

ОБОСНОВАНИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ В УСЛОВИЯХ ТРАНСФОРМАЦИИ ЭКОНОМИКИ

Докт. экон. наук, проф. ПОХАБОВ В. И., асп. УСТИНОВИЧ В. А.

Белорусский национальный технический университет

Вопрос стоимости издавна интересует человечество и приобретает все более насущный характер с развитием рыночных отношений, важнейшим элементом которых является оценка собственности каждого владельца в любой момент реализации имущественных прав. Инфляция, слабая развитость фондового рынка 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 позволяет определить ее денежное выражение, но и является одним из основных критериев эффективности функционирования субъекта хозяйствования независимо от того, продолжит он свое существование, прекратит его или будет ликвидирован.

Недостаточная разработанность теоретических и методологических аспектов определения стоимости предприятия в условиях трансформации экономики республики сужает круг задач, эффективно решаемых с ее использованием. Совершенствование процесса оценки субъекта хозяйствования позволит оказать позитивное влияние на выбор научно обоснованной стратегии его развития, избежать распродажи активов промышленного комплекса по необоснованно заниженной стоимости.

Предприятие – товар гораздо более сложный, нежели любой другой на рынке. С точки зрения оценки стоимости, промышленное предприятие есть имущественный комплекс, характеризующийся объемами накопленных ресурсов и производства материальных благ, кото-

рые можно достичь при эффективном использовании ресурсов. В процессе его оценки необходимо учитывать уровень квалификации коллектива, отраслевую специфику, а также 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 фазы развития: производственных мощностей, профессионализма коллектива, освоения новой продукции, завоевания рынков сбыта, спада производства и др. 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: разработка комплексной методики определения рыночной стоимости субъекта хозяйствования в условиях трансформации экономики, опирающейся на достоинства существующих методов оценки;

учет влияния фазы экономического развития предприятия на его стоимость; определение зависимости величины стоимости от цели проведения оценки; возможности и последствия направленного изменения рыночной стоимости предприятия.

Оценка предприятия производится субъектом оценки – оценщиком или группой оценщиков. Поэтому стоимость всегда является субъективной величиной, определяемой с помощью интеллектуальных способностей, опыта оценщика и применяемой им методологии. Реальным же отражением стоимости является равновесная цена, выраженная соотношением спроса и предложения на рынке. При этом цена со стороны предложения в большей степени ориентируется на фактические затраты производства товара, а спрос – на его полезность. В свою очередь, полезность, 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 классифицируют следующим образом (табл. 1).

Таблица 1

Основные методы оценки стоимости предприятий

Наименование методов		
Затратный	Сравнительный	Доходный
Статического характера		Динамического характера
• стоимости чистых активов; • ликвидационной стоимости	• 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 будущем.

Основное преимущество **сравнительных методов** – направленность на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий. Вместе с тем сравнительные методы имеют

существенные недостатки, ограничивающие их использование. Во-первых, игнорируются 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 корректировки, поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты, требующие серьезного обоснования, так как на практике не существует абсолютно одинаковых предприятий. Выбор в качестве аналогов компаний зарубежных стран также вносит дополнительные погрешности в расчет, вызванные особенностями развития их экономик, различиями в темпах инфляции и устойчивости валют, национальными особенностями производства. Применение данной группы методов наиболее обосновано для оценки стоимости отдельных активов.

Доходные методы позволяют учесть перспективы развития предприятия и являются наиболее теоретически обоснованными и применяемыми (80...90 % случаев) в мировой практике. Рыночная стоимость предприятия в этом случае определяется с учетом ожидаемых, а не только фактических результатов деятельности. Они основаны на концепции изменения стоимости денег во времени, согласно которой доход, полученный в настоящий момент времени, имеет большую ценность, чем тот, который будет получен в будущем. Основные достоинства и недостатки рассмотренных методов представлены в табл. 2.

Анализ основных методов оценки предприятия в условиях экономики Беларуси, их преимуществ и недостатков не позволяет однозначно указать на предпочтительность того или иного метода. Каждый раз выбор метода определяется индивидуальными особенностями субъекта хозяйствования, доступностью данных, целью проведения оценки.

**Основные преимущества и недостатки
существующих методов оценки стоимости предприятий**

	Затратный метод	Сравнительный метод	Доходный метод
Достоинства	• основан 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	• отсутствие абсолютно одинаковых предприятий; • не учитывает будущих ожиданий; • затруднено определение индивидуальных особенностей объектов	• прогноз носит вероятностный характер

Наиболее распространены у нас в стране затратные методы оценки. На их основе базируется Положение об оценке государственного имущества (постановление Мингосимущества № 24, Минэкономики № 100, Минстата № 33 от 12.06.2001). При этом уровень изношенности основных фондов в промышленности на 1.01.2003 достигал 80 %, доля убыточных предприятий приближалась к 40 %, что ставило под сомнение оправданность применения затратного метода в отношении предприятий, обладающих устаревшими активами, но приносящих доход собственнику или потенциально прибыльных. Кроме того, используемые в бухгалтерском учете нормы амортизации могут не соответствовать реальной ценности активов на практике из-за морального устаревания, снижения рыночной стоимости на аналогичное оборудование. Развитие инвестиционных процессов и максимальный учет требований инвестора (доходный метод) создает предпосылки проведения реализации предприятия разрозненными активами за бесценок, учитывая накопленный опыт 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 учитываются возможности ремонтного производства, позволяющего эффективно и с прибылью эксплуатировать устаревшую технику при умело проведенной модернизации и реконструкции.

В условиях слабо развитого рынка ценных бумаг, отсутствия данных о ценах продажи

сопоставимых предприятий обоснование стоимости субъекта хозяйствования позволяет его собственнику непосредственно решать задачу оперативного информирования рынка о всех аспектах финансово-хозяйственной деятельности, заключенных в величине стоимости. В частности, это позволяет повысить обоснованность принимаемых государством решений о приватизации, субсидировании субъектов хозяйствования. Поэтому оценку стоимости предприятия предлагается осуществлять в комплексе с использованием затратных, сравнительных и доходных методов. При обосновании соотношения каждого из методов в рассчитанной величине стоимости субъекта хозяйствования в мировой практике используются как фиксированные значения, так и веса, определенные экспертным путем. Заслуживает внимания «швейцарский» метод, в котором стоимость предприятия на 1/3 определяется затратной и на 2/3 – доходной составляющими. В условиях трансформации экономики проблема обоснования значимости того или иного метода оценки в силу указанных выше особенностей приобретает наиболее актуальный характер.

Для их разрешения предложено использовать комплексное обоснование производственной стоимости, под которым понимается совокупность производственной и доходной составляющих. **Производственная** составляющая определяется затратным и сравнительным методами оценки. В этом случае часть активов предприятия, которая котируется на рынке, оценивается сравнительным методом: основные средства, запасы, нематериальные активы,

дебиторская задолженность. Задолженность оценивается на основании анализа средней дисконтной ставки по операции факторинга банка. Затратным методом определяется стоимость иных активов баланса: незавершенные капвложения, долгосрочные финансовые вложения, прочие внеоборотные активы, краткосрочные финансовые вложения. Методология определения **доходной** составляющей разработана 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 метод экономической прибыли [1].

Экономическая прибыль представляет собой разницу между доходами субъекта хозяйствования и экономическими затратами. Экономические затраты включают не только бухгалтерские, но и вмененные затраты, представляющие собой стоимость ресурсов при возможном альтернативном варианте их использования. Поэтому ЭП отражает численный результат процесса преобразования потока входящих ресурсов в ценность для потребителя. Если предприятие эффективно преобразует входящие ресурсы и создает высокоценный продукт для потребителя, то оно получает ЭП и на следующем этапе повышает свою производственную стоимость.

Таблица 3

Формирование структуры факторов стоимости

Системообразующие факторы			
Инвестированный капитал, руб	Рентабельность инвестированного капитала, %	Экономические затраты на привлечение инвестированного капитала, %	Экономическая прибыль по завершении прогнозного периода ЭП _{пп} , 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.	• удельный вес собственного капитала, долгосрочных и краткосрочных обязательств	• ожидаемые темпы роста прибыли; • ожидаемая рентабельность инвестированного капитала
		Внешние	Внешние
		• средневзвешенные затраты на привлечение собственного капитала, долго- и краткосрочных обязательств	• 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 одно изделие, затраты на доставку, условия и сроки погашения кредиторской задолженности, ставки по полученным кредитам, прочие			
Независимые факторы			
Ставка рефинансирования НБ, ставка по кредитам и факторингу коммерческих банков, суммарная ставка налогов из прибыли			

Преимущество модели ЭП среди других доходных методов состоит в том, что данный показатель дает представление о непосредственном влиянии финансово-экономической деятельности предприятия на его стоимость в любом периоде времени. Если величину экономических затрат представить в процентном соотношении к объему ресурсов субъекта хозяйствования, то ЭП можно представить в виде [1]

$$\text{ЭП} = \text{ИК}(\text{РИК} - \text{ЭЗ}), \quad (1)$$

где ИК – инвестированный капитал предприятия на момент проведения оценки, представляющий собой сумму собственного капитала, долго- и краткосрочных обязательств субъекта хозяйствования (руб); РИК – рентабельность инвестированного капитала предприятия (%); ЭЗ – экономические затраты на привлечение инвестированного капитала (%);

$$\text{РИК} = \text{ЧП}/\text{ИК} (\%), \quad (2)$$

где ЧП – чистая прибыль;

$$\text{ЭЗ} = \text{ЗСК} + \text{ЗДО} + \text{ЗКО} (\%), \quad (3)$$

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

Рассчитывая величину ЭП за определенный период деятельности предприятия, можно определить динамику ее изменения. Обозначив $d\text{ЭП}/dt$ – изменение величины экономической прибыли с течением времени, рассмотрим случаи, соответствующие различным фазам фи-

нансово-экономической и производственной деятельности предприятия: роста ($d\text{ЭП}/dt > 0$), снижения ($d\text{ЭП}/dt < 0$) и экстремума ($d\text{ЭП}/dt = 0$) производственной стоимости – соответственно точки 3, 1 и 2 на рис. 1. Для того чтобы учесть фазу изменения производственной стоимости $C_{\text{пр}}$ предприятия на момент проведения оценки, предлагается осуществлять ее расчет после анализа динамики экономической прибыли за ряд предшествующих оценке периодов (до пяти лет) с использованием коэффициента управляемости.

В зависимости от сложившейся динамики $d\text{ЭП}/dt$ на момент проведения оценки расчет производственной стоимости предприятия производится следующим образом:

$$1) \quad d\text{ЭП}/dt \geq 0$$

$$C_{\text{пр}} = \text{ПС}(1 - R) + \text{ЭП}_n R; \quad (4)$$

$$2) \quad d\text{ЭП}/dt < 0$$

$$C_{\text{пр}} = \text{ПС}R + \text{ЭП}_n(1 - R), \quad (5)$$

где ПС – производственная составляющая стоимости предприятия, оцениваемая с использованием затратного и сравнительного методов; R – коэффициент управляемости; ЭП_n – суммарная величина прогнозируемой экономической прибыли,

$$\text{ЭП}_n = \sum_{i=0}^4 (\text{ЭП}_i \cdot 1/(1 + \text{ЭЗ}_0^{i+1})) + \text{ЭП}_{\text{пм}}, \quad (6)$$

где $\text{ЭП}_i \cdot 1/(1 + \text{ЭЗ}_0^{i+1})$ – экономическая прибыль i -го, следующего за проведением оценки периода, дисконтированная с учетом ожидаемых экономических затрат ЭЗ_0 .

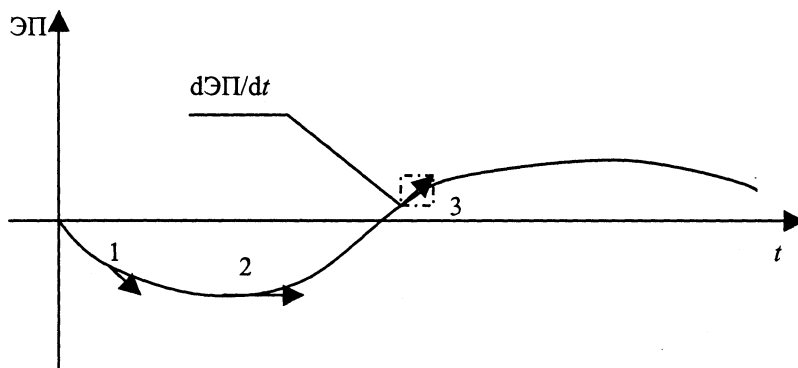


Рис. 1. Фазы финансово-экономической деятельности предприятия с учетом величины его экономической прибыли

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 **коэффициента управляемости** (6) производственной стоимости промышленного предприятия заложить идею направленного регулирования 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). Колебания цен на закупаемые сырье и материалы, даже если поставщик единственный, могут существенным образом сказаться на стабильности функционирования производства. Для каждого отдельно взятого промышленного предприятия существует характерный перечень факторов стоимости нижнего уровня (табл. 3). Наибольшее внимание при учете их влияния должно быть уделено тем факторам, которые, во-первых, способны повлиять на величину стоимости предприятия и, во-вторых, управление которыми возможно с учетом специфики производства.

Коэффициент управляемости выражен в долях единицы. Чем больше его значение, тем более обоснована возможность направленного регулирования совокупности факторов стоимости среднего и нижнего уровней (табл. 3) с учетом особенностей отдельно взятого субъекта хозяйствования. Основным источником информации об ожидаемых изменениях каждого из факторов стоимости служит постатейный анализ баланса и отчета о прибылях и убытках предприятия за ряд прошлых периодов (до пяти лет). Для расчета коэффициента управляемости предложено использовать следующую функцию:

$$R = \frac{p(f_{11}/f_{10}) + p(f_{12}/f_{10}) + \dots + p(f_{nm}/f_{n0})}{nm}, \quad (7)$$

где $f_{11}, f_{12}, \dots, f_{nm}$ – значение n -го фактора стоимости на начало каждого из m периодов ($m = 0$ соответствует началу периода проведения оценки). Логическое выражение $p(f_{nm}/f_{n0}) = 1$ («истина») при условии, если отношение прогнозируемого значения n -го фактора стоимости к его базовому уровню достижимо на данном предприятии в год m , в противном случае $p = 0$ («ложь»). Данная функция является самонастраивающейся и может быть рассмотрена с различной степенью детализации. Для каждого предприятия она уникальна в зависимости от специфических факторов, оказывающих наибольшее влияние на стоимость субъекта хозяйствования.

Факторы стоимости среднего и нижнего уровней (табл. 3), относящиеся к ветви инвестированного капитала, условно назовем **статическими**, а влияющие на рентабельность капитала предприятия и затраты на его привлечение – **динамическими**. При расчете коэффициента управляемости предлагается **дифференцировать набор факторов в зависимости от цели проведения оценки**. Например, $R_{\text{стат}}$ – коэффициент управляемости, определенный на основании статических факторов, $R_{\text{дин}}$ – динамических, $R_{\text{стат,дин}}$ – комплексный (статических и динамических одновременно). В том случае, когда исходя из цели проведения оценки будущее функционирование предприятия не рассматривается (банкротство, ликвидация) или предприятие находится в фазе снижения стоимости ($dЭП/dt < 0$), в расчете коэффициента управляемости используются статические факторы $R_{\text{стат}}$. Если предприятие на момент проведения оценки находится в фазе роста или экстремума ЭП ($dЭП/dt \geq 0$) и (или) проведение оценки связано с ожиданиями будущей выгоды (смена собственника, оценка для инвестора), то в расчет принимается $R_{\text{дин}}$ либо $R_{\text{стат,дин}}$ (табл. 4).

Данная методика имеет комплексный характер и позволяет существенно расширить круг применения и практическую значимость стоимостной оценки: в консалтинговых, анали-

Принципы факторного обоснования весов производственной и доходной составляющих в зависимости от целей проведения оценки стоимости и фазы изменения ЭП

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

тических и аудиторских компаниях; в органах государственного управления; в учебном процессе при подготовке специалистов экономического профиля. При этом приведенные аспекты оценки могут служить базой для исследований и накопления опыта оценки и регулирования стоимости.

ЛИТЕРАТУРА

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: Оценка и управление / Пер. с англ. – М.: Олимп-бизнес, 1999. – 576 с.
2. Маршал А. Принципы экономической науки / Пер. с англ. – М.: Изд. группа «Прогресс», 1993. – Т.1. – 415 с.

УДК 630.9

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ СТРУКТУРЫ УПРАВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯМИ ЛЕСОПРОМЫШЛЕННОГО КОМПЛЕКСА РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

Докт. экон. наук, проф. БАРАНОВСКИЙ С. И., асп. ВАЛЬКО А. Н.

Белорусский государственный технологический университет

С каждым годом все сильнее обостряются проблемы, ставшие уже характерными для лесопромышленного комплекса (ЛПК) Беларуси:

техническая и технологическая отсталость отечественных предприятий, высокий уровень износа основных фондов, рост затрат на 1 руб