

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА АКЦИОНЕРНОЙ ОРГАНИЗАЦИИ РЕГИОНА

© 2008 Т.А. Садчикова*

Ключевые слова: стоимость капитала, рыночная стоимость, бизнес, доходный подход, затратный подход, сравнительный подход, чистые активы, экономическая добавленная стоимость, отраслевые коэффициенты, метод с учетом требований международных стандартов финансовой отчетности.

Рассмотрены подходы к оценке стоимости капитала акционерного общества: доходный, затратный, сравнительный. Представлены авторские методики с учетом требований международных стандартов финансовой отчетности. На основании изучения особенностей финансирования региональных акционерных организаций, практики управления капиталом в них, развития финансового рынка методы оценки стоимости капитала адаптированы к условиям функционирования региональных акционерных обществ.

В современных условиях, когда происходит концентрация капитала, растет число сделок по слиянию и поглощению организаций, особый интерес представляет стоимостной подход к сущности капитала акционерной организации (АО). Под капиталом АО следует понимать как стоимость, авансированную в бизнес, оуществвленную в капитале, обеспечивающую его функционирование и способную приносить доход (и/или создавать предпосылки для его получения). Считается, что в теоретическом плане лучшим измерителем капитала является показатель, устанавливаемый в строгом соответствии с теоретическим понятием, в связи с чем вопрос оценки его стоимости приобретает особую актуальность.

В международной и российской теории и практике различают следующие подходы к оценке рыночной стоимости капитала, представленные совокупностью различных методов (см. рисунок).

Доходный подход - определение стоимости капитала путем дисконтирования или капитализации одного из видов доходов, влияющих на величину его стоимости по ставке, отражающей среднерыночную доходность альтернативных организаций.

Имущественный (затратный) подход (подход на основе активов) основан на поэлементной оценке активов и обязательств организации, т. е. того имущества, которым она владеет. В его основе лежит метод чистых

активов. Основная идея данного метода заключается в перестройке бухгалтерского баланса в экономический оценочный баланс.

Следует отметить, что затратный подход отражает ранее понесенные затраты на создание актива или обязательства и не учитывает будущих потоков, генерируемых этими активами и обязательствами.

Новым подходом в оценке стоимости капитала является теорема В. Галасюка - G1B (концепция условно-денежных потоков): "Стоимость бизнеса определяется его моментальной стоимостью (стоимость, определенная методом чистых активов) и ожиданиями по поводу изменения его моментальной стоимости в будущем". Главная задача этого подхода - преодолеть неопределенность в ожиданиях доходности бизнеса. Поэтому автор теоремы G1B делает основной акцент на имущественный подход, предлагая при этом корректировать стоимость на ожидания доходности имущества организации¹. Такой подход, в отличие от затратного, в большей степени отражает рыночную ситуацию.

Сравнительный подход ориентирован на анализ спроса и предложения, сложившихся на рынке относительно акций оцениваемой организации и также, как и затратный, не учитывает перспектив объекта оценки.

Реально оценить состояние капитала можно только в процессе функционирования организации². Следует подчеркнуть, что неразвитость регионального рынка ценных бу-

* Садчикова Татьяна Александровна, аспирант Северо-Кавказского государственного технического университета, г. Ставрополь.

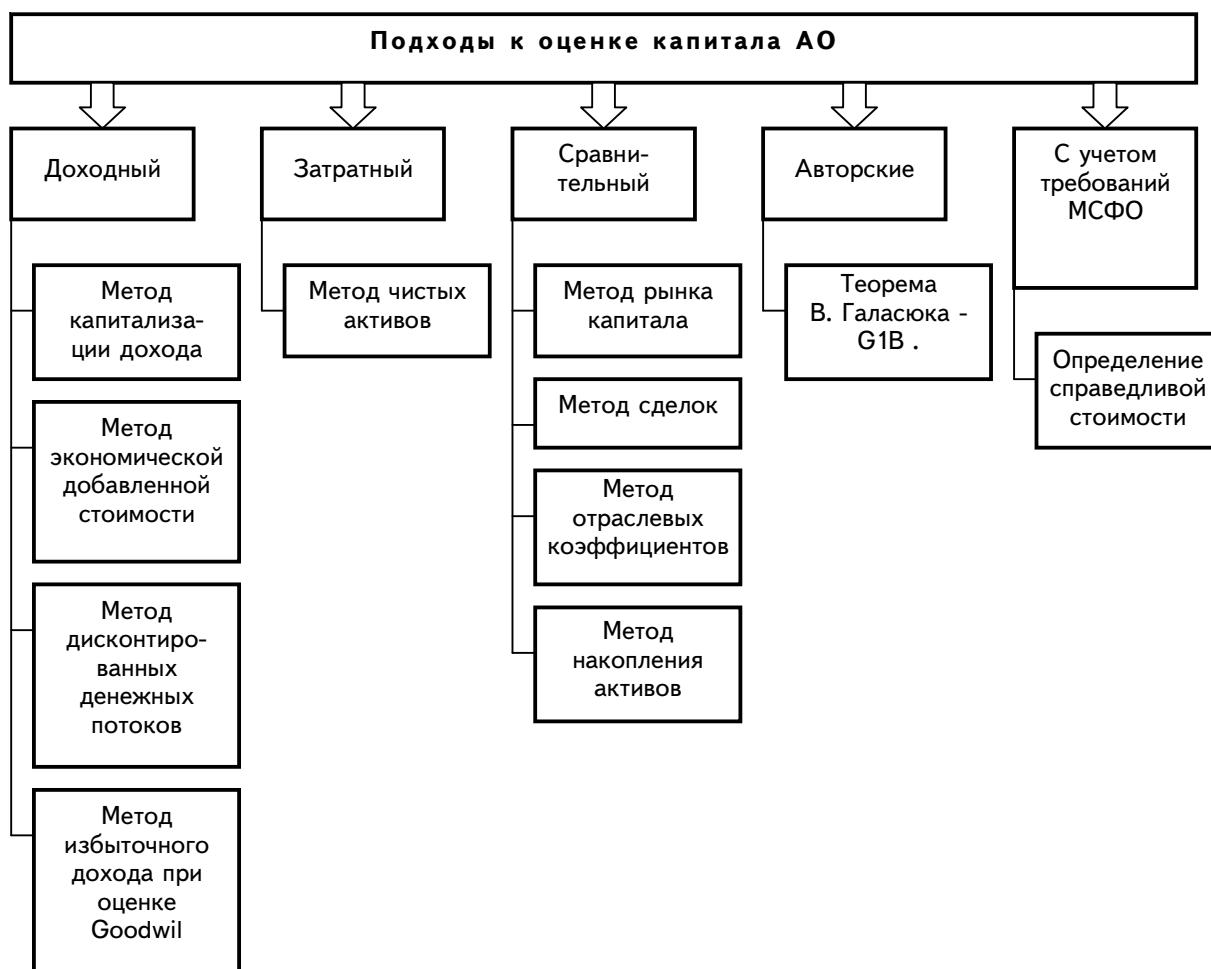


Рис. Классификация подходов к оценке стоимости капитала акционерного общества

маг создают трудности в определении стоимости собственного капитала, и поэтому возникает необходимость адаптации существующих методов оценки к региональным условиям.

Оценка проводится по отдельным АО региона.

ОАО «Невинномысский Азот» - крупнейшее химическое предприятие РФ и ведущее Южного Федерального округа, входит в состав корпоративной структуры ОАО минерально-химическая компания (МХК) «ЕвроХим» - вертикальная интеграция (г. Москва). Акции общества включены в систему RTS Board, что не предусматривает публичного обращения на торгах фондовой биржи.

ОАО «Пятигорсксельмаш» - крупнейший в стране производитель машин для сельского хозяйства. С 2006 года входит в состав концерна ОАО «Концерн Энергомаш».

Обыкновенные именные акции исследуемых организаций не допущены к обращению организатором торговли на рынке ценных бумаг.

ЗАО «Хлебозавод 3» - пищевая промышленность (производство хлебобулочных и мучных кондитерских изделий).

К оценке стоимости капитала АО Ставропольского края применимы только следующие методы.

В рамках затратного (имущественного) подхода важное значение имеет метод чистых активов. Согласно Приказу Министерства финансов и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 29.01.2003 г. № 10н/03-6/пз «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ» под стоимостью чистых активов АО понимается величина, определяемая путем вычитания из суммы активов АО, суммы его пассивов, принимаемых к расчету³.

Так, в ОАО «Невинномысский Азот» в течение исследуемого периода отмечается поступательный рост чистых активов на 148 265 599 тыс. руб. (18 705 824 - 3 879 225), или более чем в 4 раза (табл. 1).

У ОАО «Пятигорсксельмаш» в течение семи лет существенное снижение их величин

Таблица 1

Значения показателя чистых активов региональных АО, тыс. руб.

Год	ОАО "Невинномысский Азот"	ОАО "Пятигорксельмаш"	ЗАО "Хлебозавод 3"
2001	3 879 225	181 831	16 166
2002	5 546 864	182 469	18 237
2003	5 771 184	169 245	11 321
2004	7 216 963	177 661	13 826
2005	10 866 182	136 517	33 089
2006	13 683 206	116 527	34 652
2007	18 705 824	1354	31 976

ны приходится на 2007 г., что по сравнению с 2006 г. составляет 115 173 тыс. руб. (1354 - 116 527), а с 2001 г. 180 477 тыс. руб. (1354 - 181 831).

По ЗАО "Хлебозавод 3" увеличение на 15 810 тыс. руб. (31 976 - 16 166), однако в течение ретроспективного периода снижение с 18 237 тыс. руб. в 2002 г. до 11 321 тыс. руб. в 2003 г. Т. е. наилучшие показатели стоимости бизнеса по этому методу имеет ОАО "Невинномысский Азот".

Среди методов доходного подхода для оценки стоимости АО региона особый интерес представляет метод экономической добавленной стоимости капитала компании Stern Stewart & Co:

$$EVA = (r - WACC) \cdot K, \quad (1)$$

где r - внутренняя норма отдачи капитала; $WACC$ - стоимость капитала.

В свою очередь,

$$WACC = \sum Ki \cdot di, \quad (2)$$

где Ki - стоимость i -го источника средств; di - доля i -го источника средств в общей сумме.

Средневзвешенная цена капитала показывает минимальный возврат средств организации на вложенный в деятельность капитал или его рентабельность. То есть отражает уровень риска, соответствующего бизнесу организации, поэтому ее значение можно использовать в качестве нормы дисконта.

Если разрыв положителен, то отдача на капитал превышает его альтернативные издержки, в результате - возрастает стоимость капитала, вложенного в данный бизнес, что также свидетельствует о выигрышном положении оцениваемой организации по сравнению с другими, обслуживающими рынок финансовых услуг, и наоборот. Кроме того, показатель добавленной стоимости можно использовать для оценки качества принимаемых решений. Следует отметить, что через показате

ль средневзвешенной стоимости капитала опосредуется связь между структурой капитала и рыночной стоимостью организации.

При управлении стоимостью капитала одной из приоритетных задач становится ее оптимизации путем замещения дорогих финансовых ресурсов более дешевыми. Для исследуемых организаций величина собственного капитала - бесплатный источник, поскольку они не платили дивиденды в течение исследуемого периода. Платным источником являются долгосрочные и краткосрочные кредиты и займы.

Для ОАО "Невинномысский Азот" в 2003-2007 гг. платным источником станет кредиторская задолженность, поскольку имеется просроченная. В этом случае стоимость кредиторской задолженности определяется по формуле

$$Ц_{кз} = TI / ПКЗ. \quad (3)$$

где TI - транзакционные издержки в виде штрафов и пени за просроченную кредиторскую задолженность, руб.; $ПКЗ$ - просроченная кредиторская задолженность, руб.

Соответственно:

$$2003 \text{ г. } Ц_{кз} = 6982 / 28799 = 0,242 \text{ ед.}$$

$$2004 \text{ г. } Ц_{кз} = 5301 / 61930 = 0,086 \text{ ед.}$$

$$2005 \text{ г. } Ц_{кз} = 4388 / 41250 = 0,106 \text{ ед.}$$

$$2006 \text{ г. } Ц_{кз} = 2853 / 30283 = 0,094 \text{ ед.}$$

$$2007 \text{ г. } Ц_{кз} = 972 / 5210 = 0,187 \text{ ед.}$$

Произведенные расчеты позволяют констатировать, что увеличение доли заемного капитала в структуре повышает стоимость компаний. Для ОАО "Невинномысский Азот" это было характерно в 2003 году (40,0 %), ОАО "Пятигорксельмаш" (99,6 %) и ЗАО "Хлебозавод 3" (66,5 %) в 2007 году. Причем с 2003 года увеличение стоимости капитала у ОАО "Невинномысский Азот" объясняется и наличием просроченной кредиторской задолженности.

По значениям средневзвешенной стоимости капитала следует констатировать, что наибольшему риску подвержен бизнес ОАО "Пятигорсксельмаш", далее следует ЗАО "Хлебозавод 3", ОАО "Невинномысский Азот" (табл. 2).

финансового состояния учредителей АО. Так, при его исследовании необходимо изучить структуру их капитала и удостовериться, что его составляющие, а именно прибыль и взносы учредителей и третьих лиц, действительно были получены, соответствуют виду дея-

Таблица 2

Значения средневзвешенной стоимости капитала АО региона, %

Год	ОАО "Невинномысский Азот"	ОАО "Пятигорсксельмаш"	ЗАО "Хлебозавод 3"
2001	0,5	1,4	0,5
2002	2,9	4,7	-
2003	3,0	0,3	1,4
2004	1,8	0,3	-
2005	2,1	0,2	0,6
2006	2,1	0,4	0,7
2007	1,8	3,4	2,7

Результаты расчетов свидетельствуют, что бизнес ОАО "Невинномысский Азот", начиная с 2004 года, регулярно создает стоимость, по ОАО "Пятигорсксельмаш" значения показателей вызывают опасения, а бизнес ЗАО "Хлебозавод 3" в 2007 году не создал стоимости (табл. 3).

тельности коммерческой организации и не обременены никакими обязательствами. Важное значение имеет вопрос текущей и будущей стабильности капитала. При необходимости можно провести анализ деятельности учредителей АО на предмет выяснения экономической сути средств, внесенных после-

Таблица 3

Значения стоимости капитала АО региона по методу экономической добавленной стоимости, млн. руб.

Год	ОАО "Невинномысский Азот"	ОАО "Пятигорсксельмаш"	ЗАО "Хлебозавод 3"
2001	+33629	+ 88	+ 471
2002	- 58730	- 1258	+ 419
2003	- 24061	- 1550	- 571
2004	+103751	- 83	+ 497
2005	+ 327830	+ 59	+ 2020
2006	+ 240103	- 6276	+ 938
2007	+ 462763	- 2147	- 57

В рамках доходного подхода особое значение придается оценке миноритарных долей собственности. ФЗ РФ от 29.07. 1998 г. "Об оценочной деятельности в Российской Федерации" определяет необходимость оценки права собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества⁴.

В российских условиях необходимо оценивать финансовое положение приобретателя, что будет способствовать капитализации за счет реальных, а не "фиктивных" инвестиций и содействовать повышению открытости прав собственности на уставные капиталы АО.

Как правило, выявление таких схем может происходить путем детального анализа

дними в капитал его учредителей. Анализ финансового положения акционеров АО является одним из эффективных подходов к управлению его капиталом. Все вышеизложенное вызывает необходимость разработки методики оценки финансового положения учредителей АО.

Переход российских организаций на МСФО обуславливает необходимость отражения всех активов предприятия по их рыночной стоимости. По российским стандартам бухгалтерского учета в бухгалтерской отчетности несопоставимы величины собственного и заемного капиталов. Заемный капитал оценивают в ценах, приближенных к рыночным, а собственный отражается по ценам ниже рыночных. То есть в связи с зани-

женной оценкой величины собственного капитала АО его стоимость искусственно завышается. Для обеспечения сопоставимости расчетов стоимости собственного капитала величина его собственной части должна выражаться в текущей рыночной оценке.

Данный подход находит поддержку и со стороны органов государственного управления, что отражается в методических рекомендациях по разработке финансовой политики организации, утвержденных Приказом Министерства экономики РФ от 01. 10. 1997 г. № 118 "Об утверждении методических рекомендаций по реформе предприятий (организаций)", где отмечается, что рыночная оценка увеличит размер уставного капитала АО, и тем самым существенно повысит обеспечение минимальной гарантии удовлетворения возможных требований кредиторов, что, в свою очередь, станет залогом устойчивых взаимоотношений между организациями⁵.

Для осуществления рыночной оценки собственного капитала можно использовать метод инфлирования (по МСФО 29 "Финансовая отчетность в условиях гиперинфляции"). Его суть заключается в корректировании неденежных статей (уставный капитал, накопле-

где $УК$ - уставный капитал организации, тыс. руб.; P - резервы, тыс. руб.; $ЧП$ - чистая прибыль и сформированные из нее фонды, тыс. руб.; $ДК$ - добавочный капитал, тыс. руб.; $I_{инфл}$ - индекс инфлирования (по данным Федеральной службы государственной статистики РФ).

Расчеты проводятся за 2007 год.

ОАО "Невинномысский Азот": $(3436 + 515 + 14\ 517\ 225 + 4\ 184\ 259) \cdot 1,027 = 19\ 210\ 481$ тыс. руб.

ОАО "Пятигорсксельмаш": $(912 + 46 + (-34\ 592) + 34\ 988) \cdot 1,027 = 1391$ тыс. руб.

ЗАО "Хлебозавод 3": $(4013 + 201 + 27\ 762) \cdot 1,027 = 32\ 839$ тыс. руб.

Для определения степени влияния уровня инфляции на капитал рассчитывается величина монетарных убытков от инфляционного обесценения (табл. 4, 5).

Результаты расчетов свидетельствуют, что уровень инфляции существенно влияет на величину капитала.

Проведение оценки капитала с использованием приемов инфлирования повысит ее адекватность для всех участников рынка. У пользователей и инвесторов появится возможность оценить надежность АО, а сама организация сможет учесть реальную защищен-

Таблица 4

Сравнение балансовой и рыночной стоимости собственного капитала АО региона, тыс. руб.

Показатели	ОАО "Невинномысский Азот"	ОАО "Пятигорсксельмаш"	ЗАО "Хлебозавод 3"
1. Балансовая стоимость собственного капитала	18 705 435	1354	31 976
2. Стоимость с учетом приемов рыночной оценки	19 210 481	1391	32 839
3. Монетарные убытки	- 505 046	- 37	- 863

Таблица 5

Значения стоимости капитала АО региона, рассчитанной с применением МСФО

АО	Значения, млн. руб.
1. ОАО "Невинномысский Азот"	22647
2. ОАО "Пятигорсксельмаш"	383
3. ЗАО "Хлебозавод 3"	96

ния в фондах, эмиссионный доход, нераспределенная прибыль прошлых лет, прибыль текущего года) собственного капитала на прогнозируемый социологическими и правительственными органами индекс инфлирования⁶.

Инфлирование величины собственного капитала (K_u) осуществляется по формуле

$$K_u = (УК + P + ЧП + ДК) \cdot I_{инфл}, \quad (4)$$

ность от риска банкротства. Особую актуальность эта оценка приобретает в условиях повышения уровня рыночной дисциплины. Механизм данной оценки должен отражаться в документе "Политика управления финансовыми ресурсами организации". Рыночная оценка собственного капитала может входить в качестве составного элемента в программу мероприятий, направленную на предупреждение банкротства и стабилизацию финансового положения организации.

В рамках сравнительного подхода, для региональных АО наиболее приемлем метод отраслевых коэффициентов. Основным требованием, которым должны отвечать коэффициенты сравнения, являются: сочетаемость,

Таблица 6

**Определение стоимости капитала АО региона
методом сравнения в 2007 г.**

Виды деятельности и организации	Значения показателей				
	ROE, %	Кф, ед.	Кп, %	М, ед.	Кд, %
Химическая и нефтехимическая промышленность	76,8	101,174	7,9	1,318	31,8
ОАО "Невинномысский Азот"	26,8	5444,0	2,1	1,184	18,4
Машиностроение	-14,5	1,443	55,3	3,254	225,4
ОАО "Пятигорксельмаш"	-626,2	1,485	89,3	283,2	28 219,9
Пищевая промышленность (производство хлебобулочных и мучных кондитерских изделий)	75,5	25,480	5,0	2,079	107,9
ЗАО "Хлебозавод 3"	6,2	7,698	33,5	2,987	198,7

сопоставимость между собой по размерности и направленности. Этот метод в дополнение к вышерассмотренным будет иметь вспомогательный характер.

Для сравнения выбираем показатели, характеризующие уровень капитализации АО, и таким образом, удовлетворяющие понятию стоимости:

ROE - рентабельность собственного капитала;

Кф - коэффициент фондовой капитализации;

Кп - коэффициент постоянного капитала (доля акционерного капитала и долгосрочных кредитов и займов в общем объеме капитала);

М - мультипликатор капитала;

Кд - коэффициент долга.

Система показателей сводится в табл. 6.

Проведенные расчеты свидетельствуют, что ОАО "Невинномысский Азот" по всем коэффициентам сравнения осуществляет менее рискованную политику формирования стоимости капитала, чем в целом в химической и нефтехимической промышленности, и таким образом, упускает возможность ее увеличения. Бизнес ОАО "Пятигорксельмаш", напротив, рискован для акционеров, инвесторов и кредиторов организации. ЗАО "Хлебозавод 3" уступает своей отрасли по таким показателям, как: *ROE*, коэффициент фондовой капитализации, коэффициент долга, и в результате также не использует возможность ее роста.

Следует отметить, что рассмотренные методы статичны во времени, при составлении прогнозов целесообразно применение метода дисконтированных денежных потоков.

Таблица 7

Результаты оценки стоимости капитала АО региона

Подходы (методы)	Стоимость капитала, млн. руб.	Весовой коэффициент	Согласованная стоимость, млн. руб.
ОАО "Невинномысский Азот"			
1. Затратный (чистых активов)	18 706	0,1	1871
2. Доходный (добавленная экономическая стоимость)	+ 462 763	0,4	185 105
3. С учетом требований МСФО	22 647	0,5	11 324
4. Итого		1	198 300
ОАО "Пятигорксельмаш"			
1. Затратный (чистых активов), млн. руб.	1,4	0,1	0,14
2. Доходный (добавленная экономическая стоимость)	- 2147	0,4	- 859
3. С учетом требований МСФО	383	0,5	192
4. Итого		1	- 667
ЗАО "Хлебозавод 3"			
1. Затратный (чистых активов)	32	0,1	3,2
2. Доходный (добавленная экономическая стоимость)	- 57	0,4	- 23
3. С учетом требований МСФО	96	0,5	48
4. Итого		1	28

На основании вышеизложенного следует заключить, что полученные показатели по каждому методу различаются, что, в первую очередь, обусловлено различным объемом исходных данных. Поэтому необходимо согласовать результаты оценки, что на практике достигается с помощью математического взвешивания.

Математическое взвешивание предполагает, что значимость каждого из используемых при оценке стоимости методов оценивается экспертным путем, т. е. определяется значение коэффициента значимости. По результатам обработки рассчитывается математическая величина, характеризующая удельный вес каждого метода в конечной величине стоимости. Полученная при использовании того или иного метода стоимость умножается на рассчитанное значение коэффициента значимости. Итоговое значение стоимости определяется как средневзвешенная величина всех значений стоимости, полученных разными методами (табл. 7).

Для стоимости капитала АО региона, учитывая значимость рыночной оценки, наибольший удельный вес присваивается методу с использованием элементов рыночной оценки - 0,5, далее, исходя из экономической сущности капитала следует метод экономической добавленной стоимости - 0,4, а метод чистых активов получает значимость - 0,1.

По проведенным расчетам стоимость капитала ОАО "Невинномысский Азот" составит 198 300 млн. руб., ЗАО "Хлебозавод 3" - 28 млн. руб., ОАО "Пятигорсксельмаш" должно создавать стоимость.

Таким образом, адаптированы методы оценки стоимости капитала к условиям функционирования региональных АО.

¹ Официальный сайт ЗАО ПрайсвотерхаусКуперс Аудит, ФБК, Агроконсалтинг и АССА [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.accountingreform.ru>.

² *Старикова Т.А.* Система управления финансовыми ресурсами в акционерных обществах // Вестн. Самар. гос. экон. ун-та. Самара, 2008. № 2 (40).

³ Приказ Министерства финансов и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг "Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ" П № 10н и № 03-6/пз от 29 января 2003 г.

⁴ Закон РФ "Об оценочной деятельности в РФ" ФЗ № 135 от 29 июля 2008 г.

⁵ Приказ Министерства экономики РФ "Об утверждении методических рекомендаций по реформе предприятий (организаций)" П № 118 от 1 октября 1997 г.

⁶ *Гукова А.В., Егоров А.Ю.* Инвестиционный капитал предприятия / Под общ. ред. А. Ю. Егорова. М., 2006. 276 с.