



УДК 657.9

Г.М. Харисова

ИНТЕРВАЛЬНАЯ СТОИМОСТНАЯ ОЦЕНКА СТРОИТЕЛЬНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ – ПОКАЗАТЕЛЬ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНЫМ ПОТОКОМ

В настоящее время не существует универсальной формулы, которая могла бы быть использована для оценки стоимости строительных организаций. Реальная рыночная цена строительной организации определяется на основе уже свершившегося акта купли-продажи. Однако можно теоретически оценить интервал допустимых значений рыночной стоимости строительной организации. Для этого поведение покупателя и продавца на рынке иррациональных товаров предлагается исследовать с помощью теории потребительского выбора. Эта теория применима к описанию любого экономического явления, в котором люди осуществляют выбор с целью получить наибольшее удовлетворение при ограниченности ресурсов.

Для аналитической оценки рыночной стоимости действующей строительной организации в рамках доходного подхода необходимо сделать следующие допущения:

- сделки купли-продажи осуществляются на конкурентном рынке;
- контрагентам акта купли-продажи присуще экономически рациональное поведение;
- покупатель и продавец хорошо информированы о рынке и объекте сделки;
- покупатель занимает позицию эффективного собственника, не преследуя спекулятивные цели.

Рассмотрим акт купли-продажи строительных организаций с позиций продавца. Собственник может поменять свой капитал и финансовые выгоды, которые он приносит, на денежную сумму, равную рыночной стоимости организации, которая при наращивании на банковских депозитах обеспечит ему, как минимум, эквивалентный финансовый результат.

Собственник строительной организации может выбирать между производительным использованием своего капитала и наращиванием денежной суммы на банковских депозитах. Эти два альтернативных варианта инвестирования для собственника будут равновыгодны при соблюдении следующего условия:

$$\frac{\Pi_K^{np}}{PC} = \frac{\Pi_D^{np}}{D} = \text{const}, \quad (1)$$

где Π_K^{np} – предельная полезность использования капитала, вложенного в строительную организацию;

PC – рыночная стоимость строительной организации, тыс. руб.;

Π_D^{np} – предельная полезность наращивания

денежной суммы, эквивалентной рыночной стоимости строительной организации на банковских депозитах;

D – сумма денежных средств, эквивалентная рыночной стоимости строительной организации, тыс. руб.

Это финансовое тождество позволяет оценить нижний предел рыночной стоимости организации, то есть такое ее значение, ниже которого продажа строительной организации для собственника становится экономически нецелесообразной.

Для сравнения может использоваться следующая модель:

$$C_{н.г.} = \Pi(1+i)^t, \quad (2)$$

где $C_{н.г.}$ – нижняя граница рыночной стоимости строительной организации, тыс.руб;

Π – первоначальная сумма вложенного капитала, тыс.руб;

i – процентная ставка;

t – период, год.

Задача оценки нижней границы рыночной стоимости для купли-продажи в основном сводится к капитализации перспективного потока ежегодных чистых прибылей, прогнозируемых за период жизненного цикла выпускаемой продукции.

Поток текущих доходов должен обеспечить возмещение капитала, если за прогнозируемый период изменяется его стоимость и доход на капитал при допустимом уровне риска. Несмотря на то, что реверсия за пределами прогнозного периода не предусматривается, правомерно допущение о неизменности стоимости капитала за период его производительного использования, так как недоамортизация его стоимости компенсируется инфляционными процессами. Капитализировать будущий поток доходов означает привести его к единой сумме текущей стоимости.

Нахождение нижней границы рыночной стоимости организации – это частный случай капитализации потока доходов в виде чистой прибыли, накапливаемой разово в конце года, для дискретного времени, ограниченного периодом в T лет:

$$C_{н.г.} = \sum_{t=1}^T \Pi_{т} (1+i)^t, \quad (3)$$

где $C_{н.г.}$ – нижняя граница рыночной стоимости организации, тыс. руб.;



P_t – чистая прибыль, прогнозируемая в t -ом году, тыс.руб.;

$K_{пр} = 1/(1+i)^t$ – коэффициент приведения перспективных значений прибыли к текущей (современной) стоимости.

При оценке верхней границы рыночной стоимости строительной организации в рамках доходного подхода сохраняются допущения о величине прогнозного периода, о реинвестировании капитала, о сохранении стоимости капитала в процессе его производительного использования, об учете стоимости реверсии.

Верхняя граница рыночной стоимости строительной организации представляет собой цену, определяемую сроком, в течение которого потенциальный покупатель готов ждать полного возвращения вложенного капитала.

Принимая во внимание будущую неопределенность любого бизнеса, учитывая изменение налогового законодательства и переменчивость экономической ситуации, сегодня найдется немного потенциальных покупателей, которые решатся заплатить за предприятие больше суммарного дохода, ожидаемого от его деятельности в течение прогнозного периода.

В этих условиях наиболее точно финансовые выгоды от производительного использования капитала отражает не показатель чистой прибыли, а показатель чистых денежных поступлений или чистый денежный поток.

Покупатель, вкладывающий деньги в действующую строительную организацию, в конечном счете, покупает не набор активов, состоящий из основных фондов и внеоборотных активов, а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенный капитал, получить прибыль и повысить свое благосостояние. Таким образом, чистый денежный поток можно рассматривать как посленалоговый денежный поток, создаваемый строительной организацией и доступный всем поставщикам капитала – как кредиторам, так и акционерам.

Задача оценки верхней границы рыночной стоимости строительной организации сводится к нахождению суммарной текущей стоимости годовых денежных потоков, прогнозируемых на период времени, равный жизненному циклу выпускаемой продукции.

$$C_{вг} = \sum_{t=1}^T ДП_t \cdot (1+d)^{-t}, \quad (4)$$

$C_{вг}$ – верхняя граница рыночной стоимости строительной организации, тыс. руб.;

$ДП_t$ – денежный поток t -того года, тыс. руб.;

d – ставка дисконта, характеризующая эффективность вложенного капитала в t -году;

T – период прогнозирования.

При прогнозировании должно учитываться множество факторов: состояние национальной экономики и перспективы ее развития, тенденции развития рынка, изменения во внешних связях организации и т.д. В ходе прогнозирования дается

логическая оценка того, как перечисленные факторы влияют на получение доходов от владения предприятием. Прогнозы будут являться результатами суждений, которые выносят эксперты на основе анализа исходной информации и тенденций, выявленных экономической теорией. Расчет перспективных валовых доходов связан с прогнозированием конъюнктуры рынка, цен на продукцию, объемов производства и сбыта. Для целей анализа признаются лишь действительные изменения в денежном потоке, то есть изменения соотношения денежных поступлений и денежных отчислений, а не просто операции, отражаемые в бухгалтерских документах как перераспределение затрат и не имеющие денежного характера.

При прогнозировании денежных потоков приток и отток денежных средств систематизируется по трем сферам принятия управленческих решений: хозяйственная деятельность, инвестирование и финансирование. Инвестиционные расходы должны включать в себя предпроизводственные затраты, связанные с выполнением прикладных научно-исследовательских работ, опытно-конструкторских разработок, технической подготовки и освоения производства. Учитываются новые капитальные вложения, охватывающие затраты на приобретение (изготовление) нового оборудования, включая его установку, монтаж и освоение, затраты на модернизацию действующего оборудования, затраты на строительство и реконструкцию зданий и сооружений, затраты на новую технологическую оснастку и модернизацию имеющейся. Капитальные вложения в имеющиеся фонды, если они будут использоваться дальше, учитываются по остаточной стоимости. Если фонды высвобождаются, то выручка от их продажи или утилизации представляет собой приток денежных средств. Основные фонды – это наиболее сложный объект прогнозирования, поскольку они не подлежат ежегодной замене, поэтому довольно трудно прогнозировать затраты на замещение старых изношенных активов. Их эффективное использование возможно на основе тщательно сбалансированного, перспективного и оперативного планирования производственно-хозяйственной деятельности строительных организаций. Для освоения новой продукции возможно привлечение кредитных средств, что также увеличивает величину денежного потока. Однако сложный механизм и ограничения по финансовому состоянию строительных организаций при оформлении банковских кредитов сдерживают их долю в инвестиционном процессе.

Потребность в оборотном капитале – это часть инвестиционных издержек. Оборотный капитал необходимо оценить, чтобы учесть дополнительную потребность в денежных средствах на финансирование товарно-материальных запасов, роста дебиторской задолженности, резервов в случаях задержек платежей. Текущие издержки на производство продукции классифицируются в соответствии с принципами



управленческого учета и включают в себя прямые материальные затраты, прямые трудовые затраты, общехозяйственные расходы, расходы на реализацию и административные расходы, подразделяющиеся на постоянные и переменные. Амортизация на реновацию основных фондов по своей сущности является издержками, но так как соответствующие деньги не покидают расчетный счет организации, то организация может временно использовать их. Поэтому при расчете денежных потоков амортизация на реновацию основных фондов учитывается как приток денежных средств.

Для оценки денежных потоков организации прибавляется изменение долгосрочной задолженности организации за рассматриваемые периоды. Таким образом, задача оценки верхней границы рыночной стоимости строительной организации сводится к нахождению суммарной текущей стоимости годовых денежных потоков, прогнозируемых на период времени, равный жизненному циклу выпускаемой продукции.

Анализ зарубежной практики оценки предприятий показывает, что прогнозы денежных потоков разрабатываются обычно на 4 года, на следующие четыре года делаются предположения о темпах роста денежных потоков, а после 8 лет функционирования предприятия предполагается постоянный поток доходов. Условия перехода России к рыночным отношениям характеризуются низкой степенью надежности прогнозов по экономическим, политическим и социальным аспектам, поэтому рекомендуется принимать расчетный прогнозный период, равный 3 годам. Более длительный период прогноза не обеспечит достоверность данных, а более короткий период прогноза не позволит увидеть тенденцию роста бизнеса. Даже грубый прогноз на любой срок лучше отсутствия всякого прогноза на это время. Для оценки стоимости строительной организации на базе его будущих чистых доходов составляется спектр прогнозов — реалистичный, пессимистичный и оптимистичный. Строительство как отрасль материального производства имеет свои отличительные особенности, которые тесно связаны с особенностями строительной продукции и технологии её получения. Процесс возведения строительной продукции требует значительных сроков, больших затрат рабочего времени, поэтому в современных рыночных условиях время является важнейшим фактором строительного производства.

Характеризуя масштабы инфляции в строительной отрасли, следует иметь в виду, что они отличаются от масштабов потребительской инфляции. Дело в том, что в строительстве ни один вид потребляемых ресурсов не попал в число защищаемых государством, контролируемых правительством или поддерживаемых дотациями. Основными причинами роста цен в строительной отрасли являются следующие:

- а) введение свободных цен на строительные материалы и конструкции;
- б) удорожание строительных материалов, не

имеющих отечественных аналогов, пропорционально росту курса доллара США, а значит, в 3,5-4 раза.

в) существенный рост средней заработной платы по сравнению с учтенной величиной в индексах строительно-монтажных работ.

Сопоставление индекса потребительских цен (по данным Госкомстата РФ) за 1999-2005 гг. и индексов удорожания строительно-монтажных работ, по данным Постановлений Кабинета Министров РФ, показал, что темпы роста обесценения строительно-монтажных работ, материалов и сырья в строительной отрасли выше, чем темпы инфляции.

Таким образом, инфляция порождает неконтролируемый рост цен практически на все потребляемые в строительстве ресурсы, ведет к обесцениванию прибыли и недостатку начислений амортизации для обеспечения простого воспроизводства собственных основных фондов.

При построении прогнозов развития строительной организации очень важно правильно определить свободный денежный поток, чтобы не допустить несоответствие между денежным потоком и ставкой дисконтирования, используемой для расчета стоимости строительной организации. Корректность определения ставки дисконтирования, применяемая к чистому денежному потоку, имеет огромное значение при вычислении текущих стоимостей будущих денежных потоков. От выбора ставки дисконтирования зависит конечная величина текущей стоимости денежного потока, которая является ценой осуществляемой сделки между продавцом и покупателем.

Ставка дисконта — это мера не только ежегодной доходности, но и риска, поэтому она должна обеспечивать премию за все виды рисков, сопряженных с инвестированием в оцениваемую строительную организацию.

Интервальная стоимостная оценка строительных организаций позволяет ответить на вопрос о том, не приведет ли выделение средств на инвестиционное развитие к нарушению платежеспособности, сможет ли строительная организация эффективно осуществлять одновременно финансирование текущей производственной и долгосрочной инвестиционной деятельности, а также реально способствует привлечению стратегических инвесторов, т.к. полностью удовлетворяет их потребности в информации о перспективах финансового состояния организации, о степени инвестиционного риска и эффективности инвестиций в данную организацию.

Литература

1. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. — М.: Финансы и статистика, 2004.
2. Профессиональный научно-практический журнал "Вопросы оценки", №№1, 2, 3, 2003 – 2005 гг.