

УДК 336.66

## ***ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ***

***Королькова Е.М.***

*к.х.н., доцент*

*Тамбовский государственный технический университет,*

*Тамбов, Россия*

**Аннотация.** В статье обсуждаются проблемы финансовой оценки предприятия. Практика оценки предприятий основана на двух концепциях. Первая концепция рассматривает предприятие как имущественный комплекс. Стоимость предприятия определяется как сумма стоимостей составляющих его независимых элементов. Вторая концепция рассматривает предприятие как комплекс инвестиций. При этом стоимость предприятия равна стоимости ожидаемых инвестиционных доходов. Выбор метода оценки зависит от специфики предприятия.

**Ключевые слова:** предприятие, имущественный комплекс, инвестиционный доход, ставка дисконтирования, стоимость предприятия, финансовая оценка, гудвилл

## ***THE PROBLEMS OF ASSESSMENT OF ENTERPRISE VALUE***

***Korolkova E.M.***

*Ph.D in Chemistry, associated professor*

*Tambov state technical university,*

*Tambov, Russia*

**Abstract.** The article discusses the financial evaluation of the enterprise. The practice of assessment of enterprises is based on two concepts. The first concept considers the enterprise as a property complex. Enterprise value is defined as the sum of the values of its constituent independent components. The second concept considers the enterprise as a complex investment. The enterprise value is equal to the value of expected investment income. The choice of valuation method depends on the specifics of the enterprise.

**Keywords:** enterprise, property complex, investment income, discount rate, enterprise value, financial assessment, goodwill

Проблемы, связанные с финансовой оценкой предприятия, возникают при разных обстоятельствах. Например, операции обмена ценными бумагами между акционерами, эмиссии новых ценных бумаг, подготовки к допуску акций для котировки на бирже требуют оценки ценных бумаг, в частности акций. Следовательно, оцениваются сами предприятия. Кроме того, необходимость оценки предприятий требуется при проведении таких операций, как приобретение участия в капитале, слияние компаний, поглощение, цессия.

Практика оценки предприятий основана на двух концепциях [4; 6]. В рамках первой концепции, рассматривающей предприятие как имущественный комплекс, стоимость предприятия определяется как сумма стоимостей составляющих его независимых элементов. Вторая концепция рассматривает предприятие как комплекс инвестиций. При этом стоимость предприятия примерно равна стоимости ожидаемых инвестиционных доходов. Каждая из этих концепций может быть выражена с помощью определенных понятий и методов. На практике их выбор зависит от целей и контекста самой оценки.

Напомним, что стоимость предприятия определяется его положением среди конкурентов, качеством выпускаемой продукции, эффективностью производственной технологии, компетенцией персонала, качеством управления [1]. Именно эти характеристики принято анализировать прежде, чем пытаться дать им оценку.

Итак, при рассмотрении предприятия как имущественного комплекса составляющие его элементы оцениваются независимо друг от друга. Общая стоимость предприятия определяется как сумма стоимости его осязаемых (недвижимость, оборудование, дебиторская и кредиторская задолженность) и неосязаемых элементов (качество управления, техническая компетентность, деловая репутация). В процессе оценки осязаемых элементов внимание прежде всего акцентируется на чистых скорректированных активах, действительной

стоимости и необходимом для хозяйственной деятельности постоянном капитале. Оценка чистых скорректированных активов проводится следующим образом:

*Скорректированные активы = Бухгалтерские активы ± Результат переоценки*

Иногда, для того, чтобы учесть непредусмотренный риск, различные налоговые выплаты, налоги, скрытые в потенциальной прибыли, кредиторскую задолженность также приходится корректировать:

*Чистые скорректированные активы = Скорректированные активы  
- Скорректированная кредиторская задолженность*

Оценка чистых скорректированных активов зависит от поставленной цели и проводится по-разному. Если ставится цель продолжения деятельности предприятия, активы пересчитываются в потребительную (преемственную) стоимость. При перспективе ликвидации осязаемые активы пересчитываются в свою продажную стоимость (может быть нулевой).

Итак, скорректированные чистые активы определяют как чистый результат предприятия, т.е. текущий результат после налогообложения.

Действительная стоимость - это стоимость предприятия как имущественного комплекса, который генерирует результат хозяйственной деятельности, в том числе включая стоимость имущества по договору лизинга.

Действительная стоимость определяется как:

*Бухгалтерские активы - Непроизводственные активы  
+ Хозяйственные активы, не включаемые в актив.*

Если скорректированные чистые активы могут оцениваться по разным критериям, то действительная стоимость рассматривается только как потребительная стоимость.

Если речь идет об обсуждении кредиторской задолженности, понятие действительной стоимости имеет множество вариантов. Например, действительная стоимость оценивается независимо от способа финансирования

предприятие. В этом случае рассчитывается стоимость-брутто без учета возвратных пассивов (кредиторской задолженности).

Следующий вариант оценки принимает во внимание кредиторскую задолженность (стоимости-нетто). Выбор между стоимостью-нетто и стоимостью-брутто зависит от контекста оценки. Следовательно, к оценке необходимо привязать понятие результата.

При использовании действительной стоимости-брутто, ассоциированный приобщенный результат оценивается как результат хозяйственной деятельности после налогообложения. При этом налог рассчитывается без учета возникающей на процентах по займам экономии. При использовании действительной стоимости-нетто ассоциированный результат - это текущий результат (результат хозяйственной деятельности минус проценты) после налогообложения. При этом налог рассчитывается уже с учетом экономии, осуществленной благодаря процентам.

Используется еще одно понятие - сокращенная действительная стоимость, которая определяется как разность между действительной стоимостью-брутто и кредиторской задолженностью без учета процентных платежей. Понятие действительной стоимости схоже с понятием постоянного капитала, необходимого для хозяйственной деятельности.

Постоянный капитал, необходимый для хозяйственной деятельности, состоит из основного производственного капитала (внеоборотных активов) и хозяйственной потребности в оборотном капитале.

Понятие ассоциированного результата не предполагает деления капитала на собственный и заемный, так как ассоциированный результат - это то же понятие, что и для действительной стоимости-брутто.

Приведем условный пример расчета скорректированных чистых активов, действительной стоимости и необходимого для хозяйственной деятельности постоянного капитала. Данные для расчета приведены в таблице 1. Величина внеоборотных активов, относящихся к непроизводственным активам, составляет

100 д.е. Кроме того, существуют производственные внеоборотные активы за балансом, оцениваемые в 160 д.е.

Таблица 1 – Скорректированный баланс (д.е.)

Скорректированные внеоборотные	активы	Капитал и фонды	600
Запасы	800	Прибыль от корректировки	300
Дебиторская задолженность	450	Финансовая кредиторская задолженность	450
Денежная наличность	230	Хозяйственная кредиторская задолженность	250
Скорректированный актив	1 600	Скорректированный пассив	1 600

Информация счета результатов (д.е.):

Прибыль от хозяйственной деятельности 84

Финансовые расходы 20

Текущая прибыль 64

Тогда:

- скорректированные чистые активы:  $1600 - 700 = 900$

Ассоциированный результат = Текущая прибыль после налогообложения  
= 32

- действительная стоимость-брутто =  $1600 - 100 + 160 = 1660$

Ассоциированный результат = Прибыль от хозяйственной деятельности после  
налогообложения =  $84 \times 0,5 = 42$

- действительная стоимость-нетто =  $1660 - 700 = 960$

Ассоциированный результат\* = Текущая прибыль после налогообложения  
=  $64 \times 0,5 = 32$

- сокращенная действительная стоимость =  $1660 - 250 = 1410$

Ассоциированный результат = Прибыль от хозяйственной деятельности  
после налогообложения =  $84 \times 0,5 = 42$

- постоянный капитал, необходимый для хозяйственной деятельности =  
1290

Хозяйственные внеоборотные активы:  $800 - 100 + 160 = 860$

Хозяйственная потребность в оборотном капитале:  $450 + 230 - 250 = 430$   
Ассоциированный результат = Прибыль от хозяйственной деятельности после налогообложения =  $84 \times 0,5 = 42$

Нужно учесть, что имущество предприятия включает еще и неосязаемые (нематериальные) элементы. Именно они представляют собой ключевой фактор успеха предприятий. Эти элементы не могут игнорироваться. Их прямо или косвенно включают во все практические формулы расчета оценок.

Общая стоимость этих элементов представляет собой так называемый гудвилл, или сверхстоимость, предприятия.

Существует множество способов оценки гудвилла. Наибольшего внимания заслуживают прямые методы. Прежде всего это аналитический и синтетический методы [3].

В рамках аналитического метода бухгалтерский учет трактует выплаты по неосязаемым элементам как расходы, тогда как они должны бы трактоваться как внеоборотные активы. Речь идет о том, чтобы исчислить "скрытые" инвестиции.

Коммерческая компетентность предприятия на прямую связана с определенными расходами, например, такими как расходы на рекламу, продвижение товара, эффект от которых распределяется между несколькими отчетными периодами. Данные расходы также составляют инвестиции, стоимость которых в данный момент должна быть исчислена с учетом способа начисления амортизации.

Кроме этого в качестве инвестиций рассматриваются также расходы, связанные с технической компетентностью предприятия (содержание лабораторий, исследовательских отделов, служб организации труда), расходы по набору и подготовке сотрудников.

Таким образом, преимуществом аналитического метода является то, что он указывает на внутреннее происхождение гудвилла. Вместе с тем при его применении возникают некоторые проблемы. Метод не принимает во внимание элементы, которые имеют стоимость только в том случае, когда они объединены. Кроме того, и сам гудвилл - это прежде всего синтетическое выражение

многочисленных синергизмов. Учитывая все это, данный метод весьма ограничен в практическом применении.

В рамках синтетических методов общая оценка гудвилла осуществляется с помощью показателя деловой активности или финансовых результатов [2].

В качестве показателя деловой активности используется скорректированный на коэффициент-множитель  $k$  средний объем продаж за последние годы.

Синтетический метод чаще всего используется в оценке коммерческих предприятий, для которых гудвилл отождествляется с деловыми активами и представляет собой основу оценки предприятия. При этом главным образом оценивается способность предприятия "сделать объем продаж".

Главное преимущество метода – его простота. Но оценивать деловые активы исходя только из объема продаж достаточно рискованно. Поэтому необходим анализ финансовых результатов, которые не всегда так же хороши, как объем продаж.

Оценка гудвилла с помощью финансового результата рассматривает предприятие лишь частично как инвестицию.

Основная идея метода заключается в следующем: гудвилл возникает при условии, когда предприятие получает результат, превышающий тот, который оно должно было бы получить в нормальных условиях благодаря своим осязаемым элементам. Оценка стоимости последних может быть произведена с помощью чистых скорректированных активов или действительной стоимости.

Обозначим норму рентабельности чистых скорректированных активов -  $i$ , а прибыль предприятия -  $B$ . Тогда неосязаемые элементы представляют собой разницу (сверхприбыль или ренту) между прибылью предприятия и нормальной прибылью при норме  $t$ . Таким образом, гудвилл как стоимость неосязаемых элементов определяется как дисконтированная стоимость ряда сверхприбылей, относящихся к этим элементам:

$$GW = \sum_1^n (B - t \cdot NCA)(1 + \alpha)^{-n},$$

где  $NCA$  – величина чистых скорректированных активов;

$\alpha$  – ставка дисконтирования.

Практическое применение формулы осложняется:

- расчетом сверхприбыли, величина которой может меняться;
- определением срока  $n$  для гудвилла;
- выбором ставки дисконтирования  $\alpha$ .

Большинство экспертов полагаются на постоянство сверхприбыли и ограничиваются тем, что капитализируют ее со ставкой  $\alpha$ , тогда:

$$GW = \frac{B - t \cdot NCA}{\alpha}.$$

С помощью  $n$  и  $\alpha$  необходимо выразить нестабильность неосязаемых элементов, не преувеличив и не преуменьшив ее.

Следует отметить, что в методах, которые рассматривают предприятие как инвестицию, оценка гудвилла опирается на понятие финансового результата, а не трактуется как денежный поток. Рента гудвилла исчисляется по отношению к результату, как нормальному вознаграждению осязаемого имущества. При этом осязаемое имущество измеряется либо чистыми скорректированными активами, либо действительной стоимостью.

В заключение следует отметить, что аналитический и синтетический методы оценки неосязаемых элементов могут быть использованы совместно, дополняя друг друга. Некоторые эксперты предпочитают выделять неосязаемые элементы, которые могут быть оценены отдельно и применять к ним аналитические методы, а другие элементы рассматривать в целом, исходя из их гудвилла, который в результате использования синтетических методов становится в некотором роде остаточной стоимостью предприятия.

При рассмотрении предприятия как инвестиции, иными словами имущества, стоимость которого определяется приносимым доходом, возможны два варианта: предприятие рассматривается либо как промышленная и коммерческая инвестиция, либо как финансовая [7].

В случае, когда предприятие рассматривается как промышленная и коммерческая инвестиция, используется подход, который базируется на

дисконтировании. Этот же подход применяется при отборе инвестиционных проектов. Но в данном случае дисконтирование должно быть приспособлено к изучению такой комплексной инвестиции, как предприятие.

Общая стоимость ( $VG$ ) предприятия представляет собой дисконтированную стоимость последовательного ряда  $n$  чистых денежных потоков  $C_p$  при выбранной ставке дисконтирования ( $\alpha$ ):

$$VG = \sum_{p=1}^n C_p (1 + \alpha)^{-p},$$

где  $C_p$  - денежный поток за период  $p$ ;

$n$  - предполагаемый срок работы предприятия;

$\alpha$  - ставка дисконтирования.

В контексте оценки предприятия проблемы, связанные с расчетом денежного потока и выбора ставки дисконтирования, становятся объектами специальных теоретических и практических исследований.

Для оценки для каждого периода жизни предприятия положительного или отрицательного сальдо всех потоков ликвидных средств, полученных в ходе его функционирования и развития, можно использовать следующую схему:

*Доходы, получаемые от хозяйственной деятельности*

*- Расходы, выплачиваемые на хозяйственную деятельность*

*= Валовая прибыль*

*- Изменение потребности в оборотном капитале*

*= Хозяйственный остаток денежных средств + Деинвестиции (цессия)*

*- Инвестиции (приобретение)*

*= Денежная наличность после финансирования экономического роста*

*- Налог на прибыль*

*= Чистый денежный поток*

При этом нужно учитывать, что:

1) отбор составляющих элементов данного расчета выполняется в контексте специальной стратегии развития, и если она меняется, то меняются и эти элементы (одно и то же предприятие может быть по-разному оценено

потому, что покупатели намереваются по-разному его использовать);

2) если дисконтирование осуществляется на основе стоимости всех ресурсов экономического субъекта (например, средняя взвешенная стоимость), то расчет денежного потока инвестиционного проекта необходимо уменьшить на выплаты по процентам, так как в противном случае они будут учтены дважды. Это происходит потому, что принимаемый во внимание налог рассчитывается от прибыли по хозяйственной деятельности (до вычета процентов);

3) понятие чистого денежного потока скрывает способность предприятия к самофинансированию. Поэтому некоторые авторы [5] предпочитают понятие чистого потока ликвидных средств.

При выборе ставки дисконтирования следует рассматривать отдельно компании, акции которых не котируются на бирже, и компании, акции которых котируются на бирже.

В качестве ставки дисконтирования для компаний, акции которых не котируются на бирже, можно использовать среднюю норму их финансирования. Однако, лучше в этом случае учесть финансовые ресурсы самого покупателя. При отсутствии возможности определить среднюю стоимость финансирования предприятия или покупателя, можно попытаться применить некую базовую внешнюю норму, например, среднюю норму дохода на облигации, которую так или иначе увеличивают, чтобы учесть общий экономический риск и риск предприятия.

Для предприятий, акции которых котируются на бирже, опираясь на биржевую информацию, рассчитывается средняя стоимость их финансирования и увеличивается на премию за риск. Для определения ставки дисконтирования, которая уже включает корректировку на риск, используют модели теории портфелей. В этом случае ставку, соответствующую рентабельности, требуемой от собственного капитала, принято использовать в расчете чистых денежных потоков так, чтобы последние показывали только потоки, принадлежащие собственному капиталу.

Идея, положенная в основу теории портфелей, заключается в том, что

колебания курса акций предприятия на финансовом рынке подчинены двум группам причин и заставляют их держателей подвергаться двум разным видам рисков.

Прежде всего курс акции зависит в той или иной степени от общего развития рынка: это рыночный риск, называемый еще систематическим, в том смысле, что колебания рынка систематически влекут за собой колебания курса акций. Кроме того, курс акций зависит от характеристик предприятия - эмитента: это специфический риск, называемый также несистематическим.

Связь между рентабельностью отдельной акции и рентабельностью рынка описывается линейным уравнением [7]. Это уравнение прямой регрессии (прямой рынка) за данный период выгладит следующим образом:

$$k_i = \alpha_i + \beta_i k_M + \varepsilon_i,$$

где:  $k_i$  - норма рентабельности акции  $i$  за рассматриваемый период; эта норма учитывает одновременно получаемые дивиденды и прибыль, получаемую вкладчиком;

$k_M$  - норма рентабельности рынка, измеряемая общим показателем рыночной конъюнктуры (индексом) за рассматриваемый период;

$\beta_i$  - коэффициент бета, характерный параметр акции  $i$ , который измеряет ее чувствительность к колебаниям рынка; он определяет систематический риск;

$\alpha_i$  - коэффициент альфа, измеряет рентабельность акции  $i$  в том случае, когда рентабельность рынка равна нулю; коэффициент альфа не постоянен во времени;

$\varepsilon_i$  - случайная остаточная величина.

Систематический риск равен бета средних отклонений нормы рентабельности рынка:  $\beta_i \sigma_M$ . Несистематический риск равен среднему отклонению остаточного фактора:  $\sigma_{\varepsilon_i}$ .

Коэффициент  $\beta$  измеряет чувствительность рентабельности акций компании, которые котируются на бирже, к колебаниям рынка и содержит, естественно, важную для финансиста предприятия информацию.

Модель оценки финансовых активов в состоянии равновесия (САРМ - *capital assets pricing model*) нацелена на определение стоимости ценных бумаг, которая позволит уравновесить их спрос и предложение, а значит, показать, как осуществляется общее равновесие финансового рынка. САРМ устанавливает взаимосвязь между риском и рентабельностью акции, исходя из которой, финансист предприятия может рассчитать ставку дисконтирования, необходимую ему в его инвестиционных расчетах:

$$k_i - k_s = \beta_i(k_M - k_s),$$

где:  $k_i$  - ожидаемая рентабельность акции;

$k_s$  - рентабельность вложений без риска;

$k_M$  - ожидаемая рентабельность рынка;

$\beta_i$  – коэффициент  $\beta$   $i$  – той акции.

Ожидаемая биржевым инвестором рентабельность акции будет линейной положительной функцией риска акции, измеряемого ее коэффициентом  $\beta$ .

Распространение инвестиционных расчетов на финансовую оценку предприятия дает множество теоретических преимуществ по сравнению с другими методами, так как учитывает способность к самофинансированию. Именно чистый денежный поток рассматривается как динамичный генератор синергизма и формирует общую оценку предприятия. Данный метод позволяет оценить любое предприятие независимо от того, котируются его акции на бирже или нет. Однако, его применение достаточно деликатно и требует нелегкого методологического выбора, часто рискованного и редко полностью оправданного. Поэтому очень часто применяют расчет так называемой величины дохода ( $VR$ ) предприятия:

$$VR = \frac{B}{r},$$

где  $B$  - капитализируемая, действительная или прогнозируемая, прибыль;

$r$  - норма рентабельности.

Биржевая оценка применима только к компаниям, акции которых котируются на бирже. Речь идет не столько об оценке компаний, сколько об

оценке их акций, которые продаются на бирже.

Однако, биржевая капитализация компании не всегда показывает ее реальную или действительную стоимость. Чтобы узнать ее, можно использовать модели, разработанные финансовой теорией для объяснения поведения биржевого курса акций компании, в частности так называемые равновесные модели [5]. Идея, на которой основаны эти модели, очень проста: оценка акции - это дисконтированная величина будущих поступлений, ожидаемых ее владельцем. Эти поступления представляют собой дивиденды и цену перепродажи. При этом возникают сразу три проблемы:

- как определить курс перепродажи?
- как определить поток дивидендов?
- как определить среднюю норму рентабельности рынка?

На практике предприятие редко рассматривается только как имущество или только как инвестиция. Чаще всего оценочные методы приводят к смешанной стоимости, которая лежит где-то между стоимостью предприятия, рассматриваемого как имущество и как инвестиция.

Эти методы очень разнообразны и каждый из них имеет множество вариантов. Классификация методов оценки, применяемых на практике, опирается на трактовку понятия гудвилла. Различают прямые методы, основанные на оценке гудвилла и исходящие из сочетания имущественной оценки и оценки рентабельности. Косвенные методы позволяют измерить гудвилл путем разности между общей стоимостью предприятия и стоимостью его осязаемых элементов.

В рамках прямых методов общая стоимость предприятия ( $VG$ ) определяется как сумма величины чистых скорректированных активов и гудвилла. Стоимость гудвилла оценивается как дисконтированная величина, рассчитанная с помощью ставки, включающей вознаграждение за риск, сверхприбыли, получаемой в течение  $n$  лет и измеряемой путем разности между чистой текущей прибылью и доходом, рассчитанным с помощью процентной ставки по вложениям без риска от суммы, равной  $VG$ . При этом следует

учитывать два фактора. Первый – это то, что дисконтировать ренту гудвилла с помощью повышенной ставки дисконтирования, включающей вознаграждение за риск, предпочтительнее. Однако фиксировать эту ставку очень трудно. Второй – дисконтировать ренту гудвилла на конечный срок предпочтительнее, но фиксировать этот срок – также деликатная задача.

Столкнувшись с этим, казалось бы, разумнее использовать повышенную ставку дисконтирования и относительно короткий срок жизни предприятия, но это минимизирует его стоимость.

В рамках косвенных методов *VG* предприятия определяется исходя из среднего значения величины дохода и чистых скорректированных активов. То есть гудвилл в этом случае может быть найден как половина разности между общей стоимостью компании и величиной чистых скорректированных активов. Иными словами, гудвилл равен половине капитализированной сверхприбыли на бесконечно большой срок. В некоторых случаях величине чистых скорректированных активов могут предпочесть величину действительной стоимости или постоянного капитала, необходимого для хозяйственной деятельности.

Стоимость промышленного предприятия, акции которого не котируются на бирже, можно оценить с помощью среднего значения их ликвидационной стоимости и величины их дохода, рассчитанной на основе капитализации по официальной процентной ставке среднего дивиденда за последние три года.

Косвенные методы используются довольно часто, так как позволяют достичь благоразумного, внушающего доверия компромисса.

Любое предприятие имеет свою специфику, что не может не сказываться на его оценке. Существующие методы далеки от совершенства, и их применение всегда вызывает трудности. Приемлемым можно признать тот метод, параметры которого могут быть благодаря имеющейся информации определены обоснованно и который может быть одновременно приспособлен как к особенностям предприятия, так и к контексту его оценки. Практически все методы, предназначенные для определения общей стоимости предприятия,

отличаются тем, какое значение они уделяют трем величинам: чистые активы, величина дохода, величина оборота. В конечном итоге, выбор метода определяется ответами на три вопроса:

- какое значение придается величине активов?
- какое значение придается уровню рентабельности?
- какое значение придается объему хозяйственной деятельности?

Рисунок 1 иллюстрирует каким образом предприятия, принадлежащие к разным отраслям, с разными объемами деятельности могут расположиться внутри треугольника, вершинами которого выступают три фундаментальные величины.



Рис. 1 – Базовые составные элементы оценки стоимости предприятий

Рассмотрим условный пример сделки с позиций продавца и покупателя [5].

Ниже представлен баланс предприятия, ставшего объектом сделки:

Внеоборотные активы	40 000	Собственный капитал	20 000
Запасы	35 000	Финансовая кредиторская задолженность	50 000
Дебиторская задолженность	15 000	Хозяйственная кредиторская задолженность	30 000
Денежная наличность	10 000		
Актив	100 000	Пассив	100 000

Продавец (собственник) полагает следующее:

- если он закроет свое предприятие, то сможет продать реальные активы (внеоборотные активы и запасы) за 120 000 тыс.р.;

- если он продолжит его эксплуатацию, то сможет получать без новых инвестиций в течение пяти лет ежегодно денежный поток в размере 45 000 тыс.р.

Покупатель полагает, что:

- для того, чтобы приобрести равноценное производство ему нужно вложить 185 000 тыс.р.;

- если он купит предприятие, то сможет получать ежегодно денежный поток в размере 55 000 тыс.р.

Чем объяснить, что покупатель и продавец по-разному оценивают денежные потоки и ставки дисконтирования? Как определить внутренние и внешние границы сделки, зная, что ставки дисконтирования продавца и покупателя равны соответственно 12 и 8%.

Покупатель и продавец, без сомнения, имеют разные хозяйственные планы. Покупатель, планирующий более высокие денежные потоки, возлагает надежду на синергизм со своей настоящей деятельностью.

Покупатель и продавец также не всегда имеют одинаковую стоимость капитала; и у них может быть разное восприятие риска. Откуда и появляется разница в ставках дисконтирования.

С точки зрения продавца:

- стоимость ликвидации:  $100\ 000 - 75\ 000 + 120\ 000 = 145\ 000$ .

- дисконтированная стоимость:

$$45\ 000 \cdot \sum_{t=1}^5 \frac{1}{(1 + 0,12)^t} = 162217.$$

По идее продавец не должен ликвидировать свое предприятие, а должен продолжить его эксплуатацию, так как дисконтированная стоимость предприятия выше ликвидационной. Но если он все же согласился на продажу, то цена должна быть не ниже дисконтированной стоимости: последняя представляет собой внутреннюю границу интервала, в котором должна определяться цена.

С точки зрения покупателя:

- стоимость равноценного производства = 185 000.

- дисконтированная стоимость:

$$55\,000 \cdot \sum_{t=1}^5 \frac{1}{(1 + 1,08)^t} = 219\,592.$$

Хотя для покупателя дисконтированная стоимость предприятия составляет 219 592 тыс.р., маловероятно, что он согласится заплатить больше 185 000 тыс.р., то есть того, что ему нужно было бы заплатить, чтобы иметь равноценное производство.

Таким образом, конечная цена должна быть установлена между 162 217 тыс.р., то есть между тем, что мог бы получить продавец, продолжая эксплуатировать предприятие, и 185 000 тыс.р., то есть тем, что должен был бы заплатить покупатель, чтобы приобрести равноценное производство.

#### *Выводы и заключения*

Итак, финансовая оценка предприятия - это завершающий этап процесса комплексной диагностики предприятия. Эта оценка достаточно объективна, но тем не менее она не дает исчерпывающих ответов на все вопросы. Это связано с тем, что для финансовой оценки предложено множество методов, каждый из которых имеет ряд недостатков и ограничений.

Таким образом, то, что предлагает оценщику теория и наработала практика, очень относительно: и можно сделать вывод, что во всех случаях оценка предприятия как сложной организации, реализующей множество проектов, не может быть дана с точностью до копейки.

#### **Библиографический список:**

1. Бусов В.И. оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст]: учебник для бакалавров / В.И. Бусов, О.А. Землянский, А.П. Поляков. – М.: Издательство Юрайт, 2014. - 430 с.
2. Герасименко, А. Финансовый менеджмент - это просто [Текст]: базовый курс для руководителей и начинающих специалистов / Герасименко А.

- М.: Альпина Паблишер, 2016. - 481 с.

3. Иванов, И.В. Финансовый менеджмент. Стоимостной подход [Текст]: учебное пособие / Иванов И.В., Баранов В.В. - М.: Альпина Паблишер, 2016. - 502 с.

4. Когденко, В.Г. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент [Текст]: учебник для бакалавров и магистров, обучающихся по направлениям «Экономика», «Менеджмент» / Когденко В.Г., Мельник М.В. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012. - 447 с.

5. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия: проблемы, концепции и методы [Текст]: учебное пособие / Б. Коласс / Пер. с фр. под ред. Я. В. Соколова - М.: Финансы: ЮНИТИ, 1997. - 576 с.

6. Рейнгольд, Е.А. Стоимость бизнеса и стратегия развития компании: основные принципы построения интегрированной системы [Текст] / Рейнгольд Е.А., Черный Ю.И. - М.: Международная академия оценки и консалтинга, 2014. - 214 с.

7. Турманидзе, Т.У. Финансовый менеджмент [Текст]: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / Турманидзе Т.У., Эриашвили Н.Д. - М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2015. - 247 с.