

МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ В ПРОЦЕДУРАХ БАНКРОТСТВА (САНАЦИЯ, ЛИКВИДАЦИЯ) ДЛЯ УСЛОВИЙ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

The article is devoted to problems methodical bases of estimation of cost of the enterprises finding in procedures of bankruptcy (sanitation, liquidation). Object of research - the enterprises of republic. A subject - cost of the enterprises. The methodical recommendations distinguished by a design procedure of the rate of discounting, the coordination of results are developed on the basis of the factor considered on the basis of parameters of financial soundness of the enterprise.

Введение. Развитие рыночных отношений в нашей стране привело к вовлечению в торговый оборот такого специфического товара, как предприятие. Специфичность его состоит в том, что оно не продукт какого-то производственного процесса, а результат, в первую очередь, взаимодействия между людьми – упорядоченная совокупность, людей, машин, знаний и пр. Основная потребительская стоимость такого товара – способность приносить прибыль или социальный эффект. Поэтому цена на открытом рынке предприятия определяется во многом по этой способности – приносить прибыль собственнику как в настоящем периоде, так и в будущем. Поэтому на практике в странах с уже сложившимися рыночными отношениями величина стоимости предприятия для целей купли-продажи, внесения в уставный фонд, кредитования под залог во многом зависит от результатов расчета методами доходного подхода. Естественно, возникает проблема определения стоимости предприятия, которое терпит убытки или находится в состоянии банкротства.

Основная часть. Предприятие за период своего существования проходит несколько этапов развития – зарождение, развитие, зрелось, спад и гибель. Это значит, что могут существовать периоды, когда оно не приносит прибыль – терпит убытки. Как правило, это вызывает кризис неплатежеспособности, и как следствие – его неспособность отвечать по своим обязательствам. Для предотвращения кризиса неплатежеспособности в экономике предусмотрены процедуры банкротства – санация и ликвидация. Наиболее приемлемый для народного хозяйства способ восстановления платежеспособности – санация предприятия через продажу единым имущественным комплексом более эффективному собственнику. На практике возникает проблема обоснования величины стоимости предприятия, по которой будет оно реализовано единым имущественным комплексом. Существует целый ряд неопределенных методологических моментов, связанных именно с расчетом стоимости убыточного предприятия.

Анализ показал, что оценка стоимости предприятия в общем и оценка стоимости предприятия в процедурах банкротства (санация, ликвидация) – это очень сложная и не разработанная проблема как в условиях Республики Беларусь, так и в мировой практике в целом. Пути ее решения постоянно совершенствуются.

Оценка стоимости предприятия рассматривается как процедура, необходимая для целей определения цены сделки при купле-продаже предприятия, для определения его залоговой стоимости в случае кредитования под залог имущественного комплекса либо в случае процедур санации или ликвидации – определения стоимости конкурсной массы, величина которой должна удовлетворить требования кредиторов должника. Поэтому в данном контексте стоимость предприятия рассматривается как некая условно статичная величина, которая на протяжении длительного периода остается неизменной. Так, например, в инструкции «Об оценке и порядке продажи предприятия и иного имущества должника, находящегося в процедуре экономической несостоятельности (банкротства)» принимается, что результат оценки стоимости «действует на протяжении всего периода банкротства. Для целей продажи стоимость предприятия либо отдельных видов имущества ежемесячно пересчитывается управляющим в текущие цены по курсу». Но в то же время величина стоимости предприятия переменная динамичная, подверженная влиянию множества факторов. Но самое главное, показатель стоимости предприятия, а также его динамика, является одним из важнейших показателей эффективности предприятия, его перспективности! Поэтому стоимость предприятия должна стать одним из важных показателей, рассчитываемых постоянно. Его абсолютная величина, а также динамика должны стать одними из ключевых критериев, согласно которым принимаются важные управленческие решения, наряду с показателями ликвидности, обеспеченности, устойчивости и пр. Так, снижение этого показателя будет свидетельствовать о появлении кризисной ситуации на предприятии, его рост – об улучшении работы.

Следует отметить, что расчет стоимости предприятия в динамике позволит повысить точность этого значения по сравнению с расчетами стоимости предприятия только как статического показателя на конкретную дату. Это связано с тем, что в последующих расчетах производится корректировка результатов ряда прогнозов. Например, таких показателей, как уровень цен на продукцию, сырье, материалы; уровень заработной платы, степень загрузки производственных мощностей и пр.

В результате наших исследований были разработаны методические рекомендации по определению стоимости предприятий, находящихся в процедурах банкротства (санация, ликвидация), отличающиеся наличием рекомендаций по выявлению факторов стоимости, методикой расчета ставки дисконтирования и методикой согласования результатов расчетов стоимости различными подходами на основе коэффициента потенциала предприятия, определяемого исходя из показателей финансовой устойчивости (ликвидности, обеспеченности, платежеспособности). Предлагаемые нами методические рекомендации предполагают определенную последовательность проведения анализа, расчета и оценки стоимости предприятия.

Определение цели определения стоимости предприятия. Стоимость предприятия может определяться в целях:

– установления суммы денежных средств при вероятной продаже предприятия для погашения имеющейся задолженности.

– использования в качестве критерия эффективности работы предприятия и управляющего.

Определение состава имущественного комплекса предприятия. На этом этапе выделяются основные «бизнес-линии» предприятия и непрофильные активы, реализация которых не повлечет изменение стоимости всего предприятия [1].

Инвентаризация имущества и корректирование статей баланса. Данный этап требуется для определения реальных величин статей баланса, необходимых для определения корректных данных о финансовом состоянии предприятия [2].

Анализ финансового состояния. На данном этапе определяются основные финансовые показатели, характеризующие деятельность предприятия. Порядок проведения минимального анализа приведен в «Инструкции по анализу и контролю за финансовым состоянием и платежеспособностью субъектов предпринимательской деятельности», утвержденной Постановлением Минфина РБ №81/128/65. Рассчитывается текущий коэффициент экономического потенциала предприятия для текущего состояния предприятия и прогнозный коэффи-

циент экономического потенциала предприятия на основе прогнозных данных развития предприятия. Он определяется на основе степени приближения таких значений показателей, как коэффициенты текущей ликвидности, обеспеченности собственными оборотными средствами, обеспеченности финансовых обязательств (в том числе просроченных) активами, быстрой ликвидности, автономии, финансовой устойчивости, платежеспособности, привлечения средств (обозначенные далее $K_{1j}, K_{2j}, \dots, K_{ij}$) к нормативным значениям, установленным Министерством экономики РБ с учетом их среднеотраслевых и нормативных величин.

Для расчета коэффициента экономического потенциала используется следующая математическая формула [5]:

$$R = \frac{\sum_j^n \sum_i^m p(K_{ij})}{n \cdot m} \quad (1)$$

где $K_{1j}, K_{2j}, \dots, K_{ij}$ – группа основных показателей, характеризующих финансовое состояние предприятия за соответствующий период; m – количество показателей в группе; n – количество анализируемых периодов; i – номер коэффициента; j – номер периода; $p(K_{ij})$ – функция, принимающая значения в соответствии нормативами.

Выявление факторов стоимости предприятия. На данном этапе происходит выявление основных факторов, влияющих на стоимость анализируемого предприятия. Выстраивается иерархия этих факторов [3].

Разработка мероприятий по повышению стоимости предприятия и расчет их эффективности. На данном этапе в соответствии с планом оздоровления или санации предприятия определяются затраты, необходимые для проведения намеченных мероприятий, а также рассчитывается их эффективность, а в конечном итоге – степень влияния на стоимость предприятия. При этом необходим учет возможности привлечения средств для организации подобных мероприятий.

Расчет стоимости предприятия. Применение методов на данном этапе регламентирует «Инструкция по оценке рыночной стоимости предприятий», утвержденная Постановлением Минэкономики № 65 от 05.03.05 г. Расчет стоимости на основе доходного подхода происходит на основе выделения мероприятий, направленных на повышение доходности, а следовательно, стоимости предприятия.

Расчет ставки дисконтирования. С математической точки зрения стоимостью капитала является процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости. В экономиче-

ском смысле стоимость капитала представляет собой альтернативную доходность, которую можно получить на фондовом рынке от инвестирования в бумаги, подобные по риску и сроку погашения рассматриваемому объекту инвестирования.

Существует несколько подходов к определению стоимости акционерного капитала. Наиболее часто на практике используются три модели: модель оценки долгосрочных активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM), модель кумулятивного построения и модель мультипликатора.

Нами предлагается модель кумулятивного построения. В ней за базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым ценным бумагам. К ней прибавляются дополнительные премии, связанные с риском инвестирования именно в данное предприятие, вносятся поправки на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данной компании [4].

Такой метод более приемлем для условий Республики Беларусь. Основной проблемой является выделение наиболее существенной группы факторов риска, которые в первую очередь влияют на выделение групп премий за риск. Агрегирование всевозможных групп рисков не в последнюю очередь зависит от выбора базовой «безопасной» ставки процента.

Опыт свидетельствует, что на данном этапе развития мировой экономической системы, благодаря глобализации экономики, развитию телекоммуникаций, новых информационных технологий, Республика Беларусь уже тесно связана с системой международных экономических отношений. Поэтому необходимо рассматривать альтернативные источники получения прибыли не только в пределах Республики Беларусь, но и масштабах мировой экономики. В пользу такого подхода говорит то, что на территории бывшего СССР укоренились такие понятия, как «иностранные инвестиции», «утечка капитала» и т. п. То есть, несмотря на законодательные ограничения, капитал либо «уходит» за границы государства, либо, несмотря на законодательные послабления, «не приходит».

Исходя из вышеприведенных положений, за базовую ставку следует принимать норму доходности по застрахованным от риска ценным бумагам, таким, как долгосрочные правительственные обязательства стран развитого рынка. На данный момент этот показатель составляет 3–4% в среднем по Европе.

Далее выделяются три группы факторов риска, различающихся степенью абстракции и отражающих движение от абстрактного к конкретному при анализе риска. Это факторы уровня страны, отрасли, предприятия.

В зависимости от страны действуют различные факторы общеэкономического, финансового и социально-политического характера. Последние действуют в каждой конкретной стране независимо от частного предприятия или лица и влияют на величину получаемой прибыли. Объективно она может определяться как разница между доходностью суверенных ценных бумаг Республики Беларусь, обращающихся на мировом рынке, и ценных бумаг правительств, выбранных в качестве безрисковых. На данный момент суверенные ценные бумаги правительства Республики Беларусь не обращаются на мировом рынке, в то же время, по мнению ряда экспертов, премия за страновой риск Беларуси находится в пределах 5–6%.

Далее, на пути от абстрактного к конкретному, стоит группа рисков, связанных с получением прибыли в конкретной отрасли. В условиях Республики Беларусь обычно она может составлять 10–20%.

И последний уровень конкретизации, в данном, случае уровень конкретного предприятия. Обычно величины премии за риск конкретного предприятия лежат в диапазоне 1% и 5%. Исходя из этого, ставка капитализации находится по формуле

$$R = R_6 + R_c + R_o + R_n \quad (2)$$

где R – норма капитализации; R_6 – очищенная от риска норма дохода; R_c – премия за страновой риск; R_o – премия за отраслевой риск; R_n – премия за риск конкретного предприятия;

Следует отметить, что результаты применения такого метода в практических расчетах коррелируют с результатами применения других методов оценки риска в условиях переходной экономики Республики Беларусь.

Определение стадии развития предприятия. На данном этапе определяется динамика финансовых показателей, в первую очередь экономической прибыли, по которым можно было бы судить, на стадии подъема или на стадии спада находится анализируемое предприятие. На основании данной динамики можно принять решение о целесообразности дальнейшей санации предприятия или его ликвидации.

Согласование результатов оценки стоимости предприятия различными подходами. На данном этапе происходит формулирование окончательного вывода по стоимости анализируемого предприятия. Нами предлагается следующая процедура, описанная В. Устиновичем [5]:

1) если предприятие находится на стадии подъема и (или) проведение оценки связано с ожиданиями выхода из кризисного состояния, максимально учитывается риск для доходной составляющей, т. е. вес доходного метода принимается равным коэффициенту $R_{\text{прогн}}$, а вес затратной составляющей дополняет данный

коэффициент до единицы ($1 - R_{\text{прогн}}$):

$$C = C_{\text{затр}} (1 - R_{\text{прогн}}) + C_{\text{доходн}} R_{\text{прогн}} \quad (3)$$

2) если предприятие находится в фазе спада и (или) с целью проведения оценки будущего функционирования предприятия не рассматривается (ликвидация), в большей степени учитывается риск для затратной составляющей:

$$C = C_{\text{затр}} R_{\text{текущ}} + C_{\text{доходн}} (1 - R_{\text{текущ}}), \quad (4)$$

где $C_{\text{затр}}$ – статическая составляющая рыночной стоимости предприятия, оцениваемая с использованием затратного и сравнительного методов; $C_{\text{доходн}}$ – динамическая составляющая (доходный метод); $R_{\text{прогн}}$, $R_{\text{текущ}}$ – коэффициенты экономического потенциала для затратной и доходной составляющей стоимости предприятия.

Заключение. Ключевая проблема при использовании расчетного показателя стоимости в качестве показателя эффективности – несовершенство методологии его расчета. Как уже отмечалось, наиболее неразработанными моментами являются:

– расчет ставки дисконтирования при определении стоимости предприятия в доходном подходе;

– определение скидок и премий за контрольный характер при расчете стоимости доли в предприятии;

– согласование результатов расчетов стоимости различными подходами.

Для снятия неопределенности необходимо произвести дополнительные исследования, направленные на разработку методики мониторинга странового риска в Республике Беларусь, отраслевого риска и риска конкретного предприятия.

Для выявления обоснованных величин скидок и премий необходимо разработать правила мониторинга и раскрытия информации об условиях и суммах сделок, связанных с переходом права собственности на доли в предприятиях.

Для объективного согласования результатов расчетов стоимости предприятия различными подходами предложено проводить согласование на основе коэффициента потенциала предприятия, который рассчитывается исходя из объективных данных – показателей финансовой устойчивости предприятия (ликвидности, обеспеченности, платежеспособности и пр.).

Литература

1. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин; пер. с англ. – М.: Олимп-бизнес, 1999. – 576 с.

2. Оценка бизнеса: учебник / А. Т. Грязнова, [и др.]. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 532 с.

3. Скотт, Марк К. Факторы стоимости. Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / Марк К Скотт; пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-бизнес», – 2000. – 432 с.

4. Коротков, М. В. Расчет ставки дисконтирования при определении стоимости предприятия в условия Республики Беларусь / М. В. Коротков // Труды БГТУ. Серия VII, Экономика и управление. – 2005. – Вып. XIII. – С. 188–190.

5. Устинович, В. А. Обоснование стоимости промышленного предприятия как основы прогнозирования его развития: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / В. А. Устинович. – Минск, 2006. – 31 с.