УДК 658.15
Ключевые слова: стоимость компании, техническое переоснащение, факторы оценки

А. И. Баландин

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ В УСЛОВИЯХ ЕЕ ТЕХНИЧЕСКОГО ПЕРЕОСНАЩЕНИЯ

В статье выделены факторы технического переоснащения предприятий машиностроения. Проведена бизнес-диагностика одного из крупнейших российских производителей металлорежущего инструмента и оснастки, поставщика современных высокотехнологичных станков, оборудования и эффективных технологий в Российской Федерации — Уральской машиностроительной корпорации «Пумори — СИЗ». Разработана методика оценки рыночной стоимости данной компании, особенностью которой является использование комбинированного (затратно-доходного) подхода.

В соответствии с прогнозом развития экономики в ближайшем будущем приоритетно будут развиваться космическая техника, авиастроение, автомобилестроение, энергомашиностроение, транспортное и судостроительное машиностроение, сельхозмашиностроение, лесопереработка, производство бытовой и хозяйственной техники, пищевое машиностроение — те отрасли, которые нуждаются в комплексном технологическом перевооружении.

Среди факторов, **обуславливающих необходимость технического переоснащения предприятий машиностроения**, можно выделить: технологические, маркетинговые, а также факторы, связанные с персоналом и управлением предприятия (рис. 1).

Современное состояние парка металлообрабатывающего оборудования России характеризуется длительным сроком эксплуатации и высоким износом: 75% парка эксплуатируется более 15—20 лет, 4,5% — менее 5 лет; коэффициент обновления составляет 0,3%. Несмотря на то, что 80% парка составляет металлообрабатывающее оборудование отечественного производства, внутренний спрос удовлетворяется в основном за счет импорта. В предложении зарубежных фирм превалирует наукоемкое оборудование высокого качества (оснащенное ЧПУ) японского, немецкого, итальянского производства. Кроме того, в последнее время увеличивается предложение недорогого универсального механообрабатывающего оборудования без ЧПУ, прежде всего из Китая и Восточной Европы. Импортеры постепенно вытесняют отечественные предприятия из традиционного сектора рынка, используя ценовые преимущества и более высокое качество продукции, достигаемые за счет существенно более высокой се-

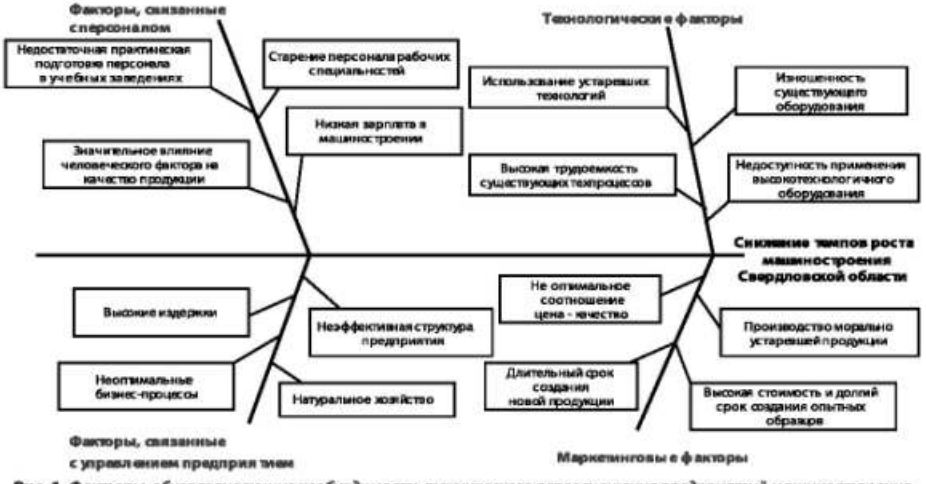

Рис. 1. *Факторы, обуславливающие необходимость технического переоснащения предприятий машиностроения*

рийности производства, привлекательных условий кредитования и системы государственной поддержки экспорта, практикуемой многими странами. Все это требует конкурентного развития отечественных предприятий, производящих оборудование и инструмент.

Одним из крупнейших российских производителей металлорежущего и сложного вспомогательного инструмента, оснастки, поставщиком современных высокотехнологичных станков, оборудования и эффективных технологий в Российской Федерации является Уральская машиностроительная корпорация «Пумори — СИЗ» (УМК «Пумори — СИЗ»). Она занимает, ориентировочно, 3—5 место в рейтинге подобных фирм в России. В Свердловской области доля УМК «Пумори — СИЗ» в машиностроительном комплексе составляет приблизительно 2%.

УМК представляет собой конгломерат предприятий, сформированный по инициативе собственников на базе подразделений предприятий «Пумори-инструмент» и ОАО «СИЗ». Компания объединяет четырнадцать предприятий, которые могут организовать оказание комплексных услуг предприятиям машиностроительного и оборонно-промышленного комплекса по следующим направлениям:

— разработка моделей и прототипов новой продукции с использованием инновационных технологий;

— организация производства опытных партий новых изделий с использованием обходных технологий (без традиционной подготовки производства);

— использование комплекса металлообрабатывающего оборудования, обеспечивающего высокоточную мехобработку;

— создание логистического центра для обеспечения комплексных поставок инструмента предприятиям на условиях "just in time";

— предложение высокотехнологичного инструмента, соответствующего требованиям современных технологий в рамках технического переоснащения предприятий;

— организация сборочного производства современного высокотехнологичного металлорежущего оборудования и инструмента;

— инжиниринг: проектирование производственных участков, технологий и технологических линий с поставкой, шеф-монтаж и обслуживание необходимого оборудования инструмента и оснастки;

— подготовка кадров операторов, наладчиков и ИТР;

— удовлетворение растущих потребностей энергетики в турбинных лопатках.

Можно выделить несколько укрупненных стратегических направлений деятельности корпорации: производство, инжиниринг, инновационная деятельность, инвестиционная деятельность, сервисное обслуживание оборудование, и т.д. С 2004 г. в структуре направлений деятельности произошли существенные изменения (рис. 2): уменьшилась доля инжиниринговых работ, инноваций и производства на фоне роста прочих видов деятельности.

По всем направлениям деятельности корпорации за 2004—2008 гг. рост объемов производства увеличился приблизительно в 3,5 раза, преимущественно за счет диверсификации производства и расширения клиентской базы. Сегодня партнерами УМК являются 1200 предприятий, из них почти половина находится на Урале.

Растущий интерес, который проявляют промышленные предприятия к деятельности корпорации, вызван, прежде всего тем, что предприятия корпорации предлагают комплексные решения, направленные в целом на повышение эффективности производства и увеличение отдачи.

Структурно предприятия, входящие в УМК, делятся на:

— ключевые, определяющие стратегию развития всей компании: ООО «ТД «Техтрейд», ООО «Пумори — Инжиниринг Инвест», ООО «Пумори — северо-запад», ООО «Урал-инструмент-Пумори», ООО СП1 «СИЗ — Пумори», ООО СП2 «Пумори — СИЗ», ООО "Redlink Trading Ltd";

— инфраструктурные, используемые для реализации стратегических целей ключевых предприятий: ОАО «СИЗ», ООО «Управляющая Компания «Пумори — СИЗ» и ООО «Пумори-Телеком»;

— работающие на локальных рынках: ООО «Пумори — Спорт», ООО «Пумори — Энергия», ООО «Пумори — Лизинг» и ООО «Верхисетскстройпроект-21».

Каждое из предприятий компании ориентировано на реализацию определенных бизнес-процессов. Стратегические цели ключевых предприятий УМК можно консолидировать следующим образом:

— создать базу для инженерно-технических центров корпорации, обеспечивая комплексное решение проблем промышленных предприятий региона;

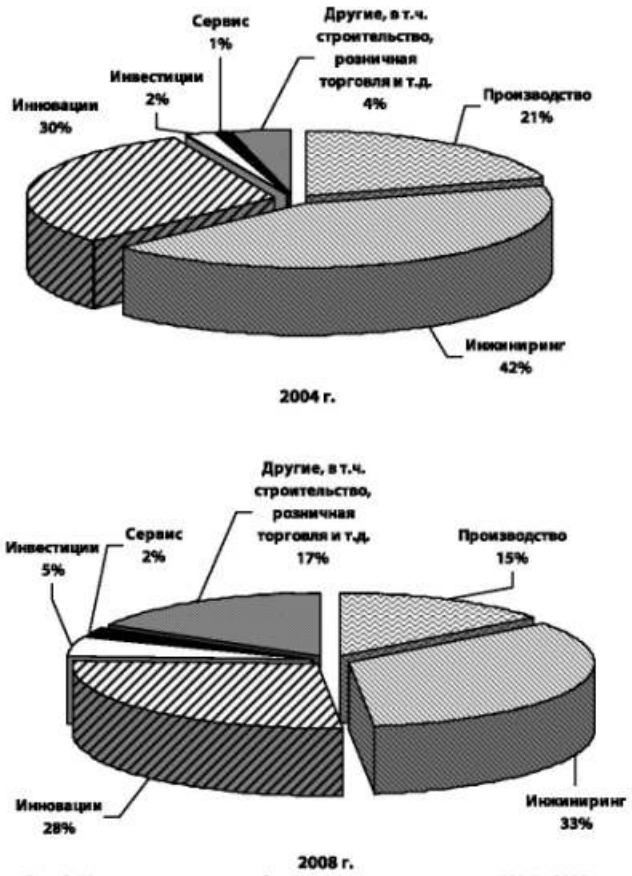

Рис. 2. *Изменение структуры деятельности корпорации за 2004—2008 гг.*

— расширить ассортимент и объем инструмента, выпускаемого корпорацией за счет специализации и кооперации;

— создать предпосылки для оказания существенного влияния УМК на рынок металлообрабатывающего оборудования и инструментов Российской Федерации;

— приблизить услуги, оказываемые корпорацией, к потребителям;

— осуществить переход на федеральный уровень ведения бизнеса;

— позиционировать корпорацию как крупнейшего оператора на российском рынке услуг комплексного инжиниринга, поставок оборудования и инструмента.

Для их реализации компанией определены приоритетные направления действий:

— повышение управляемости человеческими ресурсами. В настоящее время развитие всех предприятий корпорации ограничено отсутствием квалифицированного управленческого, торгового и производственного персонала. Для решения проблем с управлением человеческими ресурсами использовались следующие методы: определение комплексной потребности предприятий корпорации в персонале; проведение аттестации занятых; формирование комплексной системы обучения для каждой из категорий; организация системы мониторинга результатов деятельности ключевых сотрудников корпорации и их ротация между предприятиями корпорации (с учетом уровня компетентности); создание системы мотивации;

— согласование бизнес-процессов предприятий корпорации. Проявление конкурентной борьбы между предприятиями является существенным препятствием в достижении стратегических целей корпорации. Для устра-

нения конкурентных проявлений были четко сформулированы все бизнес-процессы каждого из ключевых предприятий с целью исключить пересечения (по ассортименту, потребителям и т. д.);

— переход на маркетинг взаимоотношений и комплексное предоставление услуг потребителям. Ключевым моментом нового позиционирования является ориентация на продажи и постоянное расширение клиентской базы за счет наиболее качественного удовлетворения запросов потребителей;

— расширение географии и масштабов деятельности корпорации за счет интеграции с Самарским (режущий и вспомогательный инструмент, пресс-формы и штампы), Серпуховским (твердосплавный концевой инструмент) и Новосибирским (слесарно-монтажный инструмент) инструментальными заводами, Павловским заводом слесарно-монтажного инструмента.

В связи с этим как *приоритетные направления* успешной реализации стратегии развития УМК рассматриваются:

— обеспечение внедрения регулярного менеджмента и эффективного управления деятельностью ключевых предприятий, организация взаимодействий предприятий;

— согласование стратегий развития инфраструктурных предприятий (ОАО СИЗ, ООО УК «Пумори — СИЗ», ООО «Пумори-Телеком») со стратегией развития корпорации;

— привлечение в качестве экспертов и консультантов по интеграции инструментальной индустрии международной консалтинговой фирмы, например, "Ernst & Young", и др.

Управление компанией в современных условиях предполагает периодическую оценку ее стоимости, поскольку последняя является мерой эффективности технического переоснащения.

Для проведения оценки стоимости компании используется информация, лежащая в основе финансовой отчетности фирмы. ООО УМК «Пумори — СИЗ» ведет учет на основе не только первичного бухгалтерского учета РФ, но и общепринятых в мире стандартов бухгалтерского учета (GAAP). Последний вид бухгалтерской отчетности представляет обобщенную информацию о стоимости существующих активов (собственного капитала и обязательств) (Balance факт.), доходах и затратах компании за определенный период времени (P&L факт.), движении денежных средств (Cash Flow факт.), объемах капиталообразующих инвестиций (Cap Ex факт.). Кроме того, компания располагает информацией о перспективах инвестирования бизнесов в ближайшие пять лет. Поэтому стратегические планы компании доведены до стоимостного видения будущих баланса (Balance план.), доходов и затрат компании (P&L план.), движения денежных средств (Cash Flow план.), капиталообразующих инвестиций (Cap Ex план.) по годам прогнозного периода. Эта информация позволяет выявить тенденции в изменении стоимости компании.

Согласно стандарту Российского общества оценщиков [5], рыночная стоимость есть расчетная величина, равная денежной сумме, за которую предполагается переход имущества из рук в руки на дату оценки в результате коммерческой сделки между добровольным покупателем и добровольным продавцом после адекватного маркетинга. СТО РОО 20—02—96 рассматривает рыночную стоимость только как базу оценки, т. е. вводит общее определение этого понятия, объясняет суть его составных частей в терминах оценки собственности.

Данный стандарт узаконивает доходный подход к оценке рыночной стоимости (методы сравнения продаж, капитализации дохода, дисконтирования наличного потока). Допускается использование и затратного подхода, но при этом четко регламентируется два варианта его применения. В приложении к рыночным условиям оценка стоимости компании базируется на данных открытого рынка, в приложении к нерыночным ситуациям оценка основывается на нерыночных параметрах. Признано, что метод остаточной стоимости замещения, сочетающий в себе рыночные и нерыночные элементы, не может служить в качестве инструментария определения рыночной стоимости компании.

Большинство разработанных в России методик оценки рыночной стоимости бизнеса ориентированы на закрытые компании, которые не являются резидентами фондового рынка. Даже открытые акционерные общества вынуждены использовать эти же методики оценки, поскольку их акции реально не обращаются на фондовом рынке. Зарубежные методики оценки рыночной стоимости также используются ограниченно, поскольку базируются на прогнозе доходности компаний, что отсутствует в практике экономической работы большинства российских предприятий. Кроме того, темпы инфляции и уровни рисков в РФ, закладываемые в оценку эффективности инвестиционных проектов, практически непредсказуемы в отличие от развитых стран мира, где отработан инструментарий их достоверного прогно-

зирования. Аналогичная ситуация имеет место и при выборе ставки дисконтирования, проведении анализа сопоставимых сделок (продаж), публичности оповещения общественности о результатах деятельности российских компаний, учете премирования (скидок) за приобретение мажоритарного (миноритарного) пакета акций. Все это, с одной стороны, привносит в работу российских оценщиков определенный элемент субъективизма и снижает достоверность итоговых расчетов, с другой — предопределяет поиск методов расчета, максимально приближенных к экономической практике конкретных компаний.

К оценке рыночной стоимости компании, функционирующей в организационно-правовой форме общества с ограниченной ответственностью, следует подходить, *во-первых*, с позиций комбинированного подхода, сочетающего затратные и доходные принципы; *во-вторых*, видения специфики формирования денежных потоков (получение доходов от нематериальных активов, перекрестного владения, размещения эмиссионных ценных бумаг), *в-третьих* — использования методов их сочетания со стоимостью чистых активов.

Комбинированный подход к экономической оценке рыночной стоимости часто связывают с использованием различных методов. Оценки стоимости бизнеса данными методами, как правило, не совпадают. Для получения окончательного результата вводятся коэффициенты взвешивания (важности методов). Достижение достоверности результатов зависит от представительности ретроспективной информации по их расчетам. Поскольку историзм в процессах оценки рыночной стоимости компаний в РФ отсутствует, фактически коэффициенты взвешивания устанавливаются оценщиками субъективно.

Авторская позиция по интерпретации сущности комбинированного подхода несколько отличается от общепринятой. Она заключается в дополнении методов и доходного, и затратного подходов альтернативными методами оценки. Например, при затратном подходе к оценке рыночной стоимости ООО широко используется метод оценки чистой балансовой стоимости активов ($V_{скх}$). Данный метод позволяет оценить только так называемую внутреннюю стоимость компании. Для оценки рыночной стоимости компании необходимо нахождение величины избыточного дохода (EVA_k), приносимого собственным капиталом участников. Он формируется устойчивыми конкурентными преимуществами общества — профессиональными качествами, знаниями, ключевыми компетенциями топ-менеджмента и т. п. нематериальными активами. В этой величине выражена оценка невидимой (интеллектуальной) части капитала [2, с. 13], что непосредственно сказывается на результатах совокупной оценки.

Доходный подход к оценке рыночной стоимости ООО представляется целесообразным дополнить затратным в части определения средневзвешенной стоимости привлечения капитала (WACC). При этом следует учесть уровень отраслевой доходности бизнеса. $WACC_{факт.}$ должна быть больше WACC отрасли. Иначе не будет продуцироваться расширение производства.

Оценка рыночной стоимости компании на основе затратного подхода возможна на широком временном отрезке, охватывающем текущий и стратегический периоды времени. Однако текущий период времени, как следует из типового устава ООО, является базовым для принятия решения о рыночной стоимости компании. Ожидаемые в перспективном периоде экономические параметры развития должны рассчитываться, исходя их инвестиционных устремлений собственников. Поэтому оценки рыночной стоимости компании в стратегическом периоде могут приниматься во внимание лишь для характеристики фазы жизненного цикла предприятия. С учетом высказанных соображений предлагается затратный подход к оценке рыночной стоимости компании реализовать в три этапа.

На первом этапе определяется внутренняя стоимость собственного капитала (чистая балансовая стоимость) компании ($V_{скх}$). Она может быть установлена на основе данных бухгалтерского баланса (консолидированного — для корпоративного центра, а также для отдельных участников).

Бухгалтерский баланс позволяет определить стоимость чистых активов ($V_{скх}$), принадлежащих собственникам. Внутренняя стоимость собственного капитала компании рассчитывается следующим образом [4]:

$$V_{скх} = BV_{в} - B_{до} - B_{ко}, \qquad (1)$$

где $BV_{в}$ — балансовая стоимость активов компании;

$B_{до}$ — стоимость долгосрочных обязательств компании;

$B_{ко}$ — стоимость краткосрочных обязательств компании.

При этом расчеты проводятся не только для текущего, но и стратегического периодов (при

наличии перспективных годовых балансов компании).

Одной из основных проблем при проведении оценки стоимости компании в РФ является существенная разница между балансовой и рыночной стоимостью активов. Во многом это объясняется сложностями в оценке нематериальных активов (интеллектуального капитала, имиджа компании на рынке, ключевых компетенций и т.д.). Нематериальные активы играют важную роль в определении стоимости бизнеса компании. Тем не менее, на современном этапе развития отечественной практики оценки специалисты в большинстве случаев сталкиваются с отсутствием механизма определения стоимости нематериальных активов. Отсутствие действенных методик оценки нематериальных активов во многом объясняет тяготение российских компаний к управлению финансами. Учет EVA при оценке рыночной стоимости компании акцентирует внимание на факторе дополнительной доходности, инициирующем дальнейшее наращивание активов.

Поэтому *на втором этапе* оценки предлагается находить обусловленный собственным капиталом избыточный доход (чистую прибыль, экономическую добавленную стоимость) компании (EVA). Концепция экономической добавленной стоимости (*economic value added*) была разработана в 90-х гг. XX в. специалистами консалтинговой компании Stern Stewart & Co. В рамках данной концепции EVA — показатель, оценивающий уровень дохода при инвестировании в данную компанию по сравнению с альтернативными вариантами вложений [6].

Б. Стюарт и Д. Стерн, авторы концепции EVA, определили показатель экономической добавленной стоимости как разницу между чистой операционной прибылью после налогообложения (net operating profit after taxes, NOPAT) и затратами на капитал (capital charges):

$$EVA = NOPAT - CAPITAL\ COST, \quad (2)$$

где NOPAT — это доход, полученный после вычитания расходов и амортизации;

CAPITAL COST — стоимость капитала.

$$CAPITAL\ COST = WACC \times CE, \quad (3)$$

где WACC — средневзвешенная стоимость привлечения капитала;

CE (capital employed) — величина инвестированного капитала.

Из формулы (2) видно, что формирование добавленной экономической стоимости происходит за счет извлечения из чистой прибыли затрат за использование капитала. В рамках данной концепции *положительная динамика развития компании определяется не изменениями показателя чистой прибыли, а превышением отдачи, которую получают собственники от инвестированного капитала, над затратами на его привлечение.*

Второй вариант расчета EVA:

$$EVA = (ROCE - WACC) \times CE, \quad (4)$$

где ROCE (Return on Capital Employed) — доходность на задействованный капитал.

Оба метода должны показывать сходимость результатов расчета. Уровень экономической добавленной стоимости определяет поведение собственников по отношению к процессу инвестирования. Из экономической теории известно, что возможны три варианта значения показателя EVA:

1. EVA > 0. В этом случае уместно говорить о развитии компании и формировании дополнительной рыночной стоимости за счет сверхприбыли. То есть при прочих равных условиях вложения в данную компанию принесут большую отдачу, нежели альтернативные варианты вложений.

2. EVA= 0. При этом варианте развития рыночная стоимость совпадает со стоимостью активов компании. Соответственно при вложении в данную компанию уровень дохода собственника приравнивается к вложениям в банковские депозиты. Таким образом, собственник не получает так называемой сверхприбыли.

3. EVA<0 является характеристикой неблагоприятного варианта развития. Отрицательное значение показателя экономической добавленной стоимости говорит о снижении рыночной стоимости компании. В этом случае собственники, вкладывая средства в данную компанию, получают заниженный доход по сравнению с альтернативными вариантами вложений.

Привлекательность использования показателя экономической добавленной стоимости в оценке рыночной стоимости заключается в том, что он строится на основе откорректированных данных бухгалтерской отчетности. Для его построения достаточно формы №1 «Бухгалтерский баланс и формы» №2 «Отчет о прибылях и убытках».

Существуют и сложности, связанные с определением стоимости компании с учетом EVA. Авторы концепции EVA разработали более 150 поправок, которые могут применяться к показателю чистой прибыли для получения NOPAT в зависимости от особенностей конкретной компании [1, с. 37].

В классическом варианте чистая операционная прибыль определяется как разница между выручкой от реализации, затратами и налоговыми выплатами. Авторская позиция по расчету чистой прибыли заключается в следующем: для базового года расчетного периода используются данные отчета о прибылях и убытках компании, для будущих периодов — данные P&L, составленные с учетом намеченных к реализации инвестиционных проектов.

В расчете EVA участвует и размер капитала. В качестве капитала рассматриваются все активы за вычетом краткосрочных обязательств. Первоначальная величина инвестированного капитала оказывает прямое воздействие на величину показателя EVA (если стоимость капитала снижается, то EVA увеличивается, и наоборот). Для снижения зависимости EVA от величины собственного капитала необходима балансировка величины инвестированного капитала. В частности, данные из бухгалтерского учета необходимо корректировать с учетом поправок:

— учет всех нематериальных активов, капитализация НИОКР, затраты по созданию торговой марки, формированию команды менеджеров;

— рассмотрение всех платных источников финансирования и в ряде случаев статей «спонтанного финансирования»;

— капитализация забалансового лизинга и аренды;

— пересчет запасов по методу LIFO в соответствии с методом FIFO;

— переучет сомнительных инвестиций с принципа «успешных усилий» на полные издержки (например, капитализация всех затрат по бурению скважин нефтегазовых компаний — успешных и неуспешных).

Практическое применение данного варианта расчета стоимости капитала в большинстве случаев затруднительно, особенно для будущих периодов, вследствие наличия в инвестициях заемного капитала. Возникают сложности с определением его стоимости. Чаще всего стоимость капитала для компании приравнивается к стоимости капитала для акционеров и определяется по методу CAPM (capital assets pricing model):

$$CC = Rf + bs \times (Rm - Rf), \qquad (5)$$

где Rf — безрисковая ставка доходности;

bs — b — коэффициент для данной отрасли;

(Rm – Rf) — премия за риск.

На наш взгляд, более правомерен подход, основанный на нахождении средневзвешенной стоимости привлечения капитала (WACC). Средневзвешенная стоимость привлечения капитала представляет собой сумму средств, которую необходимо уплатить за использование финансовых ресурсов для осуществления хозяйственной деятельности.

Показатель WACC характеризует уровень расходов, которые несет хозяйствующий субъект, используя в своей деятельности собственные и заемные финансовые ресурсы на долгосрочной основе. Таким образом, WACC — это отдача от инвестиций, получаемых в среднем стратегическими инвесторами. Исходя из общей логики данного показателя, новые инвестиции должны приносить акционеру доходность, превышающую значение WACC.

При этом рыночная стоимость компании (MVk) по методу EVA рассчитывается следующим образом:

$$MV_k = \text{Задействованный капитал (на текущий момент)} + PV\ of\ EVA, \qquad (6)$$

где PV of EVA — приведенная стоимость EVA за будущие периоды, учитываемые при оценке.

Возможные сценарии развития бизнеса (рост или ликвидация) позволяют сформировать два варианта расчета стоимости компании на основе экономической добавленной стоимости. Так, стоимость компании, которую собственник планирует продать, А. Г. Грязнова, М. А. Федотова предлагают рассчитывать по алгоритму:

Стоимость компании = ранее инвестированный капитал + текущая добавленная стоимость от капитальных вложений + сумма добавленных стоимостей от новых проектов.

Для развивающейся компании используется алгоритм [3]:

Стоимость компании = ранее инвестированный капитал + сумма добавленных стоимостей от новых проектов

При этом ранее инвестированный капитал рассчитывается по формуле (1). Из сопоставления приведенных подходов к оценке рыночной стоимости компании следует, что EVA должна быть комплексной величиной, отражающей как текущую, так и будущую добавленную стоимость. Однако учитывая временные ограничения, накладываемые уставом ООО на финансово-экономическую деятельность, следует признать, что в данном случае значимо *EVA, характеризующее только текущую добавленную стоимость от произведенных капитальных вложений. Будущие добавленные стоимости могут*

использоваться лишь для подтверждения перспектив развития бизнесов компании.

Первичная информация для проведения расчетов EVA содержится в P&L, бюджете доходов и расходов — текущем и стратегическом. Установление доходности на капитал в рыночных условиях зависит от средней доходности размещения аналогичного пакета (в иностранных, российских банках и биржах) и объемов размещения (величины пакета в тех же структурах). Составление матрицы возможной доходности в этих координатах позволяет определить среднюю требуемую норму доходности на инвестированный капитал. Для закрытых компаний требуется иной подход — оценка средневзвешенной стоимости привлечения капитала (WACC).

Согласно P&L величина EVA исчисляется в виде разницы между операционной прибылью (EBIT) и обязательными платежами (процентами за кредиты ($P_к$), налогом на прибыль (P_t)). Кроме того, нами предлагается учесть еще один обязательный платеж — доход держателям привилегированных ценных бумаг ($Д_о$). С учетом данных соображений:

$$EVA = EBIT - (P_к + P_t + Д_о). \quad (7)$$

На третьем этапе представляется целесообразным рассчитывать рыночную стоимость компании в виде суммы внутренней стоимости собственного капитала и избыточного дохода:

$$MV_k = V_{сок} + EVA_k. \quad (8)$$

Аналогичным образом предлагается находить значения $V_{сок}$, EVA и на их основе MV_k для прогнозных периодов. Сопоставление значений MV_k за ряд лет позволит собственнику оценить ближайшие перспективы развития компании. Приведение EVA будущих периодов к базовому году оценки при затратном подходе к оценке не имеет смысла вследствие не только наличия уставных ограничений в проведении оценки, но и непредсказуемости форс-мажорных обстоятельств.

На основании полученных данных может быть рассчитана доходность собственного капитала (ROE). Ее предлагается определять из соотношения EVA_k с балансовой стоимостью собственного капитала ($V_{сок}$):

$$ROE = EVA_k / V_{сок}. \quad (9)$$

Оценка рыночной стоимости компании на основе доходного подхода (*PV*) предполагает соотнесение дисконтированных денежных потоков (DCF — discounted cash flow) с текущей стоимостью ожидаемых в будущем денежных потоков, приходящихся на данный актив:

$$PV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \quad (10)$$

где *PV* — (present value) приведенная стоимость актива;

n — срок жизни актива;

CF_t — денежные потоки за период t;

r — ставка дисконтирования, отражающая риск ожидаемых денежных потоков.

При доходном подходе к определению рыночной стоимости общества с ограниченной ответственностью выявляются значения денежных потоков от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности (Cash Flow). При этом используются методики оценки SVA (Shareholders Value Added — добавленной акционерной стоимости), MVA (Market Value Added — добавленной рыночной стоимости), EVA (Economic Value Added — добавленной экономической стоимости), CFROI (Cash Flow Return on Investments — возврата денежного потока на инвестиции) и другие. Выбор методики находится в прямой зависимости от целей и задач осуществления оценки.

Информационную основу всех методик составляет отчет о движении денежных средств. В условиях наличия исходной информации по денежным потокам **доходный подход** к оценке рыночной стоимости компании с ограниченной ответственностью можно реализовать следующим алгоритмом:

1. Оценка средневзвешенной стоимости привлечения капитала (WACC).

2. Оценка и дисконтирование денежных потоков, приходящихся на собственный капитал компании.

3. Оценка денежных потоков, приходящихся на заемные инвестиции.

4. Оценка чистых денежных потоков компании.

5. Оценка рыночной стоимости компании дисконтированием денежных потоков, приходящихся на весь капитал компании.

Целью оценки средневзвешенной стоимости привлечения капитала является нахождение среднего значения рыночной стоимости собственного капитала и долговых обязательств. Для ООО, располагающего не только данными годового баланса ($Balance_{факт}$), но и бюджетом доходов и расходов за отчетный период (P&L), возможно нахождение WACC по формуле средней арифметической взвешенной:

$$WACC = \sum k_j \times d_j, \quad (11)$$

где k_j — стоимость *j*-го источника средств;

d_j — удельный вес j-го источника средств в общей их сумме.

$$WACC = ROE \times (V_{сск} / B_{до} + V_{сск}) + P_d / B_{до} \times B_{до} / (B_{до} + V_{сск})\ [1], \quad (12)$$

где ROE — доходность собственного капитала;

$V_{сск}$ — стоимость собственного капитала;

$B_{до}$ — стоимость долгосрочных обязательств;

P_d — расходы на выплату процентов по долгам.

Стоимость собственного капитала ($PV_{сск}$) определяется дисконтированием денежных потоков, приходящихся на собственный капитал компании (FCFE) (т. е. находится сальдо денежных потоков после всех расходов, реинвестирования, выплат по налоговым обязательствам, процентных платежей и платежей по основной сумме долга) по ставке дисконтирования, равной стоимости привлечения собственного капитала (нормы доходности, требуемой собственниками капитала компании). Оценку собственного капитала компании методом дисконтирования описывает формула (13).

$$PV_{сск} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t}, \quad (13)$$

где k_e — стоимость привлечения собственного капитала (она равна ROE).

Авторские предложения по исчислению FCFE сводятся к следующему:

1) поскольку критериальным показателем доходного подхода к оценке рыночной стоимости компании принята избыточная стоимость, должна находиться разность ($EVA_{кл}$ — $EVA_{нл}$) остатков денежных средств от операционной, финансовой и инвестиционной деятельности на конец ($EVA_{кл}$) и начало ($EVA_{нл}$) каждого года оцениваемого периода. Эти данные берутся из форм Cash Flow фактического и прогнозного периодов в виде сальдо притока и оттока денежных средств по каждому виду деятельности;

2) учету не первоначальной, а заключительной стоимости собственного капитала($V_{сск}$) n-го года в расчете последнего FCFE ($EVA_{кл}$ – $EVA_{нл}$ + $V_{сскn}$).

Дисконтирование денежных потоков на весь капитал компании проводится с использованием двух составляющих:

— денежных потоков на собственный капитал (FCFE^t);

— денежных потоков на долгосрочные инвестиции (CF ROI_t).

Чистые денежные потоки компании (FCFF) в году t будут равны:

$$FCFF_t = FCFE_t + CF\ ROI_t. \quad (14)$$

Денежные потоки на долгосрочные инвестиции (CF ROIt) являются комплексной величиной, характеризующей долгосрочные долговые обязательства. Их предлагается рассчитывать в виде разницы притока и оттока банковских средств по долгосрочным банковским кредитам, т. е. уменьшенным на величины краткосрочных обязательств (по овердрафтам и кредитным линиям).

Рыночную стоимость компании доходным подходом предлагается рассчитывать по формуле:

$$MV_k = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}. \quad (15)$$

Корректность расчетов оценки рыночной стоимости компании проверяется сходимостью результатов, полученных с использованием разных методов. В мировой практике работы оценщиков допускается 20-процентный разброс оценок, что представляется вполне приемлемым для использования в российской оценочной деятельности.

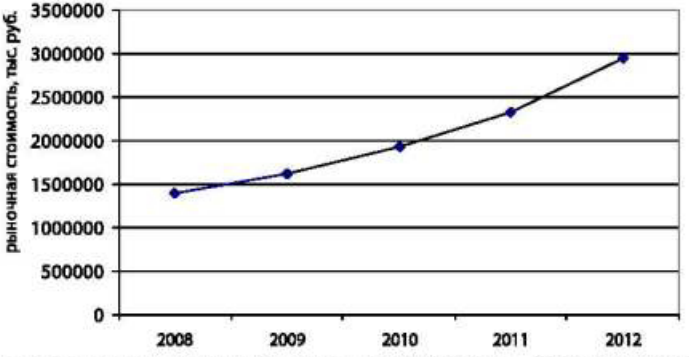

Рис. 3. *Динамика роста рыночной стоимости ООО УМК «Гумори — СИЗ» (в ценах 2008 г.)*

Рыночная стоимость ООО УМК « Пумори — СИЗ» затратным методами представлена на рис. 3.

Рыночная стоимость компании доходным методом (MV_k) установлена на уровне 1282919 тыс. руб.

Оценка рыночной стоимости компании затратным и доходным методами показала сходимость результатов в пределах возможной ошибки (менее 10%), что свидетельствует о корректности предложенной методики ее проведения.

Список литературы

1. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов : пер. с англ.; 3-е изд. М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. 1341 с.

2. *Луговцов А. В.* Формирование и развитие технопарков как инновационной формы бизнеса : автореферат дисс. ... канд. экон. наук. Екатеринбург, 2008. 23 с.

3. Оценка бизнеса / под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. М. : Финансы и статистика, 2007

4. Приказ Министерства финансов Российской Федерации от 5 августа 1996 г. №71 и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 5 августа 1996 г. №149.

5. Стандарт российского общества оценщиков «Стоимость действующего предприятия как база оценки». Основные положения СТО РОО 24–01–96. Принят и введен в действие постановлением Правления Российского общества оценщиков 11 сентября 1996 г., протокол № 16, г. Москва.

6. *Хабаров М.* Управление компанией с помощью EVA // Финансовый директор. 2004. №2.