

## Оценка стоимости бизнеса как элемент управления СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

© 2010г. Ю.Ю. Костюхин, М.А. Шерстнева\*

Вопросы управления стоимостью предприятий приобретают особую актуальность в условиях глобального финансового кризиса при спаде производства и одновременной необходимости Российской Федерации укрепления своих позиций на мировой арене. Повышение стоимости российских компаний решает ряд актуальных вопросов: для государства – укрепление позиций на мировом рынке за счет повышения стоимости его предприятий; для менеджмента и акционеров – увеличение собственного дохода за счет повышения эффективности принимаемых стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации.

Рыночная стоимость компании – это наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на дату оценки на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства [1]. Динамика рыночной стоимости компании является показателем эффективности работы менеджеров, критерием для оценки эффективности управления бизнесом. Поэтому необходимо уметь правильно проводить оценку стоимости бизнеса.

Наиболее распространенными в мировой практике подходами к оценке являются доходный, сравнительный, затратный и опционный.

Доходный подход – это оценка стоимости предприятия на основании суммирования дисконтированных будущих доходов предприятия. На базе доходного подхода было создано и получило широкое распространение направление менеджмента Value-Based Management (VBM) – это система управления и деловая философия, направленные на достиже-

ние увеличения стоимости компании и повышение эффективности ее функционирования на рынке.

Доходный подход наиболее часто применяется при оценке коммерческих предприятий. Сложность его использования связана с необходимостью прогнозирования будущих доходов компании. Также некоторые затруднения вызывает необходимость определения и оценки рисков, это требует не только хорошего знания особенностей функционирования оцениваемой компании, но и понимания ситуации на рынке и в отрасли в целом [2, 3].

Сравнительный подход предполагает оценку стоимости путем расчетов, основанных на сопоставлении стоимостей оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов. Можно выделить следующие недостатки данного подхода:

- игнорирование перспектив развития предприятия в будущем;
- сложность получения информации от предприятий-аналогов;
- необходимость сложных корректировок, требующих серьезного обоснования.

Кроме того, далеко не всегда наличествует развитый фондовый рынок.

Затратный подход базируется на определении затрат, необходимых для создания (воспроизводства либо замещения) объекта оценки с учетом износа активов предприятия [4]. Затратный подход, определяющий стоимость бизнеса на основании стоимости активов, принадлежащих предприятию, применим для компаний, владеющих значительными материальными активами и несущественными нематериальными. При этом компания не имеет стабильных доходов, труд приносит небольшую добавленную стоимость, а в бухгалтерском балансе правдиво и подробно отражены все материальные активы. К сожалению, бухгалтерские балансы российских предприятий далеко не всегда предоставляют достоверную информацию об активах компании, что затрудняет применение затратного подхода. Также минусом является то, что он не учитывает будущих доходов компании в отличие от доходного подхода.

\* Ю.Ю. Костюхин – к.э.н., профессор, зав. кафедрой «Промышленный менеджмент» НИТУ МИСиС.  
М.А. Шерстнева – аспирант кафедры «Промышленный менеджмент» НИТУ МИСиС.

Опционный подход – это оценка на основе будущей стоимости актива. Однако этот процесс достаточно сложен, и сам подход имеет очень ограниченное применение. Его использование в Российской Федерации не закреплено законодательно.

Основными документами, регламентирующими оценочную деятельность в Российской Федерации, являются Федеральные стандарты оценки (ФСО 1, 2, 3), в соответствии с которыми при проведении оценки необходимо использовать три подхода – затратный, сравнительный и доходный или обосновать отказ от использования того или иного подхода. Итоговая сумма должна быть в соответствии с требованиями российских стандартов представлена в виде общей величины в рублевом эквиваленте. В виду того, что использование различных подходов приводит к получению нескольких стоимостных оценок, для получения итоговой величины, как правило, в российской оценочной практике используют метод взвешивания.

$$\text{Стоимость предприятия} = \sum_{i=1}^n V_i \cdot Z_i, \quad (1)$$

где  $V_i$  – оценка стоимости предприятия (бизнеса)  $i$ -м методом;  $i = 1, \dots, n$  – множество применяемых в данном случае методов оценки;  $Z_i$  – весовой коэффициент  $i$ -го метода.

Значениям, полученным в ходе оценки различными подходами, присваиваются весовые коэффициенты, которые являются своего рода коэффициентами доверия к соответствующему методу в данной ситуации. Коэффициенты носят экспертный характер и служат для определения преимуществ и недостатков каждого из используемых подходов. Однако следует обращать внимание и на такие факторы, как достоверность и качество используемой при проведении анализа информации.

В рамках трех основных подходов к оценке бизнеса существует ряд методов (табл. 1), рекомендованных к применению только при соблюдении определенных условий [5], однако нет четких рекомендаций относительно их выбора.

Существенная особенность формирования рыночной экономики в современной России заключается в наличии огромного числа компаний, акции которых не котируются на организованном рынке ценных бумаг, что представляет сложность для оценки стоимости их бизнеса ввиду невозможности определения показателей капитализации данных предприятий. В этом заключается специфика российского фондового рынка. Например, при оценке стоимости подавляющего большинства открытых акционерных обществ (ОАО) все равно приходится ориентироваться на методы оценки, применяемые к закрытым (ЗАО), так как в них отсутствует самое важное условие статуса открытой компании, а именно, публичное размещение их акций.

Для эффективного управления стоимостью компании необходимо правильно проводить оценку сто-

Таблица 1

Методы оценки стоимости предприятия в рамках существующих подходов		
Доходный	Сравнительный	Затратный
Метод капитализации доходов	Методы, использующие оценочные мультипликаторы, основанные на данных о компаниях-аналогах	Метод стоимости чистых активов
Метод дисконтированного чистого потока денежных средств	Цена компании (показатель дохода)	Оценка ликвидационной стоимости

имости бизнеса компании. А сложность проведения данных оценок в Российской Федерации заключается в том, что большинство предприятий – непубличные.

Вначале изучаются следующие характеристики предприятия как объекта оценки: месторасположение, выпускаемая продукция, рынок сбыта, основные конкуренты. С целью наилучшего понимания особенностей перераспределения денежных потоков в компании проводится финансовый анализ.

В качестве примера приведем оценку стоимости ЗАО «N». Это небольшое предприятие, специализирующееся на переработке лома цветных металлов. Акции данного предприятия не котируются на организованном рынке ценных бумаг.

Анализ финансового состояния ЗАО «N» свидетельствует о критическом финансовом состоянии, о неудовлетворительной структуре баланса и неплатежеспособности предприятия. Однако, как показал анализ рынка, ЗАО «N» успешно функционирует на рынке. Это объяснимо следующими факторами. В современных условиях предприятия вынуждены оптимизировать прибыль из расчета на налоговую отчетность. ЗАО «N», будучи самостоятельным юридическим лицом, является структурным подразделением крупного металлургического завода, поэтому перераспределение прибыли в данных условиях вполне логично, это объясняет смещение центра прибыли. Также прибыльность ломопереработки значительно уменьшалась, когда несколько лет назад делались попытки монополизировать рынок цветных ломов.

В связи с этим для дальнейших расчетов необходимо скорректировать показатели бухгалтерской отчетности. Внесем в него внебалансовые активы предприятия, а также составим экономический баланс, пересчитав элементы актива и пассива по рыночным ценам. Проведем оценку предприятия тремя подходами.

Оценка стоимости бизнеса ЗАО «N» в рамках затратного подхода была проведена методом стоимости чистых активов и рассчитана как разница между активами и обязательствами предприятия. Активы предприятия составляют 16 257 000 рублей, обязательства – 3 953 000 рублей. Стоимость предприятия составила 12 304 000 рублей.

Объем производства ЗАО «N» – 1200 т алюминиевых сплавов в год. По рекомендациям экспертов [5], объемы производства или выручки компаний-аналогов

не должны отличаться от показателей объекта оценки более, чем в 5 раз. В процессе работы был проанализирован ряд открытых источников информации\* на предмет выявления сделок с акциями аналогичных предприятий, и не было выявлено подходящих сделок. Исходя из того, что отсутствие необходимой для расчетов информации существенным образом влияет на достоверность оценки, в соответствии: с Федеральным законом Российской Федерации «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ (текст в редакции от 27.07.2006 № 157-ФЗ) [6]; со «Стандартами оценки, обязательными к применению субъектами оценочной деятельности», утвержденными Постановлением правительства РФ от 6 июля 2001 года № 519 [7], придется отказаться от применения сравнительного подхода в рамках работ по определению рыночной стоимости ЗАО «N».

Оценка в рамках доходного подхода проводится методом дисконтированного чистого потока денежных средств.

Ставка дисконтирования определяется с использованием модели *SAPM*.

Расчет проведем по формуле:

$$R_i = R_f + \beta_i \cdot (R_m - R_f), \quad (2)$$

где  $R_i$  – ставка дисконтирования с учетом риска инвестирования в акции  $i$ -й компании;  $R_f$  – безрисковая ставка доходности;  $R_m$  – среднерыночная ставка доходности;  $R_m - R_f$  – премия за риск инвестирования (приобретения) акции;  $\beta_i$  – коэффициент бета для  $i$ -й компании.

В качестве *безрисковой ставки доходности* берем доходность выпуска российских еврооблигаций Россия-2030, равную 5,6 %.

*Среднерыночную ставку доходности* рассчитаем исходя из доходности по рыночному портфелю. Для этого воспользуемся значениями индекса РТС за период с 28.05.07 по 28.05.08. Значение индекса РТС на эти даты составляло 1770,42 и 2396,87 соответственно. Доходность по рыночному портфелю, таким образом, равна:

$$(2396,87 - 1770,42) / 1770,42 = 0,3538.$$

Исключим из данного значения инфляционный элемент и найдем реальную ставку доходности ( $r$ ). По статистическим данным, инфляция по итогам 2007 года составила 11,9 %\*\*.

$$(1 + 0,3538) = (1 + r)(1 + 0,119).$$

Отсюда:

$$r = \frac{1,3538}{1,119} - 1 = 0,21.$$

Таким образом, среднерыночную ставку доходности примем равной  $R_m = 21$  %.

\* www.rts.ru, www.skrin.ru, www.nz1.ru, www.deloshop.ru и пр.

\*\* http://www.realestate.ru/new.aspx?id=8234.

Таблица 2

Расчет меры систематического риска –  $\beta$

№ п/п	Факторы риска вложения инвестиций	Уровень фактора риска				
		0,0	0,5	1,0	1,5	2,0
1	Политические риски			x		
2	Экономические риски				x	
3	Риски, связанные с малыми размерами оцениваемой компании				x	
4	Риски, связанные с управленческим учетом и финансированием		x			
5	Риски, связанные с недозагрузкой			x		
6	Сумма взвешенных рисков			5,5		
7	Количество рисков			5		
8	Средневзвешенное значение меры систематического риска			1,1		

*Коэффициент бета* определим кумулятивным методом (табл. 2).

Под *политическими* рисками понимаются следующие факторы. Прежде всего, это риски, связанные с политическими решениями. Так, отмена НДС для ломоперерабатывающих предприятий показала силу влияния политических решений на работу предприятий. Также сюда включаются риски, связанные с недостатком законности и коррупцией.

*Экономические риски* применительно к условиям функционирования ЗАО «N» следующие. Во-первых, сюда включен фактор сложностей с приобретением сырья для переработки – лома цветных металлов. Они могут быть вызваны монополизированностью рынка лома цветных металлов. Вторая составляющая – необходимость привлечения инвестиций для расширения производства и освоения новых рынков.

*Риски, связанные с малыми размерами оцениваемой компании.* Этот риск обязательно нужно учесть, он имеет достаточно высокий уровень.

*Риски, связанные с управленческим учетом и финансированием.* Данные риски невелики, предприятие имеет надежную кредитную историю и квалифицированных сотрудников, занимающихся управленческим учетом.

*Риски, связанные с недозагрузкой.* На данный момент мощности предприятия используются лишь на 50 %.

Полученное значение  $\beta = 1,1$ .

Таким образом, коэффициент дисконтирования для ЗАО «N» по формуле (2) составит:

$$R_{\text{ЗАО «N»}} = 23 \text{ \%}.$$

К базисной части ставки дисконтирования для закрытой компании, рассчитанной с помощью *SAPM*, нужно прибавить еще премию за дополнительный риск, связанный с закрытостью компании. Оценим его в один процент (+1 %).

В этом случае ставка дисконтирования получается комбинированной из величин, полученных с помощью *SAPM* и метода кумулятивного построения указанной ставки, и составляет 24 %.

Ценность компании определяется как сумма дисконтированных чистых потоков денежных средств.

Всеразчеты проводим на срок, равный пяти годам. Это вызвано следующими факторами. Во-первых, коэффициенты дисконтирования для шестого и далее годов настолько малы, что расчеты проводятся уже в пределах ошибки, что нецелесообразно. Во-вторых, 5 лет – это срок, на который можно предсказать стабильность политической и экономической ситуации в стране. Срок меньший, чем пять лет, эксперты не советуют брать для расчетов.

Вначале проведем расчет чистых денежных потоков без учета операции дисконтирования. Расчет проводим по следующей схеме:

- 1 совокупный доход от реализации;
- 2 денежные эксплуатационные затраты;
- 3 операционный денежный поток (2 – 1);
- 4 обесценение и амортизация;
- 5 операционный денежный поток/валовая прибыль (до уплаты процентов и налогов) (3 – 4);
- 6 уплата процентов по кредитам;
- 7 прибыль до уплаты налогов (5 – 6);
- 8 уплата налогов;
- 9 чистая прибыль (чистый доход) (7 – 8);
- 10 обесценение и амортизация (+);
- 11 прирост долгосрочной задолженности;
- 12 сокращение оборотных средств (+);
- 13 фонд денежных ресурсов (9 + 10 + 11 + 12);
- 14 инвестиции в основные фонды (-);
- 15 инвестиции в прирост оборотных средств (-);
- 16 уменьшение (погашение) долгосрочной задолженности;
- 17 фонд инвестиционных ресурсов (14 + 15 + 16);
- 18 чистый денежный поток (13 – 17).

Последний этап предполагает прогнозирование доходов компании, что в ряде случаев является затруднительным и, как было сказано выше, представляет собой недостаток доходного подхода.

Доходы от продаж ЗАО «N» в 2006 году увеличились на 60 % по отношению к 2005 году, а в 2007 – на 65 % по отношению к 2006 году. Доходы увеличиваются стабильно высокими темпами. Для расчетов примем темп роста доходов от реализации равным средней арифметической величине темпов роста двух предыдущих лет – 62,5 %.

В 2008 году предприятие планировало для покупки нового оборудования взять краткосрочный кредит на сумму 1 500 000 рублей под 15 % годовых, что необходимо отразить в расчетах. Это вызывает увеличение суммы амортизационных отчислений (из расчета, норма амортизации – 5 % в год).

Далее рассчитывается поток наличности с учетом операции дисконтирования.

Стоимость компании определяется как сумма дисконтированных чистых потоков денежных средств и равна 94 400 000 руб.

После проведения оценки различными подходами проводим согласование результатов.

При присвоении оценкам, полученным с использованием разных подходов, весовых коэффициентов необходимо определить преимущества и недостатки используемых подходов.

Оценка стоимости ЗАО «N» была проведена двумя подходами – затратным и доходным. Опишем их преимущества и недостатки.

*Преимущества затратного подхода:*

- учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов;
- дает оценку уровня развития технологии с учетом степени износа активов.

*Недостатки затратного подхода:*

- отражает прошлую стоимость;
- не учитывает рыночную ситуацию на дату оценки;
- не учитывает перспективы развития предприятия;
- не учитывает риски;
- статичен. Отсутствуют связи с настоящими и будущими результатами деятельности предприятия.

*Преимущества доходного подхода:*

- учитывает будущие изменения доходов и расходов;
- учитывает уровень риска через ставку дисконта;
- учитывает интересы инвестора.

*Недостатки доходного подхода:*

- сложность прогнозирования будущих результатов и затрат;
- возможны несколько норм доходности, что затрудняет принятие решения;
- не учитывает конъюнктуру рынка;
- трудоемкость расчетов.

Анализ достоинств и недостатков позволяет присвоить оценкам, полученным с использованием разных подходов, следующие весовые коэффициенты:

- доходный подход – 0,8;
- затратный подход – 0,2.

Таким образом, величина, рассчитанная по формуле (1), составила:

$$94\,400\,000 * 0,8 + 12\,304\,000 * 0,2 = 77\,980\,800 \text{ рублей.}$$

Таким образом, после округления получаем итоговую рыночную стоимость ЗАО «N», равную 77 981 000 рублей.

### Выводы

Для снижения степени риска при оценке стоимости бизнеса необходимо применять различные методики расчета и использовать максимальное количество имеющихся в открытом доступе материалов, характеризующих состояние оцениваемого предприятия.

### Библиографический список

1. Федеральный стандарт оценки. Цель оценки и виды стоимости (ФСО N 2) (утв. Приказом Минэкономразвития РФ от 20 июля 2007 г. N 255).
2. Ильичев И.П., Костюхин Ю.Ю., Шерстнева М.А. Оценка коэффициента бета для металлургических предприятий на примере ОАО «Норильский никель» // Цветные металлы. 2008. № 5. С. 7 – 10.

3. Костюхин Ю.Ю., Илюхин В.В. Механизм оценки рисков металлургических компаний, вызываемых неустойчивостью и неравномерностью развития экономики // Экономика в промышленности. 2009. № 1. С. 32–38.

4. Федеральный стандарт оценки. Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1) (утв. Приказом Минэкономразвития РФ от 20 июля 2007 г. № 256).

5. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса. – М.: Маросейка, 2008.

6. Федеральный закон Российской Федерации «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 года № 135-ФЗ (в редакции от 27.07.2006 № 157-ФЗ).

7. «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности» (утв. Постановлением Правительства РФ 6 июля 2001 г. № 519).

УДК 336.7

## Формирование монетного ряда эмиссионным институтом

© 2010 г. А.А. Кудра, Ю.Ю. Костюхин \*

Обесценивание денег вследствие инфляционных процессов вынуждает эмиссионный институт регулярно осуществлять оптимизацию номинального ряда. Номинальным рядом, как правило, называют совокупность банкнот и монет, являющихся законными средствами платежа в рассматриваемой стране. При этом имеются в виду только циркуляционные банкноты и монеты, которые не имеют нумизматической ценности и основным назначением которых является использование в ежедневных платежах.

Изменения в номинальном ряде страны, как правило, происходят не одномоментно. В настоящее время закон обязывает эмиссионные институты заранее информировать участников обращения об изменениях в наличном денежном обращении и устанавливать срок, в течение которого можно обменять старые деньги, если они перестают быть законным средством платежа. При этом замене могут подвергаться как все номиналы, так и выборочные, например при замене банкноты младшего номинала на монету. В некоторых случаях банки-эмитенты в течение некоторого времени оставляют оба денежных знака законными средствами платежа, но при этом, как правило, один из них не поддерживается в обращении.

В рамках настоящей работы рассматриваются вопросы, связанные с монетной частью номинального ряда, поскольку на обращение банкнот и монет влияют разные обстоятельства.

Объектом модернизации может быть либо новый номинальный ряд, который должен заменить существующий, либо номинальный ряд, основу которого составляют существующие денежные знаки, но который нужно модернизировать.

В настоящее время перед эмиссионным институтом, как правило, стоит задача формирования или корректировки номинального ряда, где в качестве младших номиналов могут быть использованы монеты, а в качестве старших – банкноты.

Можно выделить три взаимосвязанные задачи, которые необходимо решить при организации монетной части такого номинального ряда.

1. Задача определения границ монетного ряда и создания оптимального набора номиналов, удовлетворяющего требованиям обращения. В нее включена подзадача определения минимального и максимального монетного номиналов, а также структуры набора номиналов. Количество монетных номиналов будет являться величиной производной от границ номинального ряда и его структуры.

2. Задача выбора типоразмеров монет и цветов материалов, из которых их следует изготавливать. В результате решения этой задачи должны быть определены габариты, форма и масса каждого из монетных номиналов, которые должны обеспечить удобство пользования монетой. Кроме того, они должны обеспечивать различимость номиналов между собой, а также по возможности с монетами иностранных государств, особенно располагающихся на прилегающих территориях.

3. Задача оценки затрат на поддержание в обращении монетного ряда и оптимизации параметров монет ряда для обеспечения минимального уровня этих затрат. В эту часть включено несколько подзадач. Во-первых, прогноз количества требуемых для обра-

\* А.А. Кудра – ассистент кафедры «Промышленный менеджмент» НИТУ МИСиС.

Ю.Ю. Костюхин – к.э.н., зав. кафедрой «Промышленный менеджмент» НИТУ МИСиС.