

РАЗРАБОТКА МЕТОДИКИ РАСЧЕТА СТОИМОСТИ ГУДВИЛЛА ПРЕДПРИЯТИЯ КАК ЭКОНОМИЧЕСКОГО СУБЪЕКТА НА ОСНОВЕ ПРИМЕНЕНИЯ МОДЕЛИ СТАТИСТИЧЕСКОГО ПРОГНОЗА ВЫРУЧКИ

© 2008 С.В. Марков*

Ключевые слова: гудвилл, деловая репутация, неосязаемые активы, чистые активы, капитализация, сверхприбыль, сверхстоимость, выручка, регрессионная модель, ставка дисконтирования.

Рассматривается проблематика стоимостной оценки деловой репутации (гудвилла) компании, проводится анализ классических подходов к оценке и предлагается новая методика расчета стоимости гудвилла на основании статистического прогноза выручки предприятия (на примере компаний черной металлургии РФ).

В современных условиях динамично развивающейся мировой экономики все большее распространение приобретают сделки М&А (Mergers & Acquisitions - слияния и поглощения активов), происходящие в большинстве отраслей народного хозяйства. Постепенно популярность такого рода мероприятий возрастает и в России. Так, в 2006 году было зафиксировано 344 сделки М&А с участием

российских компаний. Общая сумма всех сделок составила около 42,28 млрд. долл.¹ По сравнению с 2005 годом количество сделок выросло на 26%, а их сумма - на 30,1%. В 2007 году рост сегмента М&А продолжился. По итогам 2007 года количество сделок превысило результаты 2006 года на 28%, а общая сумма сделок превзошла уровень предыдущего года более чем в 2,8 раза.

Таблица 1

**Данные по сделкам М&А с участием российских компаний
с 2004 по 2007 гг., млн. долл.***

Отрасль	Итоги за 2004 г.		Итоги за 2005 г.		Итоги за 2006 г.		Итоги за 2007 г.	
	Число сделок	Сумма	Число сделок	Сумма	Число сделок	Сумма	Число сделок	Сумма
Добыча полезных ископаемых	11	933	8	2 538	10	1675	25	9849
Машиностроение	19	538	25	1 222	20	511	32	2725
Металлургия	16	1 052	16	1 555	20	15 866	22	6169
Нефтегазовая	23	14081	22	17438	26	8381	45	45 683
Пищевая	23	821	37	1 452	36	1254	50	4425
Связь	22	1 763	19	735	27	2009	30	7468
СМИ	7	154	9	322	23	1293	18	2049
Страхование	4	42	6	145	5	127	10	2642
Строительство	9	144	14	1 537	14	568	24	2003
Торговля	13	358	27	630	39	2698	41	4688
Транспорт	22	653	4	225	14	928	19	1660
Услуги	6	143	10	580	26	1580	40	2494
Финансы	21	1 023	22	1 367	32	2531	43	4491
Химическая	10	410	15	1 107	9	284	20	4347
Электроэнергетика	1	70	2	173	3	473	23	18300
Итого	238	22 863	273	32 482	344	42 277	442	118 993

* Источник: Слияния и поглощения [Электронный ресурс]: Электрон. журн. Режим доступа: <http://www.ma-journal.ru/statma/>.

* Марков Сергей Васильевич, аспирант Государственного технологического университета "Московский институт стали и сплавов".

Российская металлургия до наступления глобального экономического кризиса являлась одной из наиболее привлекательных отраслей для осуществления сделок по слиянию и поглощению активов. В 2006 году общая сумма по 20 сделкам с участием российских металлургических активов превысила 15,8 млрд. долл., что являлось наиболее значительным показателем среди всех отраслей. В 2007 году металлургия сохранила одну из лидирующих позиций среди отраслей промышленности, заняв по объему сделок по слиянию и поглощению 4-е место (более подробная информация представлена в табл. 1).

В 2006 году потенциал российского рынка M&A оценивался в 100 млрд. долл., но объем реально заключенных сделок не превысил психологическую отметку в 50 млрд. долл.² Однако уже к концу осени 2007 барьер в 100 млрд. долл. российским рынком был преодолен, и по итогам года сумма сделок составила более 118,99 млрд. долл. США.

Естественно, по результатам 2008 года потенциал российского рынка M&A будет значительно ниже в связи с нестабильной экономической ситуацией.

Несмотря на замедление экономического роста, наибольшую актуальность до сих пор имеет вопрос достоверной оценки стоимости приобретаемых активов. При этом основную трудность в процессе оценки составляет выявление объемов, так называемых неосязаемых (нематериальных) активов фирмы, среди которых одним из наиболее важных и значимых с экономической точки зрения является деловая репутация - гудвилл³.

Проблема стоимостной оценки деловой репутации возникла в мировой экономической практике довольно давно, на этапе зарождения операций с участием экономических активов. Как только объектом сделки начали выступать целые предприятия, появилась необходимость оценки стоимости деловой репутации экономического субъекта. Уже тогда стало очевидным, что целый набор неосязаемых характеристик фирмы (таких как добросовестность, честность в глазах партнеров и покупателей, доверие потребителей, квалифицированный персонал, знания и талант топ-менеджеров) может иметь значительную добавленную стоимость, что, соответственно, положительно влияет на стоимость всей компании.

Весь комплекс этих характеристик принято называть *гудвиллом* (или, как было указано выше, деловой репутацией) и оценивать их стоимость при осуществлении сделки.

Практика оценки неосязаемых активов за длительный период становления экономических отношений в Европе и Америке претерпела множество изменений. В результате, на современном этапе развития данной области знаний, отечественная экономическая наука и практика имеют небольшое количество методик расчета и оценки гудвилла, большинство из которых может быть весьма ограничено применимо в силу ряда специфических особенностей⁴.

В настоящий момент самым очевидным способом оценки гудвилла принято считать метод расчета стоимости гудвилла как разницы между рыночной стоимостью компании (ее капитализацией, рассчитанной на основе стоимости обыкновенных акций, обращающихся на торговых площадках), и рыночной стоимостью чистых активов фирмы.

Этот метод является официальным и регламентируется российским Положением по бухгалтерскому учету "Учет нематериальных активов" ПБУ 14/2007, выступая по сути основным способом определения величины гудвилла (сверхстоимости предприятия) при осуществлении сделок купли/продажи или слияния активов.

Среди основных недостатков этого метода можно выделить следующие:

♦ определение рыночной стоимости организации, как целостного имущественного комплекса, может представлять довольно сложную задачу для непубличных компаний, акции которых не размещены на биржах, т.к. расчет капитализации в этом случае затруднен. Таким образом, реализация этой методики на практике требует проведения процедуры оценки всего бизнеса и, соответственно, дополнительных расходов;

♦ метод является косвенным, так как позволяет осуществить расчет стоимости гудвилла только после определения фактической стоимости организации. До осуществления сделки купли/продажи или слияния этот метод практически не применим.

Более доступной и удобной в применении является методика оценки гудвилла с помощью метода дисконтирования сверхпри-

были. Научной основой для применения подобной методики служит теория о том, что положительная деловая репутация помогает компании получать дополнительную прибыль или *сверхприбыль*. Наиболее детально классический метод сверхприбылей изложен в работе Б. Коласса⁵.

Автор полагает, что гудвилл как стоимость нематериальных активов бизнеса - это дисконтированная стоимость ряда сверхприбылей, которые были получены за счет этих активов. Гудвилл может быть рассчитан по формуле

$$GW = \frac{ЧП - t \cdot A}{a}, \quad (1)$$

где *GW* - сумма гудвилла; *ЧП* - среднегодовая сумма чистой прибыли предприятия; *A* - среднегодовая стоимость активов предприятия; *t* - среднеотраслевая норма рентабельности активов; *a* - ставка дисконтирования.

Как и другие способы расчета гудвилла, данный метод несовершенен. Среди основных его недостатков можно отметить отсутствие однозначности при расчете сверхприбыли, т.к. использование среднеотраслевой нормы рентабельности позволяет получить лишь весьма приблизительный результат сверхприбыли определенного предприятия.

Однако при этом важно отметить, что совершенствование способа расчета сверхприбыли для условий конкретной отрасли может значительно повысить эффективность использования описанного метода.

Попытка модифицировать классический метод сверхприбылей была предпринята в работе⁶. В качестве основной идеи для оценки сверхприбыли в статье использовалась методика прогнозирования прибыли предприятия с использованием структуры активов компании (с учетом специфики отрасли черной металлургии России).

Как показал проведенный статистический анализ, показатель *объем выручки предприятия* имеет достаточно устойчивую связь со структурой активов конкретного металлургического предприятия. Т.е. со статистической точки зрения, результат прогноза выручки на основании структуры баланса предприятия будет иметь наибольшую достоверность.

Обработка данных бухгалтерской отчетности 33 предприятий черной металлургии России за восьмилетний период (с 1999 по 2006 гг.)⁷ дала основания для разработки регрессионной модели, показывающей зависимость размера выручки предприятия от объема и структуры его активов. В результате расчета была получена следующая регрессионная модель:

$$Y = 0,542 \cdot x_1 + 1,01 \cdot x_2 + 0,869 \cdot x_3 + 3,577 \cdot x_4 + 5,34 \cdot x_5 + 0,474 \cdot x_6, \quad (2)$$

где *Y* - объем выручки предприятия по итогам года; *x1* - сумма по строке *Деньги* в Форме № 1 бухгалтерской отчетности по итогам года; *x2* - сумма по строке *Краткосрочные финансовые вложения* в Форме № 1 бухгалтерской отчетности по итогам года; *x3* - сумма по строке *Дебиторская задолженность* в Форме № 1 бухгалтерской отчетности по итогам года; *x4* - сумма по строке *Запасы* в Форме № 1 бухгалтерской отчетности по итогам года; *x5* - сумма по строке *Прочие оборотные средства* в Форме № 1 бухгалтерской отчетности по итогам года; *x6* - сумма по строке *Основные средства* в Форме № 1 бухгалтерской отчетности по итогам года.

Свойства данной регрессионной модели представлены в табл. 2.

Как видно из рис. 1, показатель выручки, рассчитанный с использованием регрессионной модели, повторяет динамику фактического значения выручки, взятого из Формы № 2 бухгалтерской отчетности металлургических комбинатов.

Таблица 2

Свойства регрессионной модели (2)

Показатель	Значение
Объем исходной выборки	215
Коэффициент корреляции	0,9827
Коэффициент детерминации	0,9657
t-критерии для переменных, входящих в модель	x1 - 3,578
	x2 - 10,239
	x3 - 3,315
	x4 - 10,972
	x5 - 7,388
	x6 - 3,936



Рис. 1. Сопоставление значений фактической выручки и значений выручки, рассчитанной с использованием регрессионной модели (2) для крупнейших комбинатов черной металлургии России

Фактически значение, полученное при расчете с использованием разработанной модели, отражает среднюю величину выручки, которую при прочих равных условиях может получить металлургическое предприятие, обладающее заданной структурой и объемом оборотных и внеоборотных активов.

Уточним экономический смысл соотношения (2). Разделим его левую и правую часть на сумму активов. Тогда в левой его части будет стоять оборачиваемость активов (обороты/год), а в правой части вместо переменных X_i - доля соответствующего вида актива в валюте баланса. Таким образом, экономическая природа соотношения (2) и высокая степень его статистической надежности определяется жесткой зависимостью оборачиваемости суммы активов от их структуры.

Далее перейдем к рассмотрению сверхприбыли предприятия, получаемой компанией за счет дополнительных неосязаемых активов (т.е. за счет деловой репутации, или гудвилла).

$$\begin{aligned} \text{Сверхприбыль} &= P^{\text{факт}} - P^{\text{ожид}} = \\ &= (Vr^{\text{факт}} - C^{\text{факт}}) - (Vr^{\text{ожид}} - C^{\text{ожид}}) = \\ &= (Vr^{\text{факт}} - Vr^{\text{ожид}}) - (C^{\text{факт}} - C^{\text{ожид}}), \end{aligned} \quad (3)$$

где $P^{\text{факт}}$ - фактическое значение прибыли, полученной предприятием; $P^{\text{ожид}}$ - ожидаемое значение прибыли, которое предприятие может получить в условиях данной отрасли, используя все свои осязаемые активы; $Vr^{\text{факт}}$ - фактическое значение выручки, полученной предприятием;

$Vr^{\text{ожид}}$ - ожидаемое значение выручки, которое предприятие может получить в условиях данной отрасли, используя все свои осязаемые активы; $C^{\text{факт}}$ - фактическое значение себестоимости продукции, произведенной предприятием; $C^{\text{ожид}}$ - ожидаемое значение себестоимости предприятия, полученное на основе средневзвешенного уровня затрат на рубль выручки в технологической группе, с учетом масштабности конкретного предприятия.

Примечание: Расчет $C^{\text{ожид}}$ производится следующим образом: фактическая выручка предприятия умножается на средневзвешенное значение уровня затрат, приходящихся на 1 руб. выручки:

$$C^{\text{ожид}} = Vr^{\text{факт}} \cdot Z^{\text{ср}}, \quad (4)$$

Из чего следует:

$$C^{\text{ожид}} = Vr^{\text{факт}} \cdot \frac{\sum_{i=1}^n C_i^{\text{факт}}}{\sum_{i=1}^n Vr_i^{\text{факт}}}, \quad (5)$$

где $Vr^{\text{факт}}$ - фактическое значение выручки, полученной предприятием; $C^{\text{ожид}}$ - средневзвешенное значение себестоимости; $Z^{\text{ср}}$ - средневзвешенное значение затрат, приходящихся на 1 руб. выручки для данной технологической группы. Рассчитывается как отношение суммарной

себестоимости, произведенной предприятиями группы, к суммарной выручке всех компаний, входящих в рассматриваемую группу, т.е.

$$Z_{cp} = \frac{\sum_{i=1}^n C_i^{факт}}{\sum_{i=1}^n Bp_i^{факт}}$$

Значение сверхприбыли, используемое в качестве числителя формулы (1), может быть получено на основе использования модели (2), отражающей преимущество компаний перед конкурентами за счет более высокой квалификации ее персонала в области управления оборачиваемостью активов, более низкими затратами на производство и реализацию продукции, а также в использовании ею более современного оборудования и технологий.

Очевидно, что, обладая заданной суммой тех или иных видов активов, предприятие, находясь в условно равных конкурентных условиях с другими участниками металлургического рынка, может получить значение выручки, рассчитанное по модели (2). Тогда превышение этого значения фактической выручкой и будет т.н. сверхприбылью, которая могла быть получена за счет неосязаемых преимуществ компании перед конкурентами.

Вторым ключевым моментом при использовании модифицированного метода избыточных прибылей является вопрос определения ставки дисконтирования, используемой для капитализации величины сверхприбыли в сверхстоимость. Логичнее всего для этой цели использовать некую среднюю величину рентабельности активов в отрасли, так как считая гудвилл активом, мы подразумеваем, что он, с равной эффективностью способен

приносить прибыль. Однако крайне высокая степень неоднородности металлургической отрасли России сильно снижает эффективность расчета среднеотраслевой ставки рентабельности. Более осмысленным подходом к данному вопросу представляется расчет средней ставки рентабельности определенных групп предприятий, внутри которых компании сопоставимы по объемам оборота, видам производимой продукции, численности персонала и другим параметрам.

Например, внутри группы предприятий, состоящей из девяти металлургических комбинатов черной металлургии России полного цикла, был проведен расчет среднегодовой ставки рентабельности активов. Результаты расчета приведены в табл. 3.

Проведя процедуру капитализации сверхприбыли с использованием в качестве ставки дисконтирования среднегодовой рентабельности в данной группе металлургических комбинатов России, могут быть получены объемы сверхстоимости конкретного предприятия (или стоимости его деловой репутации) и динамика ее изменения.

Безусловным преимуществом предлагаемой методики является тот факт, что она адаптирована для черной металлургии России, т.е. применяемая модель прогноза выручки учитывает специфику работы предприятий в данной сфере и позволяет с большей адекватностью предсказывать возможное изменение финансовых результатов деятельности компании в результате изменения структуры и суммы активов.

При проведении анализа сверхстоимости металлургической компании, можно сопоставить эффективность ее деятельности с результатами работы конкурентов. Модель-

Таблица 3

Результаты расчета среднегодовой ставки рентабельности активов внутри группы предприятий, состоящей из девяти металлургических комбинатов

Год	Средняя рентабельность активов, %
1999	9,10
2000	14,60
2001	4,69
2002	8,92
2003	18,40
2004	31,75
2005	18,36
2006	19,41
2007	21,73

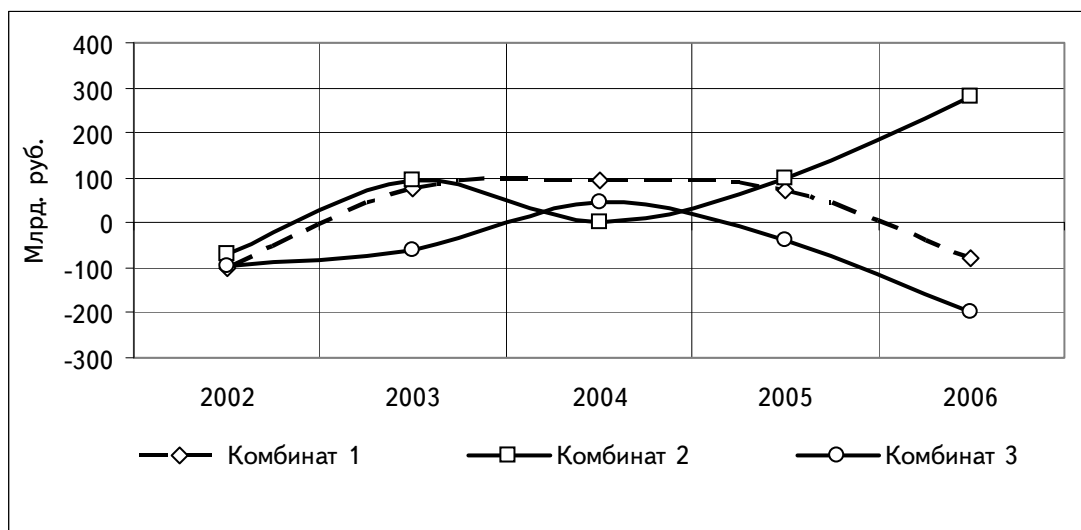


Рис. 2. Динамика сверхстоимости крупных предприятий черной металлургии РФ

ные расчеты величины гудвилла для крупнейших металлургических комбинатов России за рассматриваемый восьмилетний период времени показали, что наиболее благоприятным периодом для роста сверхстоимости были 2002-2003 гг. (рис. 2).

По данным, представленным на рис. 2, можно судить об относительно низкой деловой репутации комбината 3. Исходя из расчета, такой вывод объясняется следующим образом: обладая достаточными активами с благоприятной структурой, предприятие получало заметно меньше выручки, чем должно было получать в нормальных условиях функционирования.

Безусловно, для достижения максимальной точности результата необходимо проводить подробный анализ изменения финансовых потоков и детально исследовать все финансово-экономические показатели. Однако при регулярном мониторинге сверхстоимости расчет с использованием предложенного алгоритма мог бы стать эффективным способом оценки стоимости гудвилла.

К основным преимуществам разработанной методики относятся следующие факторы:

- ◆ простота расчета сверхприбыли на основе модельного прогноза выручки;
- ◆ несложный механизм расчета ставки дисконтирования, по которой происходит капитализация сверхприбыли;
- ◆ непосредственная ориентированность на отрасль черной металлургии России.

Среди недостатков можно отметить необходимость периодического (ежегодного)

уточнения модели, а также невысокую степень учета нестандартных факторов, выходящих за рамки обычной деятельности (инвестиции, крупные займы, изменение рыночной конъюнктуры и т.п.).

Фактически метод капитализации сверхприбыли для определения стоимости неосвоенных активов является традиционным способом расчета гудвилла. Однако много дискуссий ведется именно по поводу оценки самой сверхприбыли. Следует полагать, что применение для этих целей среднеотраслевой ставки рентабельности позволяет получить весьма приблизительное представление о реальных величинах искомого показателя.

Предложенный авторами метод расчета гудвилла компании был разработан специально для условий металлургической отрасли России. Он, со статистической точки зрения учитывает специфику металлургического комплекса России, а также принимает во внимание особенности изменения финансового результата в зависимости от действий, производимых с активами, и эффективного управления затратами предприятия. По мнению авторов, применение такой методики для современных условий черной металлургии РФ позволяет получить достаточно точные величины сверхприбыли, т.е. определить, насколько фактический финансовый результат превышает "нормальную" величину для данного предприятия в текущих условиях ведения бизнеса.

Капитализируя значение сверхприбыли по ставке рентабельности, средней для определенной группы, в которой находится данное

предприятие, экономист получает стоимостную величину активов, обеспечивших получение экстраординарной прибыли. Эта величина, в свою очередь, является стоимостной оценкой деловой репутации (или гудвилла) компании, играющей значительную роль при получении оценки всего предприятия как в ходе проведения сделок слияния и поглощения, так и в любой временной период, когда необходимо рассчитать стоимость указанного нематериального актива.

¹Слияния и поглощения [Электронный ресурс]: Электрон. журн. Режим доступа: <http://www.majournal.ru/statma/>.

² Путилин Д., Браславская М. Итоги 2006

года на рынке М&А: реванш частного бизнеса // Слияния и поглощения. 2007. № 1-2 (47-48).

³Гудвилл (англ. goodwill - букв. "добрая воля") - активы, капитал фирмы, не поддающийся материальному измерению, например, репутация, компетенция, связи, влияние и пр. См.: Словарь иностранных слов и выражений. М., 2000. С. 166.

⁴ Разработка методики определения гудвилла - показателя сверхстоимости предприятия на примере предприятий черной металлургии РФ // Черная металлургия. 2006. № 11. С. 100-103.

⁵ Коласс, Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы / Пер. с фр. под ред. Я.В. Соколова. М., 1997.

⁶ Разработка методики определения гудвилла...

⁷ В настоящий момент ведется работа по актуализации указанной модели с учетом данных 2007 г.