



УДК 658:630*3

© А. В. Станишевский, 2011

**ПРИМЕНЕНИЕ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА В РАМКАХ
РЕАЛИЗАЦИИ СТОИМОСТНОЙ КОНЦЕПЦИИ УПРАВЛЕНИЯ
(на примере предприятий лесозаготовительного комплекса
Хабаровского края)**

Станишевский А. В. – ст. преп. кафедры «Антикризисное управление и оценка собственности», тел. (4212) 56-58-63, e-mail: stanishevs@mail.ru (ХГАЭП)

Рассматривается возможность реализации стоимостной концепции управления предприятием с использованием подходов к оценке бизнеса. Затратный, сравнительный и доходный подходы анализируются с позиций применимости существующих методов, а также адекватности результатов, полученных с их использованием на примере лесозаготовительных предприятий Хабаровского края. Выделяется специфика и основные проблемы, характерные для каждого из рассматриваемых подходов. На основе проведенного анализа формируются выводы, характеризующие условия максимально эффективного применения подходов к оценке бизнеса.

The possibility of realization of value management conception using business valuation approaches is considered in the article. Cost-in-no-object, market and income approaches are analyzed taking into account the application of existing methods and the adequateness of results from their application at the example of timber enterprises of Khabarovsky Krai. The specific character and the main problems which are typical for each examined approach are marked out. On the base of the conducted analysis the author makes the conclusions which characterize conditions of maximum efficient application of approaches to business valuation.

Ключевые слова: максимизация стоимости компании, эффективность управления, стоимостное управление, оценка бизнеса, лесозаготовительное предприятие, затратный подход, сравнительный подход, доходный подход.

В течение последних лет в российской практике управления все большее распространение получает подход, основанный на максимизации стоимости компании, или Value-Based Management (VBM). В рамках данной концепции стоимость компании выступает ключевым критерием, отражающим эффективность управления предприятием.

В связи с чем цель настоящей статьи может быть сформулирована, как анализ возможности и эффективности применения существующих подходов к оценке бизнеса в рамках реализации концепции VBM. В соответствии с поставленной целью, существующие подходы рассматриваются с позиции практических аспектов реализации, а также уровня информативности полученных результатов для заинтересованных лиц: менеджеров и собственников компании.

Точка зрения, в соответствии с которой даже при единстве методологии оценка бизнеса может иметь свои особенности в зависимости от отраслевой принадлежности, достаточно распространена, на этом делают акцент А. Дамодаран [3] (автор уделяет большое внимание оценке β -коэффициента в зависимости от сферы деятельности оцениваемого предприятия), определенные особенности оценки бизнесы выделяют Ю. В. Козырь [5] (в своей работе автор предлагает рекомендации по оценке промышленных, сельскохозяйственных предприятий, отдельно рассматривает строительный, страховой, банковский бизнес, также бизнес торговых организаций и сферы услуг), коллектив авторов: В. Е. Есипов, Г. А. Маховикова, В. В. Терехова [6] (страховой, гостиничный бизнес).

Отмеченная проблема раскрывается на примере исследования субъектов лесозаготовительного бизнеса, осуществляющих деятельность на территории Хабаровского края. Данный выбор обусловлен, с одной стороны, рядом характеристик, присущих лесозаготовительной деятельности, создающих специфические условия проведения оценки бизнеса в исследуемой отрасли в условиях Хабаровского края, с другой стороны, слабой проработанностью вопроса в научных трудах по оценке бизнеса и отраслевому менеджменту.

Говоря о специфических отраслевых характеристиках, прежде всего, мы подразумеваем следующие особенности лесозаготовительного бизнеса в Хабаровском крае:

1. Низкий уровень обработки заготавливаемой древесины (основная продукция отрасли – необработанная древесина, доля которой в общем объеме производства за период 2002–2009 гг. составила 92–95 % [13]).

2. Ориентация на внешние рынки АТР (на долю Японии, Китая и КНР приходится более 95 % экспортных поставок необработанных лесоматериалов [13]).

3. Суровые климатические и природные условия (определяют сезонность деятельности, а агрессивная эксплуатационная среда способствует повышенному износу техники).

4. Историчность лесозаготовительного бизнеса (большая часть лесозаготовительных организаций появилась путем реорганизации существовавших ранее леспромхозов, переняв, соответственно, не только их материально-техническую базу, но и объекты социальной инфраструктуры, которые в настоящее время для многих организаций выступают обременением).

5. Сильная зависимость предприятий от характеристик лесосырьевой базы (породный и возрастной состав, расстояние вывозки, характеристики



рельефа, плотность насаждений и пр. – оказывают существенное влияние на деятельность лесозаготовителей).

Таким образом, изучение актуальности и адаптированности существующего оценочного инструментария на примере лесозаготовительных организаций, по нашему мнению, представляет определенный практический интерес.

Рассмотрим основные методические подходы к оценке стоимости лесозаготовительного предприятия с учетом особенностей российской экономики в целом и региона (на примере Хабаровского края) отдельно. Основой для оценки лесозаготовительного бизнеса Хабаровского края является методологический аппарат, применяемый при оценке бизнеса в России, сформировавшийся под влиянием подходов ведущих ученых в этой отрасли знаний: Р. Брейли и С. Майерса [1], А. Дамодарана [3], Т. Коупленда, Д. Мурина и Т. Колера [7], М. Миллера, И. Ф. Модильяни [8], Ш. Пратта [13]. Однако принципиальные отличия между условиями, в которых функционируют предприятия в развитых капиталистических странах и условиями для российских компаний (в первую очередь, речь идет о таких характеристиках, как открытость информации, развитость фондового рынка, уровень риска и доходности в бизнесе, законодательное регулирование) предопределили становление института оценки бизнеса с учетом российских реалий. Развитие отечественной теории и практики оценки бизнеса нашло свое отражение в работах А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой [2], И. А. Егеревы [4], В. Е. Есипова [5], Ю. В. Козыря [6], Л. Д. Ревуцкого [10], и некоторых других авторов.

На сегодняшний день при определении стоимости широкое применение получили затратный, сравнительный и доходный подходы. Более чем десятилетняя практика реализации данных подходов позволила сформулировать их основные преимущества и недостатки, которым уделяется достаточное внимание в соответствующей литературе [2, 5, 6].

С учетом обозначенной ранее проблематики, остановимся более подробно на отдельных методологических аспектах применения подходов к оценке бизнеса, не раскрытых или раскрытых недостаточно полно в существующих работах по оценке бизнеса.

Затратный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний [12].

Применительно к оценке бизнеса действующего предприятия, реализация затратного подхода заключается в определении разницы между скорректированной стоимостью активов и текущей стоимостью обязательств, что находит свое отражение в методе чистых активов.

В рамках данного исследования предлагается выделить ряд аспектов, уточняющих отдельные методические положения данного подхода в рамках стоимостной концепции, апробированных на примере отдельных предприятий лесозаготовительного комплекса Хабаровского края.

Многие компании отрасли обладают нематериальными активами, не учтенными на балансе (и, как правило, не принимаемыми в расчет), что в первую очередь, характерно для «гудвилла» и «клиентеллы».

Идентификация данных активов, а также корректная оценка, по мнению автора, является одной из основных задач при реализации затратного подхода в оценке бизнеса.

Наряду с этим, к основным недостаткам затратного подхода принято относить отсутствие связи с настоящим и будущим деятельности предприятия, с перспективами его развития. По нашему мнению, данный недостаток отчасти нивелируется посредством включения в расчет стоимости упомянутых выше нематериальных активов, которые отражают стоимостную оценку накопленного потенциала, реализуемого в будущем.

Сравнительный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами-аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах [12].

Определение стоимости предприятия в рамках данного подхода базируется на расчете мультипликаторов, при помощи которых и производится сопоставление оцениваемой компании с отобранными аналогами.

В качестве мультипликаторов обычно используются отношение цены продажи предприятия к прибыли, выручке от реализации, величине чистых активов или к балансовой стоимости совокупных активов.

Наиболее остро в рамках применения сравнительного подхода стоит проблема поиска информации об объектах-аналогах и корректного сопоставления их с оцениваемым предприятием. Принимая во внимание, что на фондовом рынке котируются акции лишь ограниченного числа крупнейших компаний, в качестве источников информации по поиску объектов-аналогов можно рассматривать специализированные электронные издания.

В сети Интернет на сегодняшний день представлено более 200 специализированных сайтов по продаже действующих предприятий (www.poiskbiznesov.ru, www.biznestrade.ru, www.investmarket.ru, www.biztorg.ru, и пр.), основным недостатком которых является первичный характер открытой информации.

На рис. 1 представлен анализ выборки из пятидесяти четырех возможных аналогов для лесозаготовительного предприятия (в выборку вошли предприятия, выставленные на продажу, основной деятельностью которых является лесозаготовка). Выборка сформирована на основе изучения открытых предложений о продаже бизнеса на территории России, опубликованных в сети Интернет в течение 2009–2010 гг.

Получение более полной информации, в частности, подробной характеристики деятельности компании, бухгалтерской отчетности, стоимости активов, а также данных о возможной уступке при покупке, доступно лишь при предметном контакте с представителями предприятий, т. е. практически не-



возможно без личных встреч, подписания т. н. «декларации о намерениях» и подтверждения реальной заинтересованности в приобретении бизнеса.

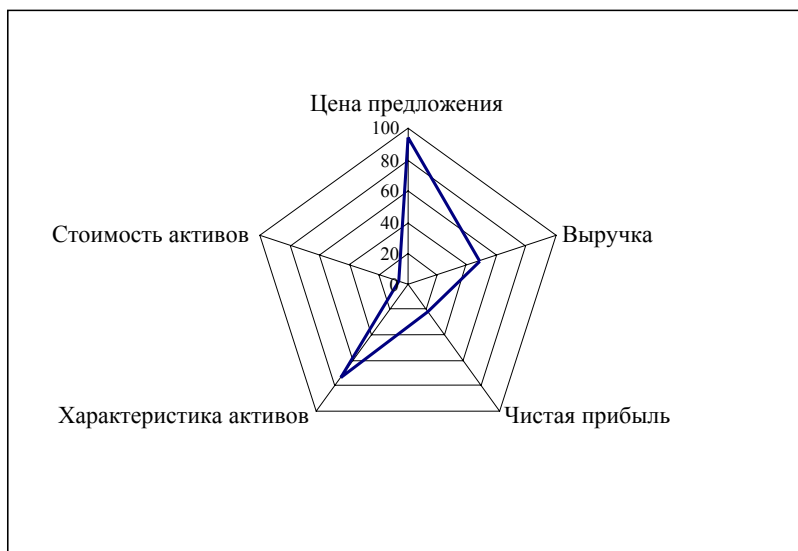


Рис. 1. Структура информационной нагрузки открытых предложений по продаже бизнеса в сети Интернет, %

Исходя из изложенного выше, реализация сравнительного подхода осуществима в части расчета отдельных мультипликаторов, например, «цена/выручка» или «цена/стоимость активов», однако без подробной информации об объектах-аналогах производимое сопоставление будет рассматриваться, как некорректное, а полученные результаты могут характеризоваться, как ориентир стоимости с достаточно высокой долей условности.

Доходный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки [12].

Данный подход считается основным для оценки рыночной стоимости действующего бизнеса, которые и после их перепродажи новым владельцам не планируются ликвидировать.

Применительно к действующему предприятию доходный подход предполагает возможность использования двух методов: метод капитализации прибыли и метод дисконтированных денежных потоков (ДДП).

Применение метода капитализации прибыли подразумевает под собой постоянство будущих денежных потоков, и поэтому мало применим в современных условиях.

Более распространен метод дисконтирования денежных потоков. Данный метод используется в случае, когда ожидается, что будущие уровни денежных потоков существенно отличаются от текущих, и реализуется в следующей формуле [2]:



$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF}{(1+r)^{i-0,5}} + \frac{CF_{n+1}}{r-g}, \quad (1)$$

где:

- PV – стоимость предприятия (текущая стоимость денежных потоков)
 CF – денежный поток
 i – порядковый номер рассматриваемого года прогнозного периода
 n – продолжительность прогнозного периода
 r – ставка дисконтирования
 g – темп прироста денежного потока

Одним из ключевых моментов в реализации метода ДДП является прогноз будущих денежных потоков, что, по нашему мнению, вызывает ряд вопросов.

Будущие денежные потоки строятся на основе [2]:

1. Анализа ретроспективных данных. Однако проведенный анализ изменения денежных потоков конкретных лесозаготовительных предприятий Хабаровского края показал, что динамика за последние годы отрицательна (обусловлено нестабильностью внешних рынков, высокой степенью и динамикой регулирования экспортных поставок продукции и пр.), следовательно, полагаться только на трендовые прогнозы невозможно.

2. Прогнозов, формируемых на основе состояния микро- и макросреды, в которой функционирует предприятие, что требует тщательного и всестороннего анализа факторов, обуславливающих деятельность предприятия.

Таким образом, применение метода дисконтированных денежных потоков представляется возможным, однако прогнозирование будущих денежных потоков характеризуется определенными аспектами, связанными с невозможностью использования в полной мере трендового прогнозирования, осуществляемого на основе ретроспективных данных, а также неблагоприятными перспективами в отрасли.

Соответственно, в качестве основы для построения будущих денежных потоков надлежит рассматривать прогнозные значения выручки, получаемой в рамках разрабатываемого (или реализуемого) инвестиционного проекта, что требует проведения глубокого и всестороннего анализа влияния внешних факторов.

Рассматривая применимость доходного подхода в рамках реализации концепции стоимостного управления, справедливо отметить критику подхода, основанную на высокой чувствительности получаемого результата даже к небольшим изменениям прогнозируемых величин, что позволяет манипулировать стоимостью компании [11].

По мнению автора, данные замечания справедливы в определенной степени при оценке бизнеса в традиционных целях: приватизация государственного имущества, сделка купли-продажи на открытом рынке, поглощение –



т. е. тогда, когда имеет место столкновение интересов двух и более сторон. Применительно к концепции VBM определяемая стоимость бизнеса рассматривается, в первую очередь, как инструмент оценки эффективности менеджмента предприятия, что выводит рассматриваемый подход из критикуемой области.

Проиллюстрируем изложенные аспекты применения подходов к оценке бизнеса на примере конкретного предприятия – ООО «Сигма-лес».

Краткая характеристика организации представлена в нижеследующей таблице.

Таблица 1

Краткая характеристика ООО «Сигма-лес»

Месторасположение	Хабаровский край, Бикинский р-н, с. Лермонтовка
Расчетная лесосека, куб. м./год	20 000
Объем заготовки фактический, куб. м./год	14 400
Породный состав	4Е4С2П
Продукция	Необработанная древесина
Основной рынок сбыта	Внешний: Япония
Цена реализации, руб./1 куб. м.	3318
Среднегодовое значение чистой прибыли, руб.	4 300 000
Рыночная стоимость активов, руб.	13 000 000
Обязательства, руб.	3 800 000

На основании данных табл. 1, стоимость бизнеса в рамках затратного подхода составит: $13\,000\,000 - 3\,800\,000 = 9\,200\,000$ руб.

В то же время известно, что внешние рынки АТР не равнозначны: при прочих равных условиях цена на необработанную древесину, экспортируемую в Японию, выше, чем цена на древесину, поставляемую в Китай. Исходя из этого можно сделать вывод о том, что компания, поставляющая продукцию на более дорогой рынок, обладает неким нематериальным активом, который не учитывается в бухгалтерском учете, но имеет определенную стоимость.

Рассчитаем стоимость нематериального актива с использованием метода избыточной прибыли, прокапитализировав дополнительную чистую прибыль, получаемую с каждого кубического метра древесины, реализуемого в Японию.

С учетом произведенных расчетов стоимость бизнеса в рамках затратного подхода составит: $13\,000\,000 + 23\,629\,428 - 3\,800\,000 = 32\,829\,000$ руб. (с округлением).

Расчет стоимости бизнеса в рамках доходного подхода представлен в табл. 3.



Таблица 2

Расчет стоимости нематериальных активов ООО «Сигма-лес»

Рынок сбыта	Китай	Япония
Средняя экспортная цена, руб./1 куб. м. ¹	2860	3318
Себестоимость, руб./1 куб. м.	1700	1700
Коммерческие расходы, руб./1 куб. м.	772	896
Прибыль до налогообложения, руб./1 куб. м.	388	722
Налог на прибыль, руб./1 куб. м.	78	144
Чистая прибыль, руб./1 куб. м.	310	578
Капитализируемая величина, руб./1 куб. м.	267	
Ежегодный объем поставок продукции, куб. м.	14400	
Капитализируемая величина годовая, руб.	3851597	
Ставка капитализации	16	
Стоимость НМА	23 629 428	

Таблица 3

Расчет стоимости ООО «Сигма-лес» с применением доходного подхода

Элемент расчета	2010	2011	2012	Постпрогнозный период (первый год)
Период	1	2	3	4
Выручка, руб.	47 779 200	52 796 016	58 339 584	64 465 200
Себестоимость, руб.	28 380 845	31 360 834	34 653 713	38 292 329
Валовая прибыль, руб.	19 398 355	21 435 182	23 685 871	26 172 871
Коммерческие и управленческие расходы, руб.	13 139 280	14 518 904	16 043 386	17 727 930
Прибыль, руб.	6 259 075	6 916 278	7 642 486	8 444 941
Налог на прибыль, руб.	1 251 815	1 383 256	1 528 497	1 688 988
Чистая прибыль, руб.	5 007 260	5 533 022	6 113 988	6 755 953
Аморт. отчисления, руб.	400 000	400 000	400 000	400 000
Капиталовложения, руб.	0	0	0	1 600 000
Денежный поток, руб.	5 407 260	5 933 022	6 513 988	7 155 953
Темп роста денежного потока		1,10	1,10	
Ставка дисконтирования	25,31	25,31	25,31	25,31
Фактор текущей стоимости	0,89	0,71	0,57	0,45
Дисконтированные денежные потоки	4 828 683	4 230 245	3 706 459	
Сумма ДДП в прогнозном периоде, руб.	12 765 388			
Стоимость реверсии, руб.				44 514 105
Сумма ДДП в постпрогножном периоде, руб.				20 209 404
Сумма ДДП, руб.	32 975 000			

Расчет стоимости бизнеса в рамках сравнительного подхода представлен в табл. 4.

¹ По данным ассоциации «Дальэкспортлес».



Таблица 4

Расчет стоимости ООО «Сигма-лес» с применением сравнительного подхода

Характеристики	Объект оценки	Аналог № 1	Аналог № 2	Аналог № 3	Аналог № 4	Аналог № 5
Месторасположение	Хабаровский край	Алтайский край	Хакасия	Иркутская область	Смоленская область	Хабаровский край
Основной вид деятельности	лесозаготовки	лесозаготовки	лесозаготовки	лесозаготовки	лесозаготовки	лесозаготовки
Источник		http://bis-broker.com	http://bizzona.ru	http://www.bfs.ru	http://www.bfs.ru	«Государственное имущество» № 42(82) от 15.10.2009.
Цена, руб.		155 600 000	4 000 000	34 200 000	27 067 788	17 639 987
Выручка среднегодовая, руб.	47 779 200	128 005 250	3 000 000	52 268 832	53 015 530	8 740 000
Мультипликатор: Ц/ЧП		1,22	1,33	0,65	0,51	2,02
Стоимость бизнеса по мультипликатору		58 290 624	63 546 336	31 056 480	24 367 392	96 513 984
Стоимость активов, руб.	13 000 000	н/д	н/д	н/д	43 557 360	41 459 000
Мультипликатор: Ц/А		---	---	---	0,62	0,43
Стоимость бизнеса по мультипликатору		---	---	---	8 060 000	5 590 000
Возможный диапазон рыночной стоимости в рамках подхода	5 590 000	96 513 984				

Согласование результатов, полученных по различным мультипликаторам в сравнительном подходе, не производилось умышленно, чтобы представление о наглядности данного инструмента было более очевидным: полученная стоимость может определяться диапазоном от 5 590 000 руб. до 96 513 984 руб.

В конкретном случае конкретизация данных об аналогах позволит сократить границы диапазона до какого-то определенного результата, однако в данном контексте ограниченность информации позволяет рассматривать стоимость в рамках сравнительного подхода лишь справочно. Считается, что при корректно произведенных расчетах результаты в рамках каждого из примененных подходов должны достаточно тесно соотноситься между собой.

Сравнение полученных результатов по оценке стоимости бизнеса представлено в табл. 5.

Произведенные расчеты позволили подтвердить сделанные ранее выводы, в соответствии с которыми:

1. Применение затратного подхода может давать более достоверные результаты при выявлении и оценке нематериальных активов, не учитываемых на балансовых счетах организации.

Таблица 5

Результаты оценки стоимости ООО «Сигма-лес»

Стоимость бизнеса в рамках подхода, руб.	Без учета НМА	С учетом НМА
Затратный	9 200 000,00	32 829 000
Сравнительный	5590000–96 513 984	5590000–96 513 984
Доходный	32 975 000,00	32 975 000

2. Доходный подход (метод дисконтированных денежных потоков) характеризуется сложностью расчетов в целом и необходимостью глубокого анализа при прогнозировании, однако способен отразить как достигнутые результаты деятельности, так и будущие изменения внешней среды.

3. Сравнительный подход применим слабо, из-за закрытости информации на открытом рынке может быть использован в качестве ориентира рыночной стоимости, итоговое значение которой все же надлежит определять, исходя из согласования результатов доходного и затратного подходов.

Библиографические ссылки

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2009.
2. Грязнова А. Г., Федотова М. А., Эскиндаров М. А., Тазихина Т. В., Иванова Е. Н., Щербакова О. Н. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). – М.: Интерреклама, 2003.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
4. Егеров И. А. Стоимость бизнеса. Искусство управления. – М.: Дело, 2003.
5. Есипов В. Е., Маховикова Г. А., Терехова В. В. Оценка бизнеса. – 2-е изд. – СПб(б): Питер, 2008.
6. Козырь Ю. В. Стоимость компании: Оценка и управленческие решения. – М.: Издательство «Альфа Пресс», 2009.
7. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компании: Оценка и управление / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005.
8. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ. – М.: Дело, 2006.
9. Резанов В. К., Шихалев В. М., Грушина А. Ю. Эффективность комплексного использования лесных ресурсов в лесном комплексе Хабаровского края // Вестник Тихоокеанского государственного университета. – № 1 (16). – 2010.
10. Ревуцкий Л. Д. Потенциал и стоимость предприятия. – М.: Перспектива, 1997.
11. Тришин В. Н. О методе дисконтированных денежных потоков и стандартах оценки // Российский оценщик. – № 1. – 2007.
12. Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО №1)», утвержден приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. № 256.
13. Прайт Шенон П. Стоимость капитала. – М.: Квинто-консалтинг, 2006.



14. *Лесопромышленный комплекс края в современных экономических условиях.*
Статистич. сб. / Территориальный орган государственной статистики по Хабаров-
скому краю, 2010.