

**ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ
В ПРОЦЕДУРАХ БАНКРОТСТВА (САНАЦИЯ, ЛИКВИДАЦИЯ)
В УСЛОВИЯХ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ**

Развитие рыночных отношений в нашей стране привело к вовлечению в торговый оборот такого специфического товара, как предприятие. Специфичность его состоит в том, что он является не продуктом какого-то производственного процесса, а результатом в первую очередь взаимодействия между людьми – упорядоченной совокупностью, людей, машин, знаний и пр. Основная потребительская стоимость такого товара – способность приносить прибыль или иметь социальный эффект. Таким образом, цена на открытом рынке предприятия во многом определяется способностью 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.

Следует отметить, что 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 необходимость в обоснованной величине стоимости предприятия, по которой оно будет реализовано единым имущественным комплексом. Существует целый ряд неопределенных методологических моментов, связанных именно с расчетом стоимости убыточного предприятия.

Анализ показал, что оценка стоимости предприятия в процедурах банкротства (санация, ликвидация) – очень сложная и неразработанная

ная проблема, как в условиях Республики Беларусь, так и мировой практики 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. К тому же показатель стоимости предприятия, а также его динамика являются важными показателями эффективности предприятия, его перспективности! Поэтому стоимость предприятия должна стать одним из показателей, рассчитываемых постоянно. Его абсолютная величина, а также динамика должны стать, наряду с показателями ликвидности, обеспеченности, устойчивости и пр., ключевыми критериями, в соответствии с которыми принимаются важные управленческие решения. 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), различаю-

щиеся наличием рекомендаций по выявлению факторов стоимости, методикой расчета ставки дисконтирования и методикой согласования результатов расчетов стоимости различными подходами на основе коэффициента потенциала предприятия, определяемого на основе показателей финансовой устойчивости (ликвидности, обеспеченности, платежеспособности). Предлагаемые нами методические рекомендации предполагают определенную последовательность проведения анализа, расчета и оценки стоимости предприятия.

Цели определения стоимости предприятия. Стоимость предприятия может определяться с целью:

- установления суммы денежных средств, которая должна быть выплачена при вероятной продаже предприятия для погашения имеющейся задолженности;
- использования ее 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 изменения стоимости всего предприятия.

Инвентаризация имущества и корректирование статей баланса. На данном этапе определяются реальные величины статей баланса, необходимые для нахождения корректных данных о финансовом состоянии предприятия.

Анализ финансового состояния. На данном этапе определяются основные финансовые показатели, характеризующие деятельность предприятия. Порядок проведения минимального анализа дан в «Инструкции по анализу и контролю за финансовым состоянием и платежеспособностью субъектов предпринимательской деятельности», утвержденной Постановлением Министерства финансов Республики Беларусь № 81/128/65. Вычисляется текущий коэффициент экономического потенциала предприятия, который рассчитывается на основе степени приближения значений следующих коэффициентов: 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} , ..., K_{ij}) к нормативным значениям, установленным Министерством экономики Республики Беларусь с учетом их среднеотраслевых и нормативных величин.

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

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

где K_{1j} , K_{2j} , ..., 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 выявляются основные факторы, влияющие на стоимость анализируемого предприятия. Выстраивается иерархия этих факторов.

Разработка мероприятий по повышению стоимости предприятия и расчет их эффективности. В соответствии с планом оздоровления или санации предприятия определяются затраты, необходимые для проведения намеченных мероприятий, а также рассчитывается их эффективность, и в конечном итоге степень влияния на стоимость предприятия. При этом необходимо учитывать возможность привлечения средств для организации подобных мероприятий.

Расчет стоимости предприятия. Примененные методы на данном этапе регламентируются «Инструкция по оценке рыночной стоимости предприятий», утвержденная Постановлением Министерства экономики Республики Беларусь № 65 от 05.03.05 г. Расчет стоимости с использованием доходного подхода основан на выделении мероприятий, направленный на повышение доходности, а следовательно, и 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 экономическом 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.

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

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 в 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, обращаю-

щихся 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 становой 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 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 1–5%.

Исходя из этого, ставка капитализации находится по формуле

$$R = R_0 + R_c + R_o + R_n, \quad (2)$$

где R – норма капитализации; R_0 – очищенная от риска норма дохода; R_c – премия за становой риск; R_o – премия за отраслевой риск; R_n – премия за риск конкретного предприятия.

Таким образом, получим:

минимальная норма капитализации: $3\% + 5\% + 10\% + 1\% = 19\%$;

максимальная норма капитализации: $4\% + 6\% + 20\% + 5\% = 35\%$.

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 которой 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 формулируется окончательный вывод о стоимости анализируемого предприятия. Нами предлагается следующая процедура, описанная у В. Устиновича:

1) если предприятие находится на стадии подъема и (или) проведение оценки связано с ожиданиями выхода из кризисного состояния, максимально учитывается риск для доходной составляющей, для чего перед результатом доходного метода записывается весовой коэффи-

циент $R_{\text{прогн}}$, а вес затратной составляющей дополняет данный коэффициент до единицы ($1 - R_{\text{прогн}}$):

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

2) если предприятие находится в фазе спада и (или) будущее функционирование предприятия не рассматривается в качестве цели проведения оценки (ликвидация), в большей степени учитывается риск для затратной составляющей:

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

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 [4].

Дополнительные замечания. Ключевой проблемой при использовании расчетного показателя стоимости в качестве показателя эффективности является несовершенство методологии его расчета. Как уже отмечалось, наиболее неразработанными моментами являются:

- расчет ставки дисконтирования при определении стоимости предприятия при доходном подходе;
- определение скидок и премий за контрольный характер при расчете стоимости доли в предприятии;
- согласование результатов расчетов стоимости с использованием различных подходов.

Для снятия неопределенности необходимо произвести дополнительные исследования, направленные на разработку методики мониторинга станového 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 с использованием различных подходов предложено проводить согласование на основе коэффициента потенциала предприятия, который рассчитывается на основе объективных данных – показателей финансовой устойчивости предприятия (ликвидности, обеспеченности, платежеспособности и пр.).

Литература

1. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление: пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурин. – М., 1999.
2. Оценка бизнеса: учеб. / А.Т. Грязнова [и др.]. – М., 1998.
3. Скотт, Марк К. Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости: пер. с англ. / Марк К. Скотт. – М., 2000.
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 / В.А. Устинович. – Минск, 2006.