

УДК 334.7:330.133

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

С. С. ДРОЗД, Е. В. ТРЕЙТЬЯКОВА

*Учреждение образования «Гомельский государственный
технический университет имени П. О. Сухого»,
Республика Беларусь*

Введение

С развитием рыночных отношений предприятия вовлекаются в торговый оборот как специфический товар. Специфичность его состоит в том, что оно не продукт производственного процесса, а результат взаимодействия между людьми – упорядоченная совокупность, людей, машин, знаний. Основная потребительская стоимость такого товара – способность приносить прибыль или социальный эффект. Следовательно, цена предприятия на открытом рынке определяется во многом способностью – приносить прибыль собственнику как в настоящем периоде, так и в будущем. Поэтому на практике в странах с сложившимися рыночными отношениями величина стоимости предприятия для целей приватизации, внесения в уставный фонд, кредитования под залог во многом зависит от результатов расчета. Наиболее остро эта задача стоит на современном этапе экономического развития в рамках реализации плана преобразования республиканских унитарных предприятий в открытые акционерные общества на 2011–2013 гг., утвержденного постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 21.03.2011 г. № 348, Программы деятельности Правительства Республики Беларусь на 2011–2015 г., утвержденная 12.03.2011 г. № 11/225-496.

Планом приватизации Республики Беларусь в период 2012–2013 гг. подлежат приватизации 118 предприятия различных отраслей экономики, в том числе в 2012 г. – 14 предприятий; в 2013 г. – 104 предприятия. В этой связи весьма актуальным является вопрос оценки стоимости объекта приватизации (предприятия). Оценка стоимости предприятия – это сложная и неразработанная проблема как в условиях Республики Беларусь, так и в мировой практике в целом. Пути ее решения постоянно совершенствуются.

Цель работы состоит в исследовании проблемы оценки стоимости предприятия и в концептуальном обозначении направлений их решения.

Целевая направленность исследования предопределила постановку и решение следующих задач:

- 1) дать сравнительную характеристику методов оценки стоимости предприятия, используемых в отечественной практике;
- 2) предложить научно обоснованный подход к оценке стоимости предприятия в период реструктуризации его собственности;
- 3) апробировать предлагаемый подход оценки на примере расчета стоимости РУП «Гомельский завод литья и нормалей».

Исследования выполнены на основе нормативной-правовой базы Республики Беларусь по оценке стоимости предприятий, а также работ отечественных и зарубежных авторов, таких, как Батюк П. С., Коротков М. В., Жук Д. А., Усевич В. А.

Основная часть

Стоимость предприятия является одним из важных показателей, рассчитываемых при реализации процедуры приватизации и реструктуризации собственности предприятий. Его абсолютная величина, а также динамика, наряду с показателями ликвидности, обеспеченности, устойчивости, должна стать одними из ключевых критериев, согласно которым принимаются важные управленческие решения. Снижение этого показателя свидетельствует о появлении кризисной ситуации на предприятии, его рост – об улучшении работы.

Расчет стоимости предприятия в динамике позволяет повысить точность этого значения по сравнению с расчетами стоимости предприятия только как статического показателя на конкретную дату. Достоверность стоимости предприятия зависит от правильного выбора метода оценки. Согласно стандарту СТБ 52.1.01–2011 «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)» эти методы опираются на доходный, затратный, сравнительный методы и балансового накопления.

Доходный (капитализации) подход, включает методы дисконтирования доходов и расходов, денежных потоков и капитализации по норме отдачи – это определение текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате использования имущества предприятия, и возможностей дальнейшей его продажи. В основе метода капитализации лежит принцип ожидания будущих доходов.

Доходные методы применимы в следующих случаях: при наличии надежных данных для объективной оценки будущих денежных потоков предприятия при условии, что эти потоки являются положительными величинами; когда предприятие не располагает значительными активами, но имеет существенные денежные потоки; при возможности прогнозирования будущих темпов роста.

Затратный (или имущественный) подход, включает методы чистых активов, ликвидационной стоимости и избыточных прибылей. При реализации метода учитываются затраты на воспроизводство с учетом износа. Затратный подход целесообразнее всего использовать в следующих случаях: при оценке контрольного пакета акций; при оценке предприятий, обладающих существенными активами; при наличии возможности выявить и оценить нематериальные активы; у новых предприятий или при отсутствии у предприятия ретроспективных данных о прибыли или денежных потоках; при отсутствии у предприятия постоянного круга потребителей, а также в ряде других случаев.

Затратный подход применяется при налогообложении, конфискации, страховании; анализе наилучшего и наиболее эффективного использования участка земли; технико-экономическом анализе нового строительства; оценке зданий институционального и специального назначения; оценке на пассивных рынках; окончательном согласовании величины рыночной стоимости.

Сравнительный подход включает методы рынка капитала, рынка интеллектуальной собственности и отраслевые коэффициенты. Сравнительные методы основываются на сопоставлении рыночных цена акций оцениваемого и аналогичных объектов.

Данные методы могут быть использованы в следующих случаях: при наличии необходимого количества сходных предприятий или сопоставимых сделок для расчета оценочного коэффициента; если имеется достаточное количество данных о прибылях или денежных потоках по оцениваемому и сопоставимым предприятиям для проведения необходимого финансового анализа; при условии, что прибыли и денежные потоки по оцениваемому и сопоставимому предприятию являются положительными величинами; при оценке стоимости контрольного пакета предприятия; при наличии достоверного прогноза.

Метод *балансового накопления* активов основан на использовании данных бухгалтерского учета на дату оценки и применяется для определения оценочной стоимости объектов оценки. Базой для определения оценочной стоимости предприятия этим методом является балансовая стоимость активов и пассивов предприятия, отраженная в бухгалтерском учете и отчетности на дату оценки на основании бухгалтерского баланса. При определении оценочной стоимости предприятия в стоимость активов, принимаемых к расчету, включаются внеоборотные активы. Излишки включаются в стоимость активов, принимаемых к расчету, по стоимости, определенной на дату проведения инвентаризации. При определении оценочной стоимости датой оценки предприятия является первое число месяца, на которое проводится оценка.

Каждый из указанных подходов имеет свои *преимущества и недостатки* в определенных ситуациях (табл. 1).

Таблица 1

Основные достоинства и недостатки существующих методов оценки стоимости предприятий при различных подходах

| Доходный подход | Затратный подход | Сравнительный подход | Метод балансового накопления |
|---|---|---|--|
| <i>Достоинства</i> | | | |
| Учитывает прогноз стоимости объекта и будущего его развития | Основан на реально существующих активах: доступен в применении | Отражает данные реальной сделки | Основан на реально существующих активах и пассивов |
| <i>Недостатки</i> | | | |
| Вероятностный характер прогноза | Не учитывает развития производства в будущем; эффективность использования активов | Необходим банк данных по объектам-аналогам; не учитывает результаты будущей деятельности; затруднено определение индивидуальных особенностей комплексных объектов | Не учитывает эффективность использования активов |

В настоящее время оценка стоимости имущества и стоимости предприятия для субъектов хозяйствования Республики Беларусь государственной формы собственности производится преимущественно по затратному методу. На его основе оценивается около 99 % стоимости имущества. Исключение составляют случаи: прямая продажа части имущества субъекта хозяйствования; осуществление не денежных вкладов в уставный фонд предприятия; проведение ежегодной переоценки стоимости имущества. При этом оценка может быть произведена доходным или сравнительным способами. Однако и здесь в результате сравнения стоимостей, определенных разными способами, выбирается наибольшая стоимость. Это связано с рядом субъективных факторов: проявление банкротства, борьба с недобросовестностью оценщиков, занижение стоимости для покупателей и т. д.

Представляется целесообразным более широкое использование в будущем самого широкого спектра подходов и методов оценки стоимости предприятия и стоимости бизнеса.

Среди сравнительных методов наиболее актуальным является *метод рынка интеллектуальной собственности*. Это связано с тем, что одной из наиболее

важных ценностей, которыми располагает наша республика, является интеллектуальная собственность. Именно учет интеллектуальной собственности позволит на этапе широкой приватизации правильно подойти к оценке стоимости приватизируемых объектов.

При использовании *сравнительного* подхода целесообразно применение *корреляционно-регрессионного анализа* к оценке стоимости предприятия. Трудность его применения состоит в определении числа факторов, существенно влияющих на стоимость. При этом, чем меньше таких факторов, тем более достоверный получается результат.

В ситуациях, когда ни один подход не может быть использован в чистом виде, в западных исследованиях предлагается использование *смешанного* подхода, который может включать методы, основанные на стоимости репутации, учитывающие амортизацию репутации, методы средней стоимости и увеличения стоимости.

Представление разных концепций оценки стоимости предприятия свидетельствует о том, что стоимость одного и того же объекта в сопоставимых условиях может быть разной. Если при оценке стоимости доходными или рыночными методами величина стоимости ниже, чем при оценке затратными методами, это означает так называемое «экономическое устаревание». Поэтому при выборе итоговой величины стоимости предприятия необходимо руководствоваться главной целью оценки. Для этого необходима разработка эффективного механизма управления стоимостью предприятия, который будет способствовать реализации его стратегических целей. Применение методов на данном этапе регламентирует стандарт СТБ 52.1.01–2011. Современный механизм управления стоимостью, на наш взгляд, должен основываться на дисконтировании денежных потоков и экономической добавленной стоимости.

Определение стоимости предприятия через дисконтирование свободного денежного потока (DCF – Discounted Cash Flow) и экономическую добавленную стоимость (EVA – Economic Value Added) продемонстрируем на примере оценки стоимости Республиканского унитарного предприятия «Гомельский завод литья и нормалей», включенного в план преобразования в открытое акционерное общество в 2013 г.

Метод DCF представляет собой метод капитализированной стоимости доходов, при котором последовательно каждый доход или группа доходов со своими ставками дисконтирования приводятся к величине, равной сумме их текущих стоимостей [7].

Согласно метода EVA, стоимость предприятия полагается равной величине инвестированного капитала плюс надбавка, которая в свою очередь равна приведенной стоимости экономической прибыли создаваемой в каждом последующем году [7].

Для проведения расчета стоимости РУП «Гомельский завод литья и нормалей» были использованы данные бухгалтерского баланса (форма 1) и отчет о прибылях и убытках (форма 2) за 2009 г. и прогноз на 3 года при условии роста основных статей бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках в среднем 26 % в год (исходя из динамики роста за 2007–2009 гг.). Для расчета ставки дисконтирования применим модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC – Weight Average Cost Of Capital), которая основана на определении средневзвешенной величины из индивидуальных стоимостей (цен) привлеченных средств предприятием из различных источников. Для определения величины денежного потока используем косвенный метод.

Расчет средневзвешенной стоимости капитала и стоимости предприятия по методу EVA при равных налоговых условиях в динамике представлен в табл. 2.

Расчет средневзвешенной стоимости капитала и стоимости предприятия по методу EVA

| Показатель | Прогнозные показатели по годам | | | |
|--|--------------------------------|---------|---------|---------|
| | 2009 г. | 2010 г. | 2011 г. | 2012 г. |
| 1. Долгосрочные обязательства, млн р. | 9256 | 11663 | 14695 | 18516 |
| 2. Краткосрочные кредиты и займы, млн р. | 164930 | 207812 | 261843 | 329922 |
| 3. Кредиторская задолженность, млн р. | 19728 | 24857 | 31320 | 39463 |
| 4. Валюта баланса, млн р. | 363851 | 458452 | 577650 | 727839 |
| 5. Заемный капитал, млн р. (п. 1 + п. 2) | 174186 | 219474 | 276538 | 348438 |
| 6. Совокупный использованный капитал, млн.руб. (п. 4 – п. 5) | 344123 | 433595 | 546330 | 688376 |
| 7. Доля заемного капитала в структуре предприятия, % (п. 5/п. 6) · 100 | 50,6 | 50,6 | 50,6 | 50,6 |
| 8. Стоимость привлеченного капитала, % | 20,50 | 20,50 | 20,50 | 20,50 |
| 9. Ставка налога на прибыль предприятия, % | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 10. Средневзвешенной стоимости капитала WACC, % ((п. 8/100) · (1 – п. 9/100) · (п. 7/100)) · 100 | 7,88 | 7,88 | 7,88 | 7,88 |
| 11. Затраты на капитал, млн р. (п. 6 · п. 10) | 27117 | 34167 | 43051 | 54244 |
| 12. Скорректированная прибыль после уплаты налога на прибыль, млн р. | 22345 | 28155 | 35475 | 44698 |
| 13. Экономическая добавленная стоимость (EVA), млн р. (п. 2 – п. 11) | -4772 | -6103 | -7576 | -9546 |
| 14. Совокупная экономическая добавленная стоимость (EVA), млн р. | -4772 | -10875 | -18451 | -27997 |
| 15. Стоимость предприятия, млн р. (п. 6 + п. 14) | 339351 | 333248 | 325672 | 316126 |
| 16. Доходность инвестированного капитал, % (п. 12/п. 6) · 100 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,5 |

Примечание. Расчеты авторов.

Расчет свободного денежного потока и стоимости предприятия методом DCF представлен в табл. 3.

При сравнении полученных стоимостей предприятия видно их существенное различие. При методе DCF стоимость предприятия составляет доход, получаемый в результате деятельности предприятия, при методе EVA в стоимость предприятия включается инвестированный капитал и экономическая добавленная стоимость.

Отрицательная экономической добавленной стоимости (EVA) в представленном расчете означает, что за анализируемый период отсутствует рост стоимости предприятия. Руководство предприятия не рационально управляло имеющимся в его распоряжении капиталом.

Рентабельность инвестированного капитала меньше средневзвешенной стоимости капитала, следовательно, предприятию не удалось заработать добавленную стоимость, так как доходность капитала за определенный период оказалась меньше ставки доходности. Предприятие заработало меньше, чем доходность инвестиционного капитала.

Надежность и достоверность метода дисконтирования денежных потоков определяется точностью и обоснованностью определения двух его основных компонентов: прогноза денежных потоков и ставки дисконтирования.

Расчет свободного денежного потока и стоимости предприятия методом DCF

| Показатель | Значение показателя по годам | | | |
|---|------------------------------|---------|---------|---------|
| | 2009 г. | 2010 г. | 2011 г. | 2012 г. |
| 1. Выручка от реализации (за вычетом косвенных налогов), млн р. | 359402 | 452847 | 570587 | 718939 |
| 2. Себестоимость реализованной продукции, млн р. | 322915 | 406873 | 512660 | 545951 |
| 3. Ставка налога на прибыль предприятия, % | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 4. Свободный денежный поток, млн р. (п. 1 – п. 2) · (1 – п. 3/100) | 27730 | 34940 | 44024 | 55471 |
| 5. Дисконтированный множитель для ставки дисконтирования $(1/(1 + WACC/100))^k$ | 0,927 | 0,859 | 0,797 | 0,738 |
| 6. Дисконтированный денежный поток, млн р. | 25706 | 30014 | 35087 | 40938 |
| 7. Стоимость предприятия, млн р. | 25706 | 55720 | 90807 | 131745 |

Примечание. Расчеты авторов.

Основным недостатком метода дисконтированных потоков является недостаточная достоверность прогнозных оценок будущих денежных потоков.

Преимущество модели экономической добавленной стоимости перед моделью дисконтирования денежного потока состоит в том, что экономическая добавленная стоимость оптимальный показатель, дающий представление о результатах деятельности предприятия в любом отдельно взятом году, в то время как свободный денежный поток не обладает таким свойством. Например, невозможно проследить за достижениями предприятия путем сравнения фактических и прогнозных свободных денежных потоков, так как величина свободного денежного потока в любом году определяется произвольными инвестициями в основные и оборотные средства. Руководители предприятий имеют возможность временно прекратить инвестирование для улучшения показателя свободного денежного потока в данном году за счет долгосрочного создания новой стоимости.

Заключение

Практическое решение вопросов, связанных с владением, распоряжением и управлением собственностью, невозможно без оценки ее стоимости. Ключевая проблема определения стоимости предприятия – несовершенство методологических подходов. Наиболее неразработанными моментами являются:

- расчет ставки дисконтирования при определении стоимости по чистому дисконтированному потоку;
- согласование результатов расчетов стоимости выполненных с использованием различных подходов.

Для объективного согласования результатов расчетов стоимости предприятия различными подходами необходимо проводить согласование на основе коэффициента потенциала предприятия, который рассчитывается исходя из объективных данных – показателей финансовой устойчивости предприятия (ликвидности, обеспеченности, платежеспособности и др.).

Литература

1. Об утверждении плана преобразования республиканских унитарных предприятий в открытые акционерные общества на 2011–2013 гг. : постановление Совета Министров Респ. Беларусь, 21 марта 2011 г., № 348 // Эталон-Беларусь [Электронный ресурс] / Нац. центр правовой информации Респ. Беларусь. – Минск, 2012.

2. Об утверждении инструкции о порядке проведения оценки имущества находящейся в государственной собственности : постановление Гос. ком. по имуществу Респ. Беларусь, 02 мая 2008 г., № 35 // Эталон-Беларусь [Электронный ресурс] / Нац. центр правовой информации Респ. Беларусь. – Минск, 2012.
3. Об утверждении Инструкции по оценке предприятий как комплексов (бизнеса) : постановление Гос. ком. по имуществу Респ. Беларусь, 9 окт. 2008 г., № 70 // Эталон-Беларусь [Электронный ресурс] / Нац. центр правовой информации Респ. Беларусь. – Минск, 2012.
4. Об утверждении Программы деятельности Правительства Республики Беларусь на 2011–2015 гг. : постановление Совета Министров Респ. Беларусь, 18 февр. 2011 г., № 216 // Эталон-Беларусь [Электронный ресурс] / Нац. центр правовой информации Респ. Беларусь. – Минск, 2012.
5. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Стандарт СТБ 52.1.01–2011. – Введ. 01.07.2011. – Минск : Госстандарт, 2011. – 28 с.
6. Об оценочной деятельности в Республике Беларусь : Указ Президента Респ. Беларусь, 13 окт. 2006 г., № 165 // Эталон-Беларусь [Электронный ресурс] / Нац. центр правовой информации Респ. Беларусь. – Минск, 2012.
7. Батюк, П. С. Управление стоимостью компании / П. С. Батюк // Аналитика. Статистика и публикации [Электронный ресурс] / Аудиторская компания «Аудит-Гарант»: 2004. – Режим доступа: http://www.audit-garant.com/article_psb.htm. – Дата доступа: 12.03.2012.
8. Коротков, М. В. Методические рекомендации по оценке стоимости предприятий в процедуре банкротства (санация, ликвидация) для условий Республики Беларусь / М. В. Коротков, Д. А. Жук, В. А. Усевич // Тр. Белорус. гос. техн. ун-та. Сер. 7. – 2010. – № 4. – С. 311–314.

Получено 21.05.2012 г.