и менеджмента. Чем эффективнее будет выстроена система управления такими сделками, тем быстрее это приведет к процветанию и динамичному развитию компании.

Стоимость компании показывает ее успешность на рынке, перспективы развития в будущем и целесообразность инвестирования в ее активы. Таким образом, умение корректно оценивать компанию позволяет определить ее справедливую стоимость и понять стоит ли в нее инвестировать. Также оценка стоимости проводится не только потенциальными инвесторами, но и самой компанией, для того чтобы выявить насколько эффективно менеджмент управляет стоимостью, и какие факторы повлияли на увеличение или снижение стоимости компании.

Представленные сведения о компании позволяют, на данном этапе ее развития, сделать выводы о показателях: из анализа динамики валюты баланса, структуры активов и пассивов организации следует вывод, что большую часть основных средств, предприятие выставило на продажу, в скорейшем времени производились все расчеты с поставщиками, налоговой и работниками, соответственно, выросли займы.

При развернутом анализе финансовых показателей в части ликвидности и рентабельности, выводы были следующие:

- снизилась рентабельность продаж;
- снизилась рентабельность чистой прибыли;
- снизился показатель рентабельности собственного капитала;
- снизилась доля валовой прибыли в структуре выручки от продаж.

Таким образом, динамика отрицательная, а значит за рассматриваемый период происходило снижение эффективности предпринимательской

деятельности. Эффективность активов и затрат, аналогично другим показателям – в отрицательной динамике, окупаемость расходов за период была минимальна. Также заметно уменьшение чистой прибыли и выручки.

Ликвидность ЗАО «Велта-2» по большинству из рассматриваемых коэффициентов имеет низкие показатели, или недостаточные для нормы – активы стали неликвидны. В целом по балансу проявляются изменения в сторону уменьшения активов и прибыли, напрашивается вывод, что предприятие готовится к ликвидации, а значит в первую очередь оценка его стоимости рассчитывалась затратным подходом. Выбор метода в первую очередь зависит от того, будет и оно функционировать или нет.

При расчете ликвидационным методом была соблюдена последовательность действий: был проведен анализ показателей баланса, разработан календарный график ликвидности активов, рассчитаны корректировки, и, в итоге, произведен расчет.

Метод расчета сравнительным подходом не был применен в силу того, что деятельность компаний на рынке продаж пищевых продуктов довольно диверсифицирована, что не дает возможности провести оценку стоимости компании данным способом, в виду отраслевой принадлежности компании, размером компании, направлениями ее деятельности и особенностями непосредственно связанным с этим фактом.

Расчет стоимости доходным подходом был рассмотрен с 2ух направлений:

- методами дисконтированного денежного потока;
- методами капитализации дохода.

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

В основу доходного подхода положены принципы замещения и ожидания. Поэтому при анализе стоимости бизнеса был найден доход при вероятности не ликвидации предприятия.

Метод дисконтирования денежных потоков для компании рассматривает свободный денежный поток фирмы (Free Cash Flow to Firm). Так как доходный метод показывает возможную прибыль на наиболее достоверный период, то стоимость предприятия сейчас это возможная упущенная прибыль в будущем при ликвидации предприятия. Из расчетов видно, что оценка стоимости бизнеса по дисконтированному методу равна 10 405 000 руб.

Дисконтирование денежных потоков отражает тот экономический факт, что сумма денег, которой мы располагаем в настоящий момент, имеет большую реальную стоимость, чем равная ей сумма, которая появится в будущем.

Метод дисконтирования денежных потоков для акционерного капитала основывается на анализе свободного денежного потока, относящегося только к акционерному капиталу (Free Cash Flow to Equity). Стоимость бизнеса, рассчитанная данным методом равна 11 513 000 руб.

Расчет доходным методом капитализации дохода основан на приведении доходов к единой стоимости. Метод применяется для экспресс оценки стоимости бизнеса, инвестиционных проектов и недвижимости, а также для проведения сравнения и определения более инвестиционно привлекательных объектов.

Применение методов доходного подхода наиболее обосновано для предприятий, имеющих определенную историю прибыльной хозяйственной деятельности и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития и мало применимы для оценки недействующих предприятий или предприятий, терпящих систематические убытки, т.к. рыночная стоимость в этом случае будет отрицательной величиной.

Таким образом, при выполнении всех сформулированных условий результаты оценки, выполненной на основании трех денежных потоков, как и следовало ожидать, практически совпадают.

Ликвидационная стоимость предприятия рассчитывалась как упорядоченная ликвидационная стоимость активов за вычетом расходов на ликвидацию и текущей кредиторской задолженности, и ее стоимость составила 3 356 000 рублей, 58 копеек.

С одной стороны, стоимость доходным подходом в разы превышает ликвидационную стоимость предприятия, но при расчете мы учитывали доход, при вероятности не ликвидации. Соответственно, полученная ликвидационная стоимость является наиболее приближенной к действительности. К сведению, если собственник примет решение о поглощении другим предприятием ЗАО «Велта +», то в будущем это может привести к увеличению поглотителя, на стоимость приближенной к стоимости, рассчитанной методом доходного подхода.

Универсальным не является ни один из методов определения стоимости бизнеса компаний. Каждый подход имеет преимущества и ограничения. Ключевыми критериями выбора подхода являются вид стоимости, задача и цель оценки. Применение нескольких подходов для определения стоимости одного объекта повышают объективность расчетов. Итоговая величина стоимости - основа для разработки стратегических планов развития компании, для выявления эффективности менеджмента и деятельности компании в целом. Все упомянутые подходы связаны друг с другом, но при этом характеризуются с разных аспектов рынка. Поэтому каждый следующий подход дает возможность провести проверку оценки стоимости другого подхода.

Роль оценки бизнеса в увеличении стоимости компании можно свести к следующему:

- Обеспечение постоянного мониторинга рыночной стоимости оцениваемой компании в результате проведения тех или иных мероприятий по ее повышению.

- Проведение регулярной, более точной оценки конкретных цифр указанных видов стоимости, для того чтобы менеджер анализируемой

компания был в состоянии принять оптимальное и наиболее эффективное управленческое решение.

Введение концепции управления стоимостью на предприятии очень тесно связано с оценочной деятельностью. Практически на каждом этапе введения концепции, а так же в процессе ее дальнейшего функционирования, необходимо проводить оценку, как отдельных элементов компании, так и ее общей стоимости в целом.

Финансовое состояние предприятия, его устойчивость и стабильность зависят от результатов его производственной, коммерческой и финансовой деятельности.

Поскольку опыт, накопленный за период социалистического развития, оказался недостаточным, пришлось перенимать зарубежные методики в области теории и практики оценки рыночной стоимости предприятий. Первостепенно стоит сделать акцент на модели оценки Блэка-Шоулза, которая без сомнений удобна для оценки стоимости компаний.

Необходимость новых моделей к оценке бизнеса возрастает все больше. Постоянно возникает необходимость оценивать стоимость. Процесс оценки способствует повышению эффективности управления предприятием, выявлению факторов роста. Существующие методики оценки прошли испытание временем, доказав свою состоятельность. На сегодняшний день привнесенные новшества в оценке бизнеса идут компаниям на пользу, наконец-то мы можем с уверенностью сказать, что это послужило огромным толчком к изменению структуры и критериев управления компанией. Современные экономисты постоянно находят новые условия совершенствования существующих методик.

Деловая репутация компании имеет большое значение как для генерирования дополнительной прибыли, так и при продаже, слиянии и поглощении компаний. Следовательно, точный качественный и количественный анализ деловой репутации компании позволит принять руководству грамотные и выгодные решения для своего бизнеса.



## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Об оценочной деятельности в Российской Федерации [Электронный ресурс] Федеральный закон от 29 июля 1998 года №135 – ФЗ, с изменениями от 29.07.2017 N 274–ФЗ / Справочно–правовая система «Консультант Плюс» 1997-2017 – Режим доступа <http://base.consultant.ru>, свободный.
2. Гражданский кодекс Российской федерации [Электронный ресурс] от 21 октября 1994 г. с изменениями от 29.12.2017 N 459–ФЗ / Справочно–правовая система «Консультант Плюс» 1997-2017 – Режим доступа <http://base.consultant.ru>, свободный
3. Трудовой кодекс Российской федерации [Электронный ресурс] от 30 декабря 2001 г. N 197–ФЗ с изменениями от 31.12.2017 N 502–ФЗ / Справочно–правовая система «Консультант Плюс» 1997–2017 – Режим доступа <http://base.consultant.ru>, свободный
4. Об акционерных обществах [Электронный ресурс] Федеральный закон от 26 декабря 1995 N 208–ФЗ, с изменениями от 29.07.2017 N 233–ФЗ / Справочно–правовая система «Консультант Плюс» 1997–2017 – Режим доступа <http://base.consultant.ru>, свободный
5. Белоглазова, Г. Н. Деньги, кредит, банки [Текст]: учебник / Г. Н. Белоглазова. – М.: Юрайт, 2010. – 475 с.
6. Бочаров, В.В. Корпоративные финансы [Текст]: монография / В. В. Бочаров, – СПб. – 2014. – 592 с.
7. Бузова, И. А. Коммерческая оценка инвестиций [Текст]: учеб. пособие: издание 2–е до. И перераб. / И.А. Бузова. – СПб. Литер, 2014. – 432 с.
8. Булычева, Г.В. Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий [Текст]: учеб. пособие/ Г.В. Булычева, В. В. Демшин. – М.: Финансовая академия, 2017. – 84 с.

9. Бусов, В.И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст]: учебное пособие: 2-е изд., пер. и доп. Учебник для академического бакалавриата/ В.И. Бусов, О.А. Землянский. – Люберцы: Юрайт, 2016. – 382 с.
10. Валдайцев, С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия [Текст]: учеб. –3-е изд., перераб. и доп./ С. В. Валдайцев. — М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2015. – 576 с.
11. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами [Текст]: пер. с англ. /Гл. ред. серии Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 2013. – 799 с.
12. Вешкин, Ю. Г. Экономический анализ деятельности коммерческого банка [Текст]: учебное пособие / Ю.Г. Вешкин, Г.Л. Авагян. –2-е изд., перераб. и доп. – М.: Магистр: НИЦ ИНФРА–М, 2014. – 432 с.
13. Воличенко, П.П. Оценка бизнеса [Текст]: учебно–методический комплекс. – М.: Фин. академия, Институт делового администрирования и бизнеса, 2011. – 106 с.
14. Грачев, А.В. Анализ и управление финансовой устойчивостью предприятия [Текст]: Учебно–практическое пособие / А. В. Грачев. –М.: Финпресс, 2012. – 208 с.
15. Григорьев, В.В. Оценка предприятия: теория и практика [Текст]: учеб. пособие / В. В. Григорьев, М. А. Федотова. – М. : ИНФРА–М, 2017. – 318с.
16. Грязнова, А.Г. Оценка бизнеса [Текст]: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой, Ленской С.А. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 736 с.
17. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / Асват Дамодаран; пер. с англ. – 7-е изд. – М.: Альпина Пабlishер, 2015. – 1122с.
18. Джуха, В.М. Оценочная деятельность в экономике [Текст]: учебное пособие / Г.М. Десмонд, В.Д. Киреев, Г.Г. Попета, Ф.М. Лобов, Г.А. Дреев, Е.Н. Гунина, М.В. Климова. – МарТ, 2013. – 304 с.

19. Есиков, В.Е. Оценка бизнеса: полное практическое руководство [Текст]: учебное пособие / В. Е. Есиков, Маховикова Г.А., Мирзажанов С.К. – М.: Эксмо, 2013. – 352 с.
20. Есипов, В.Е. Оценка бизнеса [Текст]: учебник: 2–е изд./В.Е. Есипов. – СПб: Питер, 2016. – 464 с.
21. Ефимова, О.В. Анализ финансовой отчетности [Текст]: учеб. пособие / О.В. Ефимова, Мельник М.В. – М.: Омега–Л, 2017. – 452 с.
22. Жилкина, А. Н. Управление финансами. Финансовый анализ предприятия [Текст]: учебное пособие/ А. Н. Жилкина. – М.: Инфра – М, 2015. – 336 с.
23. Землянский, О.А. Оценка стоимости предприятия [Текст]: учебник для бакалавров / В.И. Бусов, О.А. Землянский, А.П. Поляков – под общ. ред. В.И. Бусова. – М.: Юрайт, 2013. – 430 с.
24. Иванов, А. М. Практика оценки предприятий и бизнеса в экономике России переходного периода [Текст]: учеб. пос. / А. М. Иванов, Перевозчиков А. Г. –Тверской государственный университет, 2010. – 136 с.
25. Касьяненко, Т.Г. Оценка стоимости бизнеса [Текст]: учебник для академического бакалавриата / Т.Г. Касьяненко, Г.А. Маховикова. – Люберцы: Юрайт, 2016. – 412 с.
26. Кинг А. Оценка справедливой стоимости для финансовой отчетности [Текст]: новые требования FASB / пер. с англ. – М.: Альпина Паблшерз, 2011. – 383с.
27. Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент [Текст]: материалы всерос. Науч. – практ. конф. , 14–16 марта 2016г. / В. В. Ковалев. – Москва М.: Финансы и статистика, 2016. – 112с.
28. Ковалева, А.М. Финансы фирмы [Текст]: учеб. пособие вузов/ А. М. Ковалева, Лапушта М.Г., Скамай Л.Г. – М.: ИНФРА–М, 2010. – 416 с.

29. Козырев, А.Н. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности [Текст]: учеб пособие / А.Н. Козырев, В.Л. Макаров. – М.: Интерреклами, 2013. – 352 с.
30. Косорукова, И.В. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса [Текст]: учебное пособие / И.В. Косорукова. – М.: МФПУ Синергия, 2016. – 904 с.
31. Костина Н.И. Финансовое прогнозирование в экономических системах [Текст]: Учеб. пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2012. – 282 с.
32. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст]: учебное пособие / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. 2–е изд. пер. с англ. – М.: Олимп–Бизнес, 2014. – 569 с.
33. Кузин, Б.Ю. Методы и модели управления фирмой [Текст]: Учебник для вузов. – СПб., Питер. – 2011. – 432 с.
34. Кэхилл, М. Инвестиционный анализ и оценка бизнеса [Текст]: Учебное пособие / М. Кэхилл. – М.: ДиС, 2012. – 115 с.
35. Майкл Дж. Мард Справедливая стоимость в финансовой отчетности [Текст]: монография/ Джеймс Р. Хитчнер, Стивен Д. Хайден., пер с англ. доп. ред. Свиридова А.П. – М.: Маросейка, 2017. – 248 с.
36. Медведева, О.В. Основы оценки стоимости нематериальных активов [Текст]: метод. рек. / О.В. Медведева, Е.В. Шпилевская. – М.: Феникс, 2011. – 220 с.
37. Мельников, А.В. Математические методы финансового анализа [Текст]: монография / А.В. Мельников, Н.В. Попова, В.С. Скорнякова. – М.: Анкил, 2015. – 140 с.
38. Микерин, Г.И., Методологические основы оценки стоимости имущества [Текст]: Гребенников В.Г., Нейман Е.И. – М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2013. – 688 с.

39. Мирзоян, Н.В., Оценка стоимости недвижимости [Текст]: монография/ Н.В. Мирзоян. – Московская финансово–промышленная академия. М., 2015. – 204 с.
40. Модильяни, Ф. Сколько стоит фирма? [Текст]: учебное пособие/ Теорема ММ: Пер. с англ. – 2–е изд. – М.: Дело, 2009. – 272 с.
41. Москвитин, В.А. Кредитование инвестиционных проектов: рекомендации для предприятий и коммерческих банков [Текст]: метод. рек. – М.: Финансы и статистика, 2010. – 237 с.
42. Парамонова, Т.Н. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст]: Учебное пособие / Т.Н. Парамонова, И.Н. Красюк. – М.: КноРус, 2013. – 288 с.
43. Полуэктов, А.А. Новые методы оценки компаний в сделках слияния и поглощения [Текст]: метод. рек./ А. А. Полуэктов. – М.: МАКС– Пресс, 2015. – 190 с.
44. Рейли, Р. Оценка нематериальных активов [Текст]: пособие/ пер. с англ. / Под ред. В.М. Рутгайзера. – М.: Квинто – Консалтинг, 2009. – 792 с.
45. Ример, М. Экономическая оценка инвестиций [Текст]: Касатов А. Д., Матиенко Н.Н. – Спб.: Питер, 2016. – 480 с.
46. Рудык, Н.Б. Структура капитала корпорации: теория и практика [Текст]: пос. для вузов. – М.: Дело, 2014. – 272 с.
47. Рутгайзер, В.М. Оценка стоимости бизнеса [Текст]: Учебное пособие. /М. В. Рутгайзер. – М.: Инфра–М, 2010. –312с.
48. Рыкова, И.Н. Опционы и виды опционных стратегий на финансовом рынке [Текст]: практикум / И.Н. Рыкова // Финансы и кредит. 2017. – № 40 – 376с.
49. Савицкая, Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия [Текст]: 3–е изд. Мн.: ИП «Экоперспектива», «Новое знание», 2017. – 66 с.
50. Селезнева, Н.Н. Финансовый анализ [Текст]: Учебное пособие / М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2012. – 479 с.

51. Сорокина, Е.М. Анализ денежных потоков предприятия: теория и практика в условиях реформирования российской экономики [Текст]: учебное пособие/ Е. М.Сорокина. – М.: Финансы и статистика, 2013. – 176 с.
52. Соловьева, Г.В. Восприимчивость предприятия к эффективному использованию новшеств [Текст]: науч. ст./ Журнал "Science Time": Материалы Международных научно–практических конференций Общества Науки и Творчества за март 2017 года. – Казань, 2017. – 517с.
53. Спиридонова, Е.А. Оценка стоимости бизнеса [Текст]: Учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / Е.А. Спиридонова. – Люберцы: Юрайт, 2016. – 299 с.
54. Староверова, Г.С. Экономическая оценка инвестиций [Текст]: пособие для вуз. – М.:КНОРУС, 2012. – 312 с.
55. Сухарев, С.В. Финансы и статистика [Текст]: / Шманев, А.М. Курьянов В. К. под ред. О.С. Сухарева. – М.:; ИНФРА–М, 2011. – 368 с.
56. Тарасевич, Е.И. Анализ инвестиций в недвижимость [Текст]: СПб.: МКС, 2009. – 428 с.
57. Уэст, Т. Пособие по оценке бизнеса [Текст]: Пер. с англ. – М.: Квинто–Консалтинг, 2013. – 450 с.
58. Феррис, К. Оценка стоимости компаний [Текст]: монография/ И. В. Селезнев. – М., СПб., Киев: Вильяме, 2010. – 364 с.
59. Фишмен, Д. Руководство по оценке стоимости бизнеса. Пер с англ. Москва: «Квинто–Консалтинг», 2005. – 365 с.
60. Чеботарев, Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебник / Н.Ф. Чеботарев. – М.: Дашков и К, 2015. – 256 с.
61. Щербаков, В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст]: / В.А. Щербаков. – М.: Издательство Омега, 2012. – 288 с.
62. Шеремет, А.Д. Методика финансового анализа [Текст]:уч – теор. Изд. /Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. – 3– е изд. Перераб и доп. – М.: ИНФРА–М, 2011. – 208 с.

63. Эванс Ф.Ч., Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях [Текст]: / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп : пер. с англ. 2-е изд. – М. : Альпина Паблишерз, 2015. –336 с.

64. Особенности управления затратами торговых предприятий [Электронный ресурс] / Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования – Режим доступа : <http://elibrary.ru>, требуется регистрация.

65. Российская государственная библиотека [Электронный ресурс] / Центр информ. технологий РГБ ; ред. Власенко Т.В. ; Web – мастер Козлова Н.В. – Электрон. дан. – М. : Рос. гос. б-ка, 2012. – Режим доступа: <http://www.rsl.ru>, свободный.

## **ПРИЛОЖЕНИЯ**