

Остаточная стоимость: методы ее оценки

При оценке предприятия, при прогнозировании доходов, в связи с тем, что свободный денежный поток не подается прогнозированию более чем на несколько лет вперед, введены положения о природе изменения этих денежных потоков – предполагается оценка остаточной (терминальной) стоимости бизнеса на дату окончания явно выраженного прогнозного периода.

В практике оценочной деятельности для оценки остаточной стоимости бизнеса применяются несколько методик, которые будут рассмотрены в настоящей работе.

Остаточная или **терминальная (горизонтная) стоимость бизнеса** – это стоимость в конце определенного прогнозного периода. На практике оценка такого показателя является необходимым компонентом любого процесса оценки. В теории для оценки фирмы можно продолжать прогноз так далеко, что терминальная стоимость не будет иметь значения, но это может привести к тому, что придется прогнозировать поведение денежных потоков огромное количество лет. Единственная практически приемлемая альтернатива этому – принять некоторую форму расчета терминальной стоимости.

Считается, что **остаточная стоимость** – это стоимость на период, который следует за прогнозным¹, которая рассчитывается путем капитализации стабильного дохода последнего года прогнозного периода, увеличенного на предполагаемый долгосрочный темп роста в постпрогнозный период, с последующем приведением полученного результата к текущей стоимости.

При этом прогноз должен быть продолжительным, чтобы учесть все ожидаемые вариации прибыли компании. Стабильная или устойчивая прибыль необходима из-за того, что она используется в расчете терминальной стоимости, которая отражает долгосрочные взаимосвязи между различными элементами дохода компании.

Определение стоимости в постпрогнозный период основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода доходы бизнеса стабилизируются и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные равномерные доходы

С.В. Валдайцев при описании методики расчета остаточной стоимости использует понятие «*остаточного срока полезной жизни бизнеса*»², в котором реализуется проект по выпуску профильного для предприятия продукта. Это время, остающееся до завершения жизненного цикла этого продукта

¹ Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. М.: Альпина Паблишер, 2004, с. 137

² Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: учебник. М., Проспект, 2006, с. 32.

(проекта по его выпуску) на момент оценки выпускающего его предприятия. Суммирование доходов, которые может получить предприятие в остаточный срок полезной жизни бизнеса, должно происходить с учетом фактора времени получения этих доходов.

В соответствии с мнением С.В. Валдайцева остаточная текущая стоимость бизнеса может рассчитываться:

А) *на настоящий момент времени*, когда предприятие уже реализовало часть жизненного цикла ранее начатого инвестиционного проекта (бизнеса) – в этом случае при определении стоимости бизнеса будут учитываться только те ожидаемые от него доходы, которые можно получить начиная с периода, следующего за годом осуществления оценки; остаточный период полезной жизни бизнеса (проекта) в указанной ситуации меньше срока полезной жизни проекта;

Б) *на будущий момент времени*, к наступлению которого предприятие уже пройдет часть стадий реализуемого им инвестиционного проекта (бизнеса). Соответственно остаточный период жизни бизнеса, в котором ожидаются доходы, учитываемые при его прогнозной стоимости (по состоянию на будущий текущий момент), в данном случае начинается после завершения вводимого в анализ прогнозного периода, то есть периода, разделяющего настоящий момент (например, год) и будущий момент, на который прогнозируется остаточная стоимость бизнеса.

Случай Б) в оценке возникает тогда, когда необходимо определить, на сколько изменится рыночная стоимость предприятия, если предприятие продолжит или начнет реализацию того или иного рассматриваемого инвестиционного проекта, по которому представлен бизнес-план (из которого и видны ожидаемые от проекта доходы). Подобная необходимость связана с принятием следующих решений:

- о финансовом оздоровлении предприятия на основе представленного бизнес-плана финансового оздоровления;
- о приобретении бизнесов (долевых частей в них) в расчете на рост их рыночной стоимости, который иногда и надо прогнозировать;
- о планировании привлечения средств от выпуска в будущем новых акций, эмиссионная стоимость которых должна определяться прогнозом рыночной стоимости предприятия-эмитента на момент эмиссии.

Таким образом, можно сказать, что *остаточная* (или *терминальная*) *стоимость* представляет собой *стоимость всех будущих прибылей за пределами прогнозного периода*. Эта стоимость должны быть продисконтирована с использованием фактора текущей стоимости на конец года в последнем периоде прогноза.

«Требуется сделать прогноз, каким будет этот свободный денежный поток через выбранное число лет. Обычно применяется пятилетний период, во всяком случае, период берется настолько длинным, насколько это возможно. Цель заключается в том, чтобы заглянуть в будущее так далеко, как это было бы необходимо для уверенности в том, что сценарий устойчивого развития, необходимый для предсказания терминальной стоимости стратеги-

ческого подразделения, является разумной аппроксимацией действительности. Устойчивое развитие означает здесь, что такие величины, как: отдача новых инвестиций (RONI), доля доходов, которые откладываются для дальнейшего инвестирования (RE), и отсюда – темп роста (g) свободного денежного потока (FCF) – все являются постоянными в *перспективе*», - таким должен быть прогноз для свободного денежного потока.¹

Модели остаточной стоимости носят характер аппроксимации, поскольку мы не можем ожидать, что когда-либо возникнет устойчивое состояние оцениваемой компании. Модель «устойчивого состояния» должна отражать в терминальной стоимости средние ожидания издержек и спроса, другими словами, брать показатели срединной точки делового цикла. Поэтому конечный год конкретного прогнозного периода следует подобрать таким, чтобы он не был ни годом экономического бума, ни годом спада².

Оценку методом дисконтированных денежных потоков часто критикуют за то, что в рамках этого метода значительная доля стоимости исходит из предполагаемой терминальной стоимости компании. Справедливо это или нет, зависит от продолжительности избранного прогнозного периода, темпов роста свободных денежных потоков, а также ставки процента. А. Грегори рекомендует «расширение прогнозного горизонта вплоть до того момента, когда терминальная стоимость станет относительно малым процентом от общей стоимости, но для средней фирмы (которая определяется как та, которая растет примерно тем же темпом, что и экономика в целом) это приведет к неприемлемо долгому периоду конкретного прогноза. Подобные предпосылки принимаются любым методом прогнозирования, разница состоит лишь в том, что метод дисконтированных денежных потоков делает это в явной, а не в скрытой форме»³.

Существует ряд альтернативных методов оценки этой стоимости, для чего делаются следующие предположения⁴:

- 1) свободный денежный поток растет постоянным темпом
- 2) непрерывное воспроизводство
- 3) эрозия экономических рент (это означает, что по истечении некоторого времени экономические преимущества данного бизнеса сходят на нет, и для него остаются возможными только проекты с нулевой чистой текущей стоимостью)
- 4) рост свободного денежного потока может быть охарактеризован с помощью прогнозного мультипликатора цена/прибыль (PE)

Расчет остаточной стоимости за пределами расчетного (прогнозного периода) в зависимости от перспектив развития бизнеса может быть произ-

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний: практическое руководство. М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003, с. 120.

² Грегори А. Стратегическая оценка компаний: практическое руководство. М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003, с. 120.

³ Грегори А. Стратегическая оценка компаний: практическое руководство. М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003, с. 121.

⁴ Грегори А. Стратегическая оценка компаний: практическое руководство. М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003, с. 118.

веден при помощи следующих **основных методов**¹:

- 1) *модель Гордона* – в рамках ее использования предполагается, что темпы роста денежного потока являются постоянными;
- 2) *метод оценки по стоимости чистых активов* (в качестве остаточной стоимости используется ожидаемая остаточная балансовая стоимость активов на конец прогнозного периода);
- 3) *метод оценки по ликвидационной стоимости* (в качестве остаточной стоимости используется ожидаемая ликвидационная стоимость активов на конец прогнозного периода);
- 4) *метод предполагаемой продажи*, состоящий в перерасчете денежного потока в показатели стоимости на конец прогнозного периода с помощью специальных коэффициентов.

Рассмотрим более подробно методы, при помощи которых может быть произведен расчет остаточной стоимости.

По **Модели Гордона** годовой доход послепрогнозного периода капитализируется в показатели стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста (модель Гордона используется в рамках доходного подхода). При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконта. Относительный размер терминальной стоимости увеличивается по мере уменьшений продолжительности прогнозного периода и становится весомой величиной по мере удаления горизонта прогноза. В зависимости от ставки дисконтирования для прогнозов свыше 10 лет терминальная стоимость становится гораздо менее существенным элементом.²

Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны.

Расчет остаточной стоимости в соответствии с моделью Гордона производится по формуле:

$$P_G = \frac{P_{N+1}}{r - g}$$

где:

P_G – стоимость (недисконтированная на момент окончания прогнозного периода оценки) потока доходов в постпрогнозный период (стоимость остаточного периода);

P_{N+1} - денежный поток за первый год постпрогнозного периода;

r - ставка дисконта;

g – долгосрочные темпы роста денежного потока.

¹ Зимин А.И. Оценка имущества: вопросы и ответы. М., ИД «Юриспруденция», 2006, с. 110.

² Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. М., Альпина Паблишер, 2004, с. 139.

Конечная стоимость по модели Гордона определяется на момент окончания прогнозного периода, поэтому эта величина дисконтируется по дисконтирующему множителю последнего года прогнозного периода.

По существу, данное выражение - это ставка капитализации дохода в первый постпрогнозный год с учетом темпов роста (или убывания) в последующие периоды с коэффициентом капитализации равным $(r-g)$.

При слишком высоких темпах прироста прибыли модель Гордона использовать нельзя, так как такие показатели возможны при значительных дополнительных инвестициях, которые эта формула не учитывает¹.

Данная конструкция в зарубежной практике также носит название модели постоянного роста².

Вот как она выглядит в практическом руководстве А. Грегори: это модель роста свободного денежного потока (FCF), которая, будучи адаптированная для расчета капитала, дает:

$$V_H = \frac{FCF_{H+1}}{WACC - g}$$

где: V_H – это терминальная стоимость фирмы в конце определенного прогнозного периода (года H), так что нам нужно использовать свободный денежный поток для следующего периода.

Чтобы найти сегодняшнюю стоимость компании, надо эту горизонтную стоимость дисконтировать по среднему проценту $WACC$ и прибавить к текущей стоимости всех показателей свободных денежных потоков за конкретный прогнозный период.

При использовании этой формулы важно понять, как используются разумные предположения о показателе g , долговременном (до бесконечности) темпе роста.

Формула может использовать историческую, текущую или прогнозируемую прибыль, и нередко последний показатель рассчитывается путем умножения прибыли, полученной в последний период, на ожидаемый долгосрочный темп роста: $FCF_H \times (1 + g)$.

В это случае модель принимает следующий вид:

$$V_H = \frac{FCF_H \times (1 + g)}{WACC - g}$$

Ставка дисконтирования определяет рискованность инвестиций, в то время как долгосрочный темп роста отражает ожидания относительно годового прироста прибыли в долгосрочной перспективе. Таким образом, ставка капитализации, рассчитываемая как $d - g$, извлекается из ставки дис-

¹ Оценка предприятий: доходный подход. Таль Г.К., Григорьев В.В., Бадаев Н.Д. и др. М.: Гильдия специалистов по антикризисному управлению, 2000, с. 137.

² Грегори А. Стратегическая оценка компаний: практическое руководство. М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003, с. 121.

контирования как разность этих двух факторов. Ставки капитализации также могут быть выражены как мультипликатор, или коэффициент, через деление единицы на норму капитализации. В рыночном подходе ставки капитализации могут быть получены из цен фондового рынка. Однако использование данного источника не рекомендуется, из-за волатильности рыночных мультипликаторов и более высокой надежности ставок капитализации, полученных их ставок дисконтирования.

Кроме вышеуказанного метода в рамках доходного подхода в западной практике применяются следующие методики¹: модель текущей стоимости возможностей роста, модель непрерывного воспроизводства, модель нулевой чистой текущей стоимости, модель с мультипликатором цена/доход. Рассмотрим эти методики.

Модель текущей стоимости возможностей роста.

Стратегическое подразделение или фирмы могут быть оценены путем расчета бессрочной стоимости устойчивых посленалоговых доходов и прибавления к этому показателю стоимости возможностей роста. Если отдача новых инвестиций, сделанных на определенном этапе, останется неизменной, то стоимость возможностей роста может быть получена как сумма текущей стоимости инвестиций (*RONI*) за минусом ставки процента на эту ставку процента. Формально, если ставка процента является средневзвешенной ставкой (*WACC*) для фирмы, то терминальная стоимость выражается так:

$$V_H = \frac{ENGS_H}{WACC} + \sum_{t=H+1}^{t=N} \frac{INV_t (RONI_t - WACC)}{WACC (1 + WACC)^t}$$

Вывод этой формулы довольно сложен, он содержится в зарубежной литературе².

Главная идея этой формулы состоит в том, что инвестиции с положительной *NPV* возникают тогда, когда фирма имеет некоторые особые преимущества. К преимуществам можно отнести фирменные знаки, патенты, эффективность, расположение и некоторые другие факторы. Главная их черта состоит в том, что такие преимущества могут быть сведены на нет силой конкуренции. Эта формула отвечает на вопрос: сколько лет могут продолжаться инвестиционные преимущества.

Модель непрерывного воспроизводства.

В основе этого подхода к терминальным оценкам лежит простая предпосылка: фирма продолжает инвестировать в тот же набор проектов, который она имела в конце горизонта прогнозирования. Эта предпосылка сводится к утверждению о том, что у фирмы не будет дополнительных возможностей роста, и что требуются только те инвестиции, которые предназначены для

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний: практическое руководство. М.: КВИНТО-КОНСАЛТИНГ, 2003, с. 121.

² Copeland, T.E. and Weston J.F. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley.

возмещения ее существующих активов. В отличие от модели чистой текущей стоимости, модель непрерывного воспроизводства предполагает, что чистая текущая стоимость замещающих инвестиций та же, что и существующих инвестиций.

Если эти предположения оказываются уместными, то терминальная стоимость в году N - это просто годовой эквивалентный денежный поток, деленный на стоимость капитала.

Модель нулевой чистой текущей стоимости.

Этот метод получения терминальной стоимости предполагает, что к концу специфического прогнозного периода все экономические преимущества фирмы сводятся конкуренцией на нет (экономисты называют этот процесс эрозией экономических рента). Если это так, то стоимость фирмы – это обычная терминальная стоимость, полученная путем оценки стоимости существующей деятельности фирмы в конечный год прогнозного периода. На самом деле это возможный случай модели возможностей роста, где возможности роста сводятся к нулю. Отсюда терминальная стоимость составит:

$$V_N = \frac{\text{Прибыль}_N}{WACC}$$

Поскольку в такой ситуации акционерам будет совершенно безразлично, делать ли дальнейшие инвестиции или выплачивать дивиденды, стоимость можно также получить делением свободного денежного потока для года N на средневзвешенную процентную ставку:

$$FCFN / WACC$$

Модель с мультипликатором цена/доход (PE).

В устойчивой ситуации всегда бывает возможно получить мультипликатор PE , чтобы применить его к прогнозируемому показателю доходов. Если принять, что требуемая доходность составляет $WACC$, то общую формулу можно записать так:

$$V_N = \frac{(1 - g / RONI)}{WACC - g}$$

В случае, когда g , $RONI$ и $WACC$ являются средними по отрасли, соотношение PE тоже будет среднеотраслевым PE . Однако, из этого не следует, что текущий среднеотраслевой показатель PE будет представительным для прогнозного PE в конце специфического прогнозного периода, поскольку процентная ставка, темпы роста и $RONI$ могут за это время измениться вследствие инфляционных и циклических процессов. В этой связи следует отметить, что сценарии устойчивого состояния отражают средние рыночные условия, а не такие, которые подвержены подъемам и спадам.

Метод оценки по стоимости чистых активов используется для оценки стабильного бизнеса, главной характеристикой которого является значи-

тельные материальные активы в рамках затратного подхода, при определении стоимости чистых активов акционерных обществ, а также в процессе приватизации государственных или муниципальных предприятий.

В качестве остаточной стоимости в этом методе используется ожидаемая остаточная балансовая стоимость активов на конец прогнозного периода.

Методика чистых активов предприятия (или методика скорректированной балансовой стоимости) предполагает анализ и корректировку всех статей баланса предприятия, суммирование стоимости активов и вычитание из полученной суммы скорректированных статей пассива баланса в части долгосрочной и текущей задолженностей. Эта методика расчета стоимости предприятий соответствует Международным принципам бухгалтерского учета.

После корректировки статей баланса предприятия рассчитывается стоимость его активов по алгоритму применения методики скорректированной балансовой стоимости.

Расчет чистых активов предприятия осуществляется следующим образом:

1. Суммируются следующие статьи баланса предприятия:
 - остаточная стоимость нематериальных активов;
 - остаточная стоимость основных средств;
 - оборудование к установке;
 - незавершенные капитальные вложения;
 - долгосрочные финансовые вложения;
 - прочие необоротные активы;
 - производственные запасы;
 - животные;
 - остаточная стоимость малоценных и быстроизнашивающихся предметов;
 - незавершенное производство;
 - расходы будущих периодов;
 - готовая продукция;
 - товары;
 - прочие запасы и затраты;
 - товары отгруженные;
 - расчеты с дебиторами;
 - авансы, выданные поставщикам и подрядчикам;
 - краткосрочные финансовые вложения;
 - денежные средства;
 - прочие оборотные активы.
2. Суммируются следующие обязательства (задолженности) предприятия по пассиву баланса:
 - целевое финансирование и поступления;
 - арендные обязательства;
 - долгосрочные кредиты банков;
 - долгосрочные займы;
 - краткосрочные кредиты банков;
 - кредиты банков для работников;

краткосрочные займы;
 расчеты с кредиторами;
 авансы, полученные от покупателей и заказчиков;
 расчеты с учредителями;
 резервы предстоящих расходов и платежей;
 прочие краткосрочные пассивы.

Из суммы активов вычитается сумма пассивов.

4. К полученной разности прибавляется величина рыночной стоимости земли, и получается сумма чистых активов предприятия.

Корректировка статей баланса в целях оценки стоимости предприятия заключается в нормализации бухгалтерской отчетности, в перерасчете статей актива и пассива баланса в текущие цены. Для этого необходимо:

- определение остаточной восстановительной стоимости основных средств и нематериальных активов;
- определение фактической текущей стоимости незавершенного производства;
- анализ и оценка по текущим ценам запасов, затрат и денежных средств;
- анализ и определение текущей стоимости имеющихся у предприятия задолженностей.

Условно порядок оценки стоимости чистых активов можно представить так:

$$ЧА = (П - ПП) - (А - АР)$$

где:

П – итог пассива баланса;

А – итог актива баланса;

АР – активы, принимаемые к расчету;

ПП – пассивы, принимаемые к расчету.

Оценка статей баланса, участвующих в расчете стоимости чистых активов, производится в рублях по состоянию на 31 декабря отчетного года и на конец каждого квартала.

Уровень стоимости предприятия, полученный с использованием данной методики расчета, характеризует низший уровень стоимости оцениваемого предприятия¹.

Г.И. Сычева, Е.Б. Колбачев и В.А. Сычев отмечают, что «...стоимость чистых активов общества не является его рыночной стоимостью ни в том случае, когда оно выступает объектом купли-продажи, ни при определении рыночной стоимости акций общества. Кроме того, размер чистых активов не всегда может быть основополагающим фактором при определении рыночной стоимости акции, поскольку в полной мере не отражает реальной стоимости активов того или иного общества по многим причинам: при оценке общества

¹ Оценка бизнеса: учебное пособие. Под ред. Акмаевой Р.И. Астрахань, Изд-во АГТУ, 2002, с. 99.

должна учитываться его рентабельность, наличие или отсутствие рыночного спроса, особенности государственного регулирования данной отрасли, конкурентоспособность и т.д. Кроме того, данный метод оценки стоимости предприятия не раскрывает результат работы предприятия от производственной (текущей), финансовой и инвестиционной деятельности, что прежде всего может заинтересовать инвестора, и не может оценить результат (прибыль или убыток, отток или приток денежных средств) в будущем от использования своих активов¹.

Несмотря на отмеченные недостатки, показатель «чистые активы» является наиболее приемлемым оценочным показателем стоимости предприятия затратным подходом, так как это комплексный показатель, учитывающий оценку уровня развития технологии с учетом имущества, сформированного за счет собственных средств.

Метод оценки по ликвидационной стоимости.

Метод оценки по ликвидационной стоимости также, как метод чистых активов, применяется в рамках затратного подхода.

Ликвидационная стоимость представляет собой чистую денежную сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и отдельной распродаже его активов². При этом предполагается, что ликвидационная стоимость предприятия как целого обычно меньше, чем сумма выручки, полученная от отдельной продажи его активов. Хотя в российской практике отдельная продажа активов предприятия чаще всего приводит к продаже имущества за бесценок и сопровождается выяснением отношений заинтересованных в распродаже имущества сторон в суде.

Согласно Стандартам оценки *ликвидационная стоимость* - стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

На практике оценка стоимости предприятия на основе ликвидационной стоимости осуществляется, как правило, в связи с его банкротством в соответствии со ст. 88 Федерального закона от 26.10.2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» решение о признании должника банкротом принимается в отношении неплатежеспособной организации при отсутствии оснований для введения внешнего управления (судебной санации) – процедуры, направленной на восстановление платежеспособности.

В случае признания судом решения о признании предприятия банкротом, открывается конкурсное производство – процедура, направленная на соразмерное удовлетворение требования кредиторов в процессе ликвидации. При этом обязательным этапом конкурсного производства является проведение инвентаризации имущества и обязательств предприятия.

Результаты инвентаризации имущества лежат в основе оценки, необходимость проведения которой предусмотрена ст. 130 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)».

¹ Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Под ред. Сычевой Г.И. Ростов н/Д: «Феникс», 2004, с. 125.

² Прайт Ш. Оценка бизнеса: анализ и оценка компаний закрытого типа. М., 1995.

Цель оценки имущества – установить предполагаемую выручку от его реализации, которая и будет являться единственным источником выплат по обязательствам обанкротившегося предприятия. В состав затрат, связанных с ликвидацией предприятия, входят затраты по налогообложению, страхованию и охране активов до продажи, выходные пособия и выплаты работникам предприятия, управленческие расходы. Все расходы, за исключением выплат работникам предприятия, дисконтируются по повышенной ставке¹.

Оценка ликвидационной стоимости предприятия осуществляется в следующих случаях:

- компания находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно ее способности оставаться действующим предприятием;
- стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности.

Ликвидационная стоимость активов предприятия определяется суммированием текущих стоимостей денежных потоков от реализации оцениваемых активов, в том числе внеоборотных, запасов, продукции, денежной массы на расчетном счете и в кассе предприятия на дату оценки.

Расчет ликвидационной стоимости предприятия включает несколько основных этапов:

- 1) берется последний балансовый отчет;
- 2) разрабатывается календарный график ликвидации активов;
- 3) определяется валовая выручка от ликвидации активов;
- 4) оценочная стоимость активов уменьшается на величину прямых затрат;
- 5) скорректированные стоимости оцениваемых активов дисконтируются на дату оценки по ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск;
- 6) ликвидационная стоимость активов уменьшается 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 содержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации;
- 7) прибавляется (вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода;
- 8) вычитаются имущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами.

Как было отмечено ранее, при расчете ликвидационной стоимости в качестве *остаточной стоимости* используется ожидаемая ликвидационная

¹ Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Под ред. Сычевой Г.И. Ростов н/Д: «Феникс», 2004, с. 117.

стоимость активов на конец прогнозного периода.

Ликвидационная стоимость подразделяется на три вида¹:

1. *Упорядоченная ликвидационная стоимость.* Распродажа активов предприятия осуществляется в течение разумного периода времени, чтобы можно было получить высокие цены за продаваемые активы. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около 2 лет.
2. *Принудительная ликвидационная стоимость.* Активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.
3. *Ликвидационная стоимость прекращения существования активов предприятия.* В этом случае активы предприятия не распродаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое предприятие, дающее значительный экономический либо социальный эффект. В этом случае стоимость предприятия является отрицательной величиной, так как требуются определенные затраты на ликвидацию активов предприятия.

Необходимо различать ликвидационную стоимость фирмы и ликвидационную стоимость бизнеса (предприятия) как имущественного комплекса. В первом случае учитывают кредиторскую задолженность компании, во втором случае ее можно не учитывать, так как обязательства несет именно фирма, а не имущественный комплекс, не являющийся юридическим лицом. Кроме того, продажа (по ликвидационной стоимости) имущественного комплекса фирмы-банкрота может служить одним из вариантов погашения кредиторской задолженности фирмы².

Метод предполагаемой продажи, состоит в перерасчете денежного потока в показатели стоимости на конец прогнозного периода с помощью специальных коэффициентов, полученных из ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний. Данная модель, как и модель Гордона, имеет следующие основные предположения:

- в остаточный период величины износа и капиталовложений равны;
- прогнозный период должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются; предполагается, что в остаточный период должны сохраняться стабильные долгосрочные темпы роста;
- величина остаточной стоимости рассчитывается на конец прогнозного периода, соответственно дисконтироваться должна по последнему прогнозируемому периоду.

Поскольку практика продажи компаний на российском рынке практически отсутствует, применение данного метода к определению конечной стоимости весьма проблематично.

¹ Оценка бизнеса. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. СПб., 2003, с. 251.

² Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям. М.: Проспект, 2006, с. 197.

Определение стоимости в постпрогнозный период основано на предположении о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что бизнес стабилизируется и в остаточный период будут иметь место стабильные темпы роста или бесконечные равномерные доходы.

Расчет остаточной стоимости бизнеса производится в связи с тем, что свободный денежный поток не поддается прогнозированию более чем на несколько лет вперед.

На основании исследования можно сделать следующие выводы о применимости рассмотренных методов оценки остаточной стоимости.

Метод оценки по стоимости чистых активов, в основном, применяется при оценке стоимости активов акционерных обществ, а также при приватизации государственных или муниципальных предприятий, поэтому он не всегда применим для оценки действующего предприятия.

Метод оценки по ликвидационной стоимости также недостаточно приемлемый метод для действующего рентабельного предприятия, поскольку он применим для оценки компаний, находящихся в состоянии банкротства или при необходимости срочной продажи организации (бизнеса).

Главный недостаток оценки стоимости предприятия, основанной на затратном подходе (методы чистых активов и ликвидационной стоимости), заключается в том, что оценка не связана с настоящими и ожидаемыми результатами деятельности предприятия. Поэтому в странах с рыночной экономикой наибольшее распространение получили методы оценки, основанные на величине будущих доходов (то есть в рамках доходного подхода).

Определение остаточной стоимости *методом предполагаемой продажи* весьма проблематично, поскольку отсутствует практика продажи компаний на российском рынке, которая сделала бы возможным использование специальных коэффициентов.

Наиболее приемлема для оценки остаточной стоимости действующего предприятия за пределами прогнозного периода *модель Гордона*.

Специалисты склоняются к расчету остаточной стоимости с помощью модели Гордона, которая предполагает, что в остаточный период темпы роста стабильны. Расчет осуществляется путем деления денежного потока в остаточный (постпрогнозный) период на разность между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста или путем деления денежного потока последнего прогнозного периода, умноженного на темпы роста, увеличенные на единицу, и разностью между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста.