

РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ

Вопрос стоимости издавна интересует человечество. Он приобретает все более насущный характер с развитием рыночных отношений, важнейшим элементом которых является оценка собственности каждого владельца в любой момент реализации имущественных прав. Нестабильное законодательство, инфляция, слабая развитость фондового рынка и высокий уровень изношенности основных фондов в промышленности Республики Беларусь обуславливают специфику применения методов оценки стоимости в отношении субъектов хозяйствования, располагающих устаревшими активами. Оценка стоимости предприятия как действующей и развивающейся целостной системы, потенциально способной приносить доход, не только дает возможность определить денежное выражение стоимости, но и является одним из основных критериев эффективности деятельности субъекта хозяйствования, вне зависимости от того, продолжит он свое существование, прекратит функционировать или будет ликвидирован.

Предприятие – товар гораздо более сложный, нежели любой другой на рынке. С точки зрения оценки стоимости промышленное предприятие – имущественный комплекс, характеризующийся объемами накопленных ресурсов и производства материальных благ и услуг, которые можно достичь в перспективе при оптимальном

использовании ресурсов. При оценке его стоимости необходимо учитывать уровень квалификации коллектива субъекта хозяйствования, отраслевую специфику, а так же сложность выпускаемой продукции и решение социальных задач в регионе. Показатели производства того или иного продукта изменяются во времени циклически, закономерными и поддающимися измерению интервалами, описываемыми с помощью концепции жизненного цикла товара. Промышленное предприятие за время своего функционирования также проходит определенные этапы (фазы) развития: производственных мощностей, профессионализма коллектива, освоения новой продукции, завоевание рынков сбыта, спада производства и другие. Таким образом, субъект хозяйствования в период освоения инвестиций, формирования факторов производства может иметь незначительную прибыль, находиться на государственном субсидировании с учетом его стратегического значения. Соответственно определение стоимости предприятия без учета фазы его экономического развития увеличивает риск неадекватного занижения или наоборот, завышения стоимости. Проведенные исследования свидетельствуют о недостаточной изученности экономического содержания (принципов определения) и методики расчета стоимости предприятия в рамках данной взаимосвязи. Обоснована актуальность следующих вопросов: 1) разработка комплексной методики обоснования рыночной стоимости субъекта хозяйствования в условиях трансформации экономики, опирающейся на достоинства существующих методов оценки; 2) учет влияния фазы экономического развития предприятия на его стоимость; 3) определение зависимости величины стоимости от цели проведения оценки; 4) возможности и последствия направленного изменения рыночной стоимости предприятия.

Оценка предприятия производится субъектом оценки (оценщиком или группой оценщиков). С этой позиции стоимость всегда будет *субъективной величиной*, определяемой с помощью интеллектуальных способностей, опыта оценщика и применяемой им методологии. С другой стороны, реальным отражением стоимости является равновесная рыночная цена, выраженная соотношением спроса и предложения на *рынке*, при этом цена со стороны предложения в большей степени ориентируется на фактические затраты или издержки производства товара, а спрос – на его полезность. Полезность, в свою очередь, (если товар предназначен не для конечного потребления, а для использования как средства производства) определяется его способностью приносить доход. В мировой практике существует множество методов оценки стоимости предприятия, которые классифицируются следующим образом (табл.1).

Таблица 1. Основные методы оценки стоимости предприятий

Наименование группы методов		
Затратные	Сравнительные	Доходные
Статического принципа		Динамического принципа
– стоимость чистых активов; – ликвидационная стоимость.	– компании-аналога; – отраслевых коэффициентов.	– дисконтированного денежного потока (ДДП); – экономической прибыли (ЭП).

Стоимость предприятия **затратными методами** определяется как разница между величиной накопленных за время его функционирования активов и обязательств. *Существенным недостатком данных методов является отсутствие взаимосвязи с результатами работы предприятия – ни в настоящем, ни в ожидаемом будущем.* Основным преимуществом **сравнительных**

методов является направленность на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий. Вместе с тем сравнительные методы имеют ряд существенных *недостатков*, ограничивающих их использование на практике. Во-первых, *игнорируется заложенный производственный потенциал и возможные результаты хозяйственной деятельности в будущем*. Во-вторых, применение сравнительных методов возможно только при наличии *доступной разносторонней финансовой информации* не только по оцениваемому предприятию, но и по большому числу аналогов, что в условиях неразвитого соответствующего сектора рынка республики сопряжено с определенными трудностями. В-третьих, необходимы сложные корректировки, поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты, требующие серьезного обоснования, т.к. на практике *не существует абсолютно одинаковых предприятий*. Выбор в качестве аналогов компаний зарубежных стран также вносит в расчет дополнительные погрешности, вызванные особенностями развития экономики стран, различиями в темпах инфляции и устойчивости национальной валюты, национальными особенностями производства. **Доходные методы** позволяют учесть перспективы развития предприятия и являются наиболее теоретически обоснованными и применяемыми (80-90% случаев) в мировой практике. Основаны на концепции изменения стоимости денег во времени, согласно которой доход, полученный в настоящий момент времени, имеет большую ценность, чем который будет получен в будущем. Основные достоинства и недостатки рассмотренных методов представлены в таблице 2.

Таблица 2. Основные преимущества и недостатки существующих методов оценки стоимости предприятий

Метод	Затратный	Сравнительный	Доходный
Преимущества	– основывается на реально существующих активах; – доступен в применении;	– отражает данные реальной рыночной сделки;	– универсален; – единственный метод, учитывающий прогноз будущего развития;
Недостатки	– не учитывает развитие производства в будущем; – не учитывает эффективность использования активов;	– нет абсолютно одинаковых предприятий; – нет учета будущих ожиданий; – затруднено определение индивидуальных особенностей объектов;	– прогноз носит вероятностный характер;

Анализ основных методов оценки предприятия в условиях экономики Беларуси, их практических преимуществ и недостатков не позволяют однозначно указать на предпочтительность того или иного метода. Каждый раз выбор метода определяется индивидуальными особенностями субъекта хозяйствования, доступностью данных, целью проведения оценки. Наиболее распространены у нас в стране затратные методы оценки, сохраняющие свое доминирование. На их основе базируется Положение об оценке государственного имущества (Постановление Мингосимущества № 24, Минэкономики № 100, Минстата № 33 от 12.06.2001). Однако уровень изношенности основных фондов в промышленности Республики Беларусь на 1.01.2003 достигает 80%, в то время как убыточных предприятий – до 40%, что ставит под сомнение оправданность применения затратного метода в отношении предприятий, обладающих устаревшими активами, но приносящих устойчивый доход собственнику или имеющих перспективы прибыльного функционирования. Кроме того, используемые в бухгалтерском

учете нормы амортизации могут не соответствовать реальной ценности активов на практике (моральное устаревание, снижение стоимости на аналогичное оборудование на рынке). С другой стороны, развитие инвестиционных процессов и максимальный учет требований инвестора (доходные методы оценки) создает предпосылки *проведения реализации предприятия разрозненными активами за бесценнок*, учитывая накопленный опыт из новейшей истории России. Машины и оборудование убыточного промышленного предприятия с незначительной восстановительной и остаточной стоимостью в этом случае могут быть оценены по цене металлолома, однако при этом не учитывается национальная специфика – большинство устаревшей техники при умело проведенной модернизации и реконструкции эффективно эксплуатируется и позволяет получать прибыль.

В условиях слабо развитого рынка ценных бумаг, отсутствия данных о ценах продажи сопоставимых предприятий обоснование *стоимости* предприятия дает возможность его собственнику непосредственно решать задачу оперативного информирования рынка обо всех аспектах финансово-хозяйственной деятельности, заключенных в величине стоимости, в частности повысить обоснованность принимаемых государством решений о приватизации, субсидировании субъекта хозяйствования. Поэтому оценку стоимости предприятия предлагается осуществлять *в комплексе с использованием затратной, сравнительной и доходной групп методов*. При обосновании весовой доли каждого из методов в рассчитанной величине стоимости субъекта хозяйствования в мировой практике используются как фиксированные значения (так называемый «швейцарский» метод, в котором стоимость предприятия на 1/3 определяется затратной и на 2/3 доходной составляющими), так и веса, определенные экспертным путем. В условиях трансформации экономики республики проблема *обоснования значимости того или иного метода оценки* в силу вышеуказанных особенностей приобретает наиболее актуальный характер.

Для их разрешения впервые предложено использовать комплексное понятие *обоснованной производственной стоимости*, под которым понимается совокупность производственной и доходной составляющих. *Производственная составляющая* определяются *затратным и сравнительным* методами оценки. В этом случае та часть активов предприятия, которая котируется на рынке (основные средства, запасы, нематериальные активы, дебиторская задолженность), оценивается сравнительным методом (задолженность оценивается на основании анализа средней дисконтной ставки по операции факторинга банка). Затратным методом оценивается стоимость иных активов баланса (незавершенные капвложения, долгосрочные финансовые вложения, прочие внеоборотные активы, краткосрочные финансовые вложения, денежные средства). Теоретические основы определения *доходной* составляющей разработаны нами на основе построения иерархии факторов с учетом соблюдения принципа их значимости в создании стоимости. Структуру факторов обоснованной производственной стоимости (табл.3) позволяет построить предложенный А. Маршаллом метод экономической прибыли (ЭП). Экономическая прибыль представляет собой произведение разницы между рентабельностью всего инвестированного капитала предприятия и затратами на его привлечение, на величину инвестированного капитала. Преимущество модели экономической прибыли состоит в том, что данный показатель дает представление о влиянии финансово-экономической деятельности предприятия на его стоимость в любом периоде времени (1).

$$\text{ЭП} = \text{ИК} \cdot (\text{ROIC} - \text{WACC}), \quad (1)$$

где ИК – капитал предприятия на момент проведения оценки;

ROIC – рентабельность капитала предприятия;

WACC – затраты на привлечение капитала;

$$ROIC = ЧП/ИК, \quad (2)$$

где ЧП – чистая прибыль;

$$WACC = ЗСК + ЗДО + ЗКО, \quad (3)$$

где ЗСК, ЗДО, ЗКО – затраты на привлечение составляющих капитала предприятия (соответственно собственного капитала, долгосрочных и краткосрочных обязательств).

Экономическая прибыль отражает численный результат процесса преобразования потока входящих ресурсов в ценность для потребителя. Если предприятие эффективно преобразует входящие ресурсы и создает высокоценный продукт для потребителя, оно может получить прибыль и, следующий этап – повысить свою производственную стоимость. Рассчитывая величину экономической прибыли за определенный период деятельности предприятия, можно определить динамику ее изменения. Обозначив $dЭП/dt$ – изменение величины экономической прибыли с течением времени, рассмотрим следующие случаи: 1) $dЭП/dt \geq 0$; 2) $dЭП/dt < 0$, соответствующие различным фазам финансово-экономической и производственной деятельности предприятия: поглощения стоимости, экстремума экономической прибыли, увеличения стоимости (точки 1, 2 и 3 на рис. 1).

Таблица 3. Формирование структуры факторов стоимости

Системообразующие факторы			
Инвестированный капитал (ИК), руб	Рентабельность инвестированного капитала (ROIC), %	Затраты на привлечение инвестированного капитала (WACC), %	Экономическая прибыль по завершению прогнозного периода (ЭП _n), руб
Зависимые факторы			
Внутренние:	Внутренние:	Внутренние:	Внутренние:
– основные средства; – запасы (постатейно); – дебиторская задолженность (постатейно); – кредиторская задолженность (постатейно); – краткосрочные финансовые вложения; – денежные средства; – прочие.	– величина чистой прибыли; – величина балансовой прибыли; – прибыль от реализации продукции; – объем реализации продукции; – себестоимость реализованной продукции; – отпускные цены; – структура реализованной продукции; и т.д.	– удельные веса собственного капитала, долгосрочных и краткосрочных обязательств; Внешние: – средневзвешенные затраты на привлечение собственного капитала, долгосрочных и краткосрочных обязательств;	– ожидаемые темпы роста прибыли; – ожидаемая рентабельность инвестированного капитала Внешние: – ожидаемые средневзвешенные затраты на привлечение капитала;
Факторы среднего уровня			
Статьи баланса и отчета о прибылях и убытках на дату проведения оценки	Статьи баланса и отчета о прибылях и убытках (на начало каждого года прогнозного периода)		
Факторы нижнего уровня			
Оперативные финансово-экономические показатели: денежная выручка в расчете на 1 изделие, затраты на доставку, условия и сроки погашения кредиторской задолженности, ставки по полученным кредитам, прочие.			
Независимые факторы			
Ставка рефинансирования НБ, ставка по кредитам коммерческих банков, суммарная ставка налогов из прибыли.			

Для того чтобы учесть общую тенденцию (фазу) изменения стоимости предприятия на момент проведения оценки, *впервые предлагается* осуществлять расчет его производственной стоимости (ПС) после проведения анализа динамики экономической прибыли за ряд предшествующих оценке периодов (до 5 лет) с использованием **коэффициента управляемости** (4, 5).

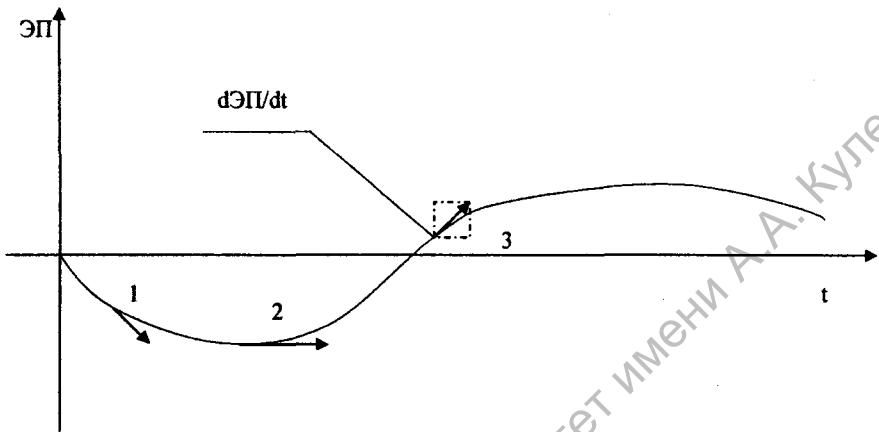


Рис. 1. Фазы экономического развития предприятия в зависимости от величины его экономической прибыли

В зависимости от сложившейся динамики $dЭП/dt$ на момент проведения оценки расчет производственной стоимости производится следующим образом:

1) $dЭП/dt \geq 0$;

$$ПС = ИК_0 \cdot (1-R) + ЭП \cdot R; \quad (4)$$

2) $dЭП/dt < 0$;

$$ПС = ИК_0 \cdot R + ЭП \cdot (1-R); \quad (5)$$

где $ИК_0$ – базовая величина инвестированного капитала предприятия на момент проведения оценки, определенная с использованием затратного и сравнительного методов оценки стоимости;

$ЭП$ – величина прогнозируемой экономической прибыли:

$$ЭП = \sum_{i=0}^4 (ЭП_i \cdot 1/(1+WACC_n^{*1})) + ЭП_n, \quad (6)$$

где $ЭП_i \cdot 1/(1+WACC_n^{*1})$ – экономическая прибыль ($ЭП$) i -го последующего года, дисконтированная с учетом затрат на привлечение капитала ($WACC$);

$ЭП_n$ – экономическая прибыль по завершении прогнозного периода;

R – коэффициент управляемости.

Таким образом, в фазе роста производственной стоимости ($dЭП/dt \geq 0$), формулой (4) максимально учитывается влияние доходной составляющей, а в фазе ее снижения ($dЭП/dt < 0$) – формула (5) в большей степени учитывает влияние производственной составляющей (затратный, сравнительный методы оценки).

Предлагается в основу методологических принципов определения доходной составляющей производственной стоимости промышленного предприятия заложить идею управляемости определяющих ее факторов как следствие двух принципиальных положений: первого – взгляда на предприятие как на ценностно-ориентированную систему, и второго – на стоимость как критерий системы. Возможна ситуация, когда никакими усилиями руководства предприятия нельзя

существенно изменить значение одного из факторов, пусть даже такого, который оказывает наибольшее влияние на стоимость (налоговая ставка). С другой стороны, колебания цен на закупаемые сырье и материалы, к тому же, если поставщик единственный, могут существенным образом сказаться на стабильности функционирования производства. Для каждого отдельно взятого промышленного предприятия существует характерный перечень факторов из числа стоимостных. Наибольшее внимание в этом случае должно быть уделено тем факторам, которые, во-первых, *способны повлиять* на величину стоимости предприятия и, во-вторых, направленное регулирование которых обосновано с учетом *специфики производства*.

Коэффициенты управляемости выражаются в долях единицы и отражают оценку степени реального достижения отдельно взятыми факторами стоимости среднего и нижнего уровней предприятия (табл. 3) своих прогнозных значений. Для их расчета предложено использовать логическую функцию:

$$R = \frac{\text{Истина}(f_{11}/f_{10}) + \text{Истина}(f_{12}/f_{10}) + \dots + \text{Истина}(f_{nm}/f_{n0})}{n \cdot m}, \quad (6)$$

где $f_{11}, f_{12}, \dots, f_{nm}$ – значения прогнозных n -го фактора стоимости за каждый из m прогнозных периодов (лет) ($m=0$ соответствует началу года проведения оценки). Выражение $\text{Истина}(f_{nm}/f_{n0})$ возвращает значение 1 при условии, если отношение прогнозируемого значения n -го фактора стоимости к его базовому уровню достижимо на данном предприятии в год m , в противном случае – 0. Данная функция является самонастраивающейся, и для каждого предприятия она уникальна в зависимости от выбранных факторов, оказывающих наибольшее влияние на стоимость субъекта хозяйствования, может быть рассмотрена с различной степенью детализации.

Факторы стоимости среднего и нижнего уровня (табл.3), относящиеся к ветви инвестированного капитала, условно назовем **статическими**, а влияющие на такие системообразующие факторы, как рентабельность капитала предприятия и затраты на его привлечение – **динамическими**. При расчете коэффициента управляемости предложено **дифференцировать список факторов в зависимости от цели проведения оценки** ($R_{\text{стат}}$ – коэффициент управляемости, определенный на основании статических факторов, $R_{\text{дин}}$ – динамических, $R_{\text{стат, дин}}$ – комплексный (статических и динамических одновременно)). Исходя из цели проведения оценки, будущее функционирование предприятия не рассматривается (банкротство, ликвидация) или предприятие находится в фазе снижения стоимости ($d\text{ЭП}/dt < 0$) в расчете коэффициента управляемости используются статические факторы. Если фаза экономического развития предприятия на момент проведения оценки его производственной стоимости описывается неотрицательным значением изменения экономической прибыли ($d\text{ЭП}/dt \geq 0$) и (или) проведение оценки связано с ожиданиями будущей выгоды (продажа, привлечение инвестиций, смена собственника, котировка акций) в расчет коэффициента управляемости принимаются динамические факторы стоимости, либо данный показатель рассчитывается комплексно, с использованием как статических, так и динамических факторов (табл. 4).

В ходе исследования собран и обработан фактический материал на основе данных реального промышленного предприятия, относящегося к государственной собственности республики. Его стоимость, определенная *доходным методом*, оценена в 3,3 млрд. белорусских рублей, *затратным* – 38,8 млрд. руб. Величина инвестированного капитала (стоимости активов с использованием затратного и сравнительного методов) оценена в 34,9 млрд. руб. (производственная со-

ставляющая). Прогнозируемая величина экономической прибыли (доходная составляющая) отрицательна и рассчитана в сумме – 35,5 млрд. руб. С учетом того, что предприятие на момент проведения оценки находилось в стадии развития производственных мощностей, освоения инвестиций и датировалось из бюджета, за пять предыдущих лет величина экономической прибыли так же отрицательна (фаза снижения стоимости). В разрезе основных целей проведения оценки определена производственная стоимость предприятия (5), с учетом следующих значений коэффициента управляемости $R_{стат} = 0,9$; $R_{дин} = 0,7$; $R_{стат, дин} = 0,87$:

– продажи:

с сохранением существующего производства 27,9 млрд. руб.;

с учетом перепрофилирования 34,9 млрд. руб.;

– банкротства 34,9 млрд. руб.;

– акционирования 27,9 млрд. руб.;

Разница в стоимости убыточного предприятия с сохранением существующего производства для целей продажи, акционирования и при проведении процедуры банкротства объясняется затратами при выходе из фазы снижения стоимости действующего субъекта хозяйствования, в то время как предприятие-банкрот характеризуется совокупной стоимостью разрозненных активов.

Таблица 4. Принципы факторного обоснования весов базовой и доходной составляющих обоснованной производственной стоимости в зависимости от целей проведения оценки и фазы экономического развития предприятия

Фаза изменения экономической прибыли предприятия на момент проведения оценки		$dЭП/dt \geq 0$	$dЭП/dt < 0$
Формула расчета производственной стоимости		$ИК_0 \times (1-R) + ЭП \times R$	$ИК_0 \times R + ЭП \times (1-R)$
Субъект оценки	Основные цели оценки	Коэффициент управляемости	
Предприятие как юридическое лицо	Разработка планов развития	$R_{стат, дин}$	$R_{стат, дин}$
	Выпуск акций	$R_{стат, дин}$	$R_{стат, дин}$
Собственник	Обоснование цены купли-продажи с сохранением существующего производства	$R_{стат, дин}$	$R_{стат, дин}$
	Обоснование цены купли-продажи с учетом перепрофилирования	$R = 0$	$R = 1$
Кредитные учреждения	Проверка финансовой дееспособности заемщика	$R_{стат, дин}$	$R_{стат}$
	Определение размера ссуды, выдаваемой под залог	$R_{стат}$	$R_{стат}$
Страховые компании	Установление размера страхового взноса	$R_{стат, дин}$	$R_{стат, дин}$
	Определение суммы страховых выплат	$R_{стат, дин}$	$R_{стат, дин}$
Фондовые биржи	Расчет конъюнктурных характеристик	$R_{стат, дин}$	$R_{стат, дин}$
	Проверка обоснованности котировок ценных бумаг	$R_{стат, дин}$	$R_{стат}$
Инвесторы и партнеры	Проверка целесообразности инвестиционных вложений	$R_{дин}$	$R_{стат, дин}$
Государственные органы	Подготовка к приватизации	$R_{стат, дин}$	$R_{стат}$
	Определение облагаемой базы для различных видов налогов	$R_{стат, дин}$	$R_{стат}$
	Установление выручки через процедуру банкротства	$R = 0$	$R = 1$
	Оценка для судебных целей	$R_{стат, дин}$	$R_{стат}$

Детально рассмотрены ключевые факторы и их влияние, определены пути оптимизации производственной стоимости, что позволит создать основу для снижения зависимости предприятия от государственных дотаций, повысить эффективность его производственно-хозяйственной деятельности.

Проведенные исследования имеют универсальный характер и позволяют существенно расширить круг применения и практическую значимость стоимостной оценки: в консалтинговых, аналитических и аудиторских компаниях (аудит, оценка стоимости предприятий); в органах государственного управления (для выработки нормативных актов, методических указаний по оценке стоимости); в учебном процессе (при подготовке специалистов экономического профиля). Кроме того, аспекты оценки, затронутые в исследовании, могут служить базой для продолжения исследований и накопления опыта оценки и управления стоимостью.

ЛИТЕРАТУРА

1. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. **А.Т.Грязновой, М.А.Федотовой**. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 532 с.
2. **Григорьев В.В., Островкин И.М.** Оценка предприятий. Имущественный подход: Учебно-практическое пособие. – М.: Дело, 1998. – 258 с.
3. McKinsey Global Institute. Service Sector Productivity, Washington D.C., October 1992; Manufacturing Productivity, Washington D.C., October 1993.

SUMMARY

The article deals with the problem of evaluation of the industrial enterprises under the circumstances of economic transformation in the Republic of Belarus.