

УДК 658.152.1:622.3.013

М. А. ЯСТРЕБИНСКИЙ (МГГУ)

Н. М. ГУСЕВА (Росфиннадзор)

УПРАВЛЕНИЕ ТЕХНОЛОГИЕЙ ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВЕННОГО КОМПЛЕКСА И БИЗНЕСА ГОРНОЙ КОМПАНИИ



М. А. ЯСТРЕБИНСКИЙ,
проф., д-р экон. наук



Н. М. ГУСЕВА,
начальник управления,
канд. экон. наук

Оценка деятельности и имущественного комплекса компании

Оценка стоимости горных предприятий (компаний) осуществляется прежде всего для учета внеоборотных и оборотных активов в единстве натуральных и стоимостных показателей, а также для определения налогооблагаемой базы, амортизации, проведения аудиторской деятельности и анализа результатов производственно-хозяйственной деятельности (ПХД), страхования и т. д. Традиционно в России оценка стоимости объектов и групп, образующих имущественный комплекс предприятия, основана на отраженной в бухгалтерском учете индивидуальной балансовой стоимости внеоборотных и оборотных активов, которая образуется в результате их создания в процессе строительства, конструкторской подготовки и изготовления, выполнения НИОКР, работ и услуг, юридических новелл, бухгалтерского учета (дебиторская задолженность, денежные средства и др.).

В конце второго тысячелетия в США, Германии, Японии и некоторых других странах стала активно развиваться концепция стоимости компании (бизнеса), стратегической направленностью которой является стремление к повышению создаваемой (добавленной) стоимости. Поэтому держатели акций, являющиеся в действительности инвесторами компании, заинтересованы в повышении стоимости их собственного капитала (акций), так как это реально связано с ростом благосостояния каждого акционера. Стоимость компании в отли-

чие от ряда других показателей (прибыль, рентабельность, уровень финансового рычага и др.) является лучшим мерилем результатов деятельности, поскольку в ней заключается возможность отражать фактические объемы и сроки возникновения дисконтированных денежных потоков и использовать показатель экономической (а не бухгалтерской) прибыли.

Концепция оценки стоимости бизнеса компании базируется на алгоритме, включающем установление факторов стоимости, моделей дисконтированного денежного потока и экономической прибыли, благодаря чему становится возможным преобразование ключевых факторов (темпы наращивания доходов, прибыли и капитальной базы; рентабельность инвестированного капитала (ROI); средневзвешенные затраты на капитал (WACC); долговые обязательства, платежеспособность и др.) в единый стоимостный показатель, отражающий результат деятельности компании. Полученное положительное значение свидетельствует о приращении к достигнутому ранее результату денежной суммы, называемой экономической прибылью или экономической добавленной стоимостью. Отрицательное значение указывает, во-первых, на отсутствие прироста акционерного капитала, во-вторых, на «проедание» ранее созданного за определенный период богатства компании в сумме денежных средств, равной величине отрицательного результата.

Собирательно представляя изложенное, становится очевидной необходимость использования в теории и практике оценочной деятельности отдельно двух независимых и обособленных методов: один — оценки стоимости имущественного комплекса компании, другой — стоимости ее бизнеса, поскольку целевая направленность, значимость, полезность, процедура и результаты оценок у них разные. Вместе с тем обе методики должны базироваться на установленных требованиях к проведению оценок с учетом внутренних и международных стандартов. Поэтому непереносимым условием в российской оценочной практике должно быть обязательное исполнение федеральных законов об оценочной деятельности, недвижимых и движимых объектах, предприятию как имущественном комплексе, а также постановлений правительства, расширяющих традиционную классификацию основных средств за счет учета в их составе объектов природопользования (земля, месторождения полезных ископаемых, обособленные водные

объекты и др.) (рис. 1). Кроме того, необходимо исполнять федеральные стандарты оценок и другие федеральные, региональные, муниципальные и отраслевые нормативные акты.

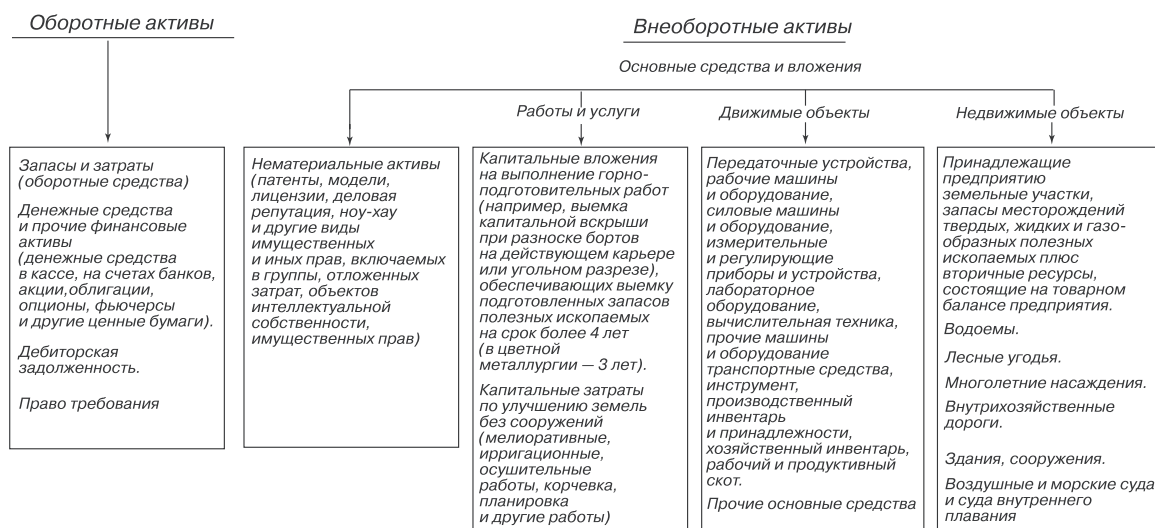
Горное предприятие (компания) как объект гражданских прав имущественного комплекса, используемого для осуществления предпринимательской деятельности согласно ст. 132 ГК РФ, признается недвижимостью, так как прочно связано с землей и конкретным месторождением полезных ископаемых, перемещение которых без причинения несоразмерного ущерба их назначению невозможно. Поэтому оценка стоимости горного предприятия должна основываться главным образом на принципах и требованиях, которые применимы к недвижимости. В то же время имущественный комплекс предприятия включает в себя не только недвижимые объекты, но и движимые. Оценке подлежат все объекты, т. е. кроме традиционных внеоборотных и оборотных активов (здания, сооружения, передаточные устройства, транспортные средства, силовые и рабочие машины, оборудование, нематериальные активы, запасы и др.) необходимо оценить находящиеся в разработке (эксплуатации) запасы месторождения полезных ископаемых, вторичные ресурсы и иные принадлежащие горному предприятию объекты природопользования (лесные угодья, обособленные водоемы и др.). Затем каждая индивидуальная стоимостная оценка объекта учитывается в совокупной балансовой стоимости предприятия.

Не касаясь организационных вопросов (заключение договора, разработка задания на оценку, выполнение формальностей в части, относящейся к кодексу чести и этики оценщиков, установление сроков на сбор и обработку информации, проведение оценки и др.), рассмотрим обоснование подходов к оценке, в том числе выбор методов и выполнение расчетов.

В мировой теории и практике оценочной деятельности активно используют три подхода: сравнительный (аналитический), затратный и доходный*. Понятие подхода к оценке характеризуют как совокупность методов оценки, которые объединены общей методологией. Основной особенностью каждого подхода является только ему присущая способность отразить отдельную сторону оцениваемого объекта в определенных условиях и при наличии специфической информации, основанной на достижениях либо прошлого, либо настоящего, либо будущего периода. Метод оценки — это последовательное чередование процедур, позволяющих на основе достоверной и достаточной информации применительно к одному подходу определить стоимость объекта.

Аналитический (рыночный) подход основан на сравнении оцениваемого объекта с аналогичными объектами, близкими по техническим, эколого-экономическим и иным основным характеристикам. В зависимости от целей и условий оценки применение сравнительного подхода предполагает возможность использования из нескольких методов одного (компания-аналога), а для определения рыночной стоимости собственного капитала в процессе осуществления финансового анализа — выбор величины ценового мультипликатора.

В общей схеме оценки стоимости объекта сравнительным подходом осуществляют посредством сопоставления с ценой продажи аналогичных объектов. Иначе говоря, после сравнения недавно проданного сходного по большинству признаков предприятия с оцениваемым проводят расчет ценовым мультипликатором, отражающим соотношения между ценой продажи объекта-аналога и любым объективным финансовым показателем (например, цена — экономическая прибыль, цена — бухгалтерская прибыль, цена — объ-



Классификационные группы имущественного состава горного предприятия

* Ястребинский М. А., Янкевич П. А., Гусева Н. М. Стоимостная оценка вещественного комплекса и бизнеса компании. — М. : МГГУ, 2007.

ем продаж, цена — денежный поток, цена — стоимость чистых активов и др.), после чего результат ценового мультипликатора умножают на подобный финансовый показатель рассматриваемого предприятия (объекта). Полученное значение является рыночной стоимостью оцениваемого предприятия.

Следует отметить, что на этапе сбора информации довольно часто невозможно найти данные о сделках купли-продажи объектов, сходных с оцениваемым. Главной причиной отсутствия информации является уникальность горнодобывающих предприятий по геотектоническим (архитектоническим) и экономическим признакам. Не исключена также возможность сокрытия данных об условиях продажи и реальной цене предложения проекта. Поэтому сравнительный подход к оценке рыночной стоимости горного предприятия далее в данной статье не рассматривается.

Основой *затратного подхода* является балансовая стоимость предприятия, сформированная на базе учета расходов (затрат, издержек) в сметной документации нового строительства или реконструкции (модернизации) предприятия. При этом при оценке (переоценке) стоимости предприятия балансовая стоимость является лишь исходным (первоначальным) источником, поскольку каждый актив баланса должен быть скорректирован в соответствии с его рыночной стоимостью в рассматриваемом периоде. В связи с этим все движимые и недвижимые активы подлежат переоценке в ценах и условиях данного времени, т. е. все активы оценивают по восстановительной стоимости, а обязательства — по текущей. Таким образом, стоимостную оценку имущественного комплекса при затратном подходе можно определить по формуле

$$S_b(S_{ч.а}) = \Sigma S_{а.в} - \Sigma S_{о.п}, \quad (1)$$

где $S_b(S_{ч.а})$ — восстановительная стоимость чистых активов (собственного капитала), руб.; $\Sigma S_{а.в}$ — восстановительная стоимость всех активов предприятия, руб.; $\Sigma S_{о.п}$ — текущая стоимость обязательств предприятия, руб. Например, если сметная балансовая стоимость шахты (с учетом НДС) составляет 1160700000 руб., сумма разного рода обязательств — 250000 руб., ко-

эффициент дисконтирования — 1,15, то восстановительная стоимость (сметная балансовая стоимость, увеличенная на величину дефлятора) составит 1605248100 руб., а стоимость предприятия (собственного капитала) $S_b(S_{ч.а}) = 1605248100 - (250000 : 1,15) = 1605030709$ руб.

При *доходном подходе* оценка стоимости имущественного комплекса предполагает, что стоимость объекта должна быть сопоставима не с прошлыми, а с будущими потоками доходов. Реализация данного подхода возможна посредством использования формулы

$$S_{pd} = \sum_{t=1}^n (CF_t / (1 + e_p)^t + R_t V_t) = \sum_{t=1}^n [CF_t / (1 + e_p)^t + V_t / (1 + e_p)^t], \quad (2)$$

где S_{pd} — рыночная стоимость объектов имущественного комплекса горного предприятия, оцененных по методу доходного подхода, руб.; t — рассматриваемый период, 1, 2, 3, ..., n ; CF_t — чистый недисконтированный денежный поток за период t , руб. (на горных предприятиях основным источником денежного потока являются положительные результаты разработки запасов месторождений полезных ископаемых, в связи с чем периодические, пересматривают оценку запасов); $(1 + e_p)^t$ — коэффициент дисконтирования, доля; e_p — реальная ставка дисконтирования; $\Sigma CF_t / (1 + e_p)^t$ — суммарный показатель отдачи на капитал, руб.; R_t — текущая стоимость реверсии, руб., $R_t = 1 / (1 + e_p)^t$; V_t — восстановительная стоимость объекта недвижимости в рассматриваемом периоде t , руб.

Реверсия $R_t V_t$ представляет собой остаточную стоимость оцениваемого объекта в условиях прекращения поступлений денежного потока доходов и может быть получена при возможной продаже оцениваемых объектов или по истечении инвестиционного периода, т. е. срока экономически полезного жизненного периода объекта.

Последовательность операции по оценке стоимости при доходном подходе по формуле (2) отражена в табл. 1. При том же доходном подходе оценку стоимости

Таблица 1. Определение стоимости объектов недвижимости горного предприятия с помощью доходного подхода

№	Показатели	Значения
1	Расчетный период, лет	1
2	Объем продаж, руб/год	960000000
3	Сумма затрат на производство, руб/год	720000000
4	Валовая прибыль (доход, недисконтированный денежный поток), руб/год	240000000
5*	Чистый недисконтированный денежный поток, руб/год	172800000
6**	Отдача на капитал, руб/год	150260870
7	Восстановительная стоимость объекта, руб.	1605248100
8***	Реверсия, руб.	1395867913
9****	Рыночная стоимость объекта (предприятия), руб.	1546128783

* № 5 = № 4 – № 4×0,28, где 0,28 = 0,24 + 0,04; 0,24 — доля налога на прибыль, 0,04 — налоги, взимаемые до налогообложения прибыли.
 ** № 5 : 1,15.
 *** № 7 : 1,15.
 **** № 9 = № 6 + № 8.

объекта можно получить применяя метод капитализации, однако результат расчета будет отличаться от полученного значения в табл. 1. Поскольку разные подходы (затратный, доходный) объективно приводят к неоднозначным показателям оценок стоимости, то возникает необходимость в обобщении полученных данных и установлении единой оценки. Эту задачу можно решить, используя метод анализа иерархии (МАИ), суть которого сводится к установлению значимости признаков, формирующих оценки стоимости объекта для каждого вида подхода к оценке. Используют МАИ по ступенчатой схеме: обозначение цели (определение рыночной стоимости объектов недвижимости) — 1-я ступень; выбор признаков, обосновывающих особенности формирования оценки объекта, — 2-я ступень. Например, признак А характеризует достоверность данных, используемых в единстве натуральных и стоимостных показателей. Признак В обозначает научную и практическую ценность применяемых подходов и методов в оценке стоимости объектов недвижимости. Признак С отражает корреляционную связь между расчетными показателями, их тесноту и наличие причинно-следственной связи, способность адекватно влиять на результаты оценок в зависимости от местоположения объекта, горно-геологических условий, изменений внешней и внутренней среды.

Значимость качественного уровня каждого признака определяется основными (1, 3, 5, 7, 9) и промежуточными (2, 4, 6, 8) оценками (в баллах). При этом все основ-

ные оценки имеют индивидуальные характеристики: 1 — равная важность; 3 — умеренное превосходство одного над другим; 5 — существенное превосходство; 7 — значительное превосходство; 9 — очень сильное превосходство. Смысловая нагрузка основных оценок заключается в проявлении интенсивности воздействия попарно сравниваемых признаков и подходов на общую для них цель, а также в установлении приоритетной значимости признаков и альтернатив. Затем формируют альтернативы, характеризующие значения рыночной стоимости объекта, полученные разными подходами оценки (3-я ступень).

Следующим этапом использования МАИ является построение нескольких матриц — табл. 2–7. Матрица 2 необходима для расчета показателей сравнения приоритетных признаков А, В, С; матрицы 3–5 — для сравнения полученных результатов использования альтернатив (затратного и доходного подходов) по каждому из трех признаков согласования; матрицы 6 и 7 — для расчета итоговых значений весов применяемых подходов оценки и рыночной стоимости объекта.

Необходимые данные и процедура определения и сравнения весовой значимости признаков А, В, С представлены в табл. 2 при установленных оценках: А = 1; В = 5; С = 8. Признаки первой строки соотносятся как А/А, А/В, А/С, второй и третьей строк — соответственно В/А, В/В, В/С; С/А, С/В, С/С. Далее проводят сравнение оценок стоимости объекта, полученных при затратном S_b и доходном S_{pd} подходах, для каждого значения признаков А, В, С (табл. 3–5) и определяют

Таблица 2. Матрица результатов сравнения первенства признаков

Символы признаков	А	В	С	Вектор строки	Вес признака
А	1	1/5	1/8	$(1 \times 1/5 \times 1/8)^{1/3} = 0,6305834$	$0,6305834/3,158966938 = 0,19961697$
В	5	1	5/8	$(5 \times 1 \times 5/8)^{1/3} = 1,1530715$	$1,153071538/3,158966938 = 0,365015386$
С	8	8/5	1	$(8 \times 8/5 \times 1)^{1/3} = 1,3753120$	$1,3753120/3,158966938 = 0,435367646$
Сумма	–	–	–	3,158966938	~ 1

Таблица 3. Матрица определения значимости (веса) подхода к оценке стоимости по признаку А

Символы и значения альтернатив		S_b	S_{pd}	Вектор строки	Весовая доля подхода по признаку А
1	S_b	1	1/5	$(1 \times 1/5)^{1/2} = 0,447214$	$0,447214/2,683282 = 0,1666667$
5	S_{pd}	5	1	$(5 \times 1)^{1/2} = 2,236068$	$2,236068/2,683282 = 0,8333333$
Сумма		–	–	2,683282	1

Таблица 4. Матрица определения весовой доли подхода к оценке стоимости по признаку В

Символы и значения альтернатив		S_b	S_{pd}	Вектор строки	Весовая доля подхода по признаку В
1	S_b	1	1	$(1 \times 1)^{1/2} = 1$	$1/2 = 0,5$
1	S_{pd}	1	1	$(1 \times 1)^{1/2} = 1$	$1/2 = 0,5$
Сумма		–	–	2	1

Таблица 5. Матрица определения весовой доли подхода к оценке стоимости по признаку С

Символы и значения альтернатив		S_b	S_{pd}	Вектор строки	Весовая доля подхода по признаку С
1	S_b	1	2	$(1 \times 2)^{1/2} = 1,414214$	$1,414214 / 2,121321 = 0,6666667$
1/2	S_{pd}	1/2	1	$(1/2 \times 1)^{1/2} = 0,707107$	$0,707107 / 2,121321 = 0,3333333$
Сумма		–	–	2,121321	1

Таблица 6. Итоговое значение весовой доли каждого подхода к оценке стоимости объекта

Символы признаков и альтернатив	А	В	С	Итоговое значение весовой доли для каждого подхода
S_b	0,1666667	0,5	0,6666667	0,444446
S_{pd}	0,8333333	0,5	0,3333333	0,555555
Сумма	1	1	1	1

Примечание: А — 0,19361697; В — 0,36501539; С — 0,435367646.

Таблица 7. Итоговый расчет рыночной стоимости объекта оценки, руб.

Объект оценки	Результат оценки затратным подходом ($S_b \times 0,444446$)*	Результат оценки доходным подходом ($S_{pd} \times 0,555555$)**	Рыночная стоимость горного предприятия (компании)
Горное предприятие (компания)	713446097	858959576	1572405673

* $S_b = 1605248100$.
 ** $S_{pd} = 1546128783$.

итоговое значение весовой доли каждого подхода (табл. 6). Заключительным этапом является расчет рыночной стоимости имущественного комплекса компании, который представлен в табл. 7 и выполнен на основе приведенного выше примера оценки стоимости шахты по формулам (1) и (2). **ГЖ**

(Окончание статьи в следующем номере)

(495) 236-95-92,
 Ястребинский Михаил Александрович;
 (495) 740-10-00,
 Гусева Наталия Михайловна

УПРАВЛЕНИЕ ТЕХНОЛОГИЕЙ ОЦЕНКИ ИМУЩЕСТВЕННОГО КОМПЛЕКСА И БИЗНЕСА ГОРНОЙ КОМПАНИИ

Ястребинский М. А., Гусева Н. М.

Представлены анализ различных подходов к оценке имущественного комплекса горного предприятия (компании), технология ее проведения и методика расчетов в условиях рыночной экономики.

Ключевые слова: имущественный комплекс, оценка стоимости, бухгалтерский учет, активы, модели дисконтированного денежного потока и экономической добавленной стоимости, недвижимость, балансовая стоимость, рыночная стоимость.

Издательский дом «Руда и Металлы» предлагает следующие книги:

Меретуков М. А. Золото и природное углеродистое вещество. — М.: Издательский дом «Руда и Металлы», 2007. — 165 руб.

Караваев Е. П. Промышленные инвестиционные проекты: теория и практика инжиниринга. — М.: Издательский дом «Руда и Металлы», 2006. — 220 руб.

Книги можно заказать по адресу:

**119049, Москва, В-49, а/я 71.
 Тел/факс: (495) 955-01-75, 504-89-75, 230-45-18.
 E-mail: rim@rudmet.ru**