

Оценка стоимости пакета акций предприятий в условиях ограниченной информации

Т.С. Коляденко

директор ООО «Белазор», г. Новосибирск

В рамках проводимой Правительством Российской Федерации в последние два-три года политики, направленной на повышение эффективности управления государственным имуществом, в том числе посредством приватизации государственных предприятий и продажи мелких пакетов акций ранее приватизированных предприятий, перед оценщиками поставлены задачи проведения оценки пакетов акций, находящихся в государственной собственности, с целью их продажи и определения начальной цены подлежащего приватизации государственного имущества. И если оценкой стоимости крупных пакетов акций занимаются московские оценочные компании, то оценка небольших пакетов акций (малопривлекательных, с точки зрения потенциального инвестора) небольших предприятий западной и восточной Сибири легла на плечи оценщиков Западно-Сибирского округа, в частности оценщиков города Новосибирска. При содействии некоммерческого партнерства «Новосибирская палата оценщиков» (НП НПО) Российский фонд федерального имущества (РФФИ) заключил договоры с рядом фирм, являющихся членами партнерства, на оценку пакетов акций предприятий Сибирского региона. Все эти предприятия относятся к разряду мелких и средних – автотранспортные, деревообрабатывающие, хлебокомбинаты и другие предприятия местной промышленности. Особенности работы по оценке небольших государственных пакетов акций является высокая себестоимость работ из-за разбросанности предприятий по всему региону (Красноярский край, Иркутская область, Кузбасс и т. д.) при небольшой вели-

чине гонорара за проведенную работу, обусловленной малой величиной самих пакетов акций, подлежащих оценке.

Столкнувшись на практике с определенными ограничениями при оценке небольших пакетов акций: высокой себестоимостью работ (большими накладными расходами, обусловленными необходимостью командировок) при относительно небольшой стоимости договорных работ по оценке и трудностью получения информации о деятельности предприятия, вызванной отсутствием заинтересованности руководителей предприятий в результатах оценки, наша фирма разработала свой алгоритм проведения работ по оценке пакетов акций в условиях недофинансирования и ограниченного доступа к информации.

Как правило, акции небольших предприятий не котируются на фондовом рынке. Сделки по продажам подобных пакетов акций – единичны, достоверная информация о суммах сделок отсутствует, поэтому при использовании сравнительного подхода при оценке государственных пакетов акций мелких предприятий можно опираться на цены предложения на продажу пакетов акций предприятий-аналогов, публикуемых в журнале «Реформа», а также воспользоваться информацией о продажах пакетов акций, принадлежащих предприятиям-банкротам. Эту информацию можно получить в местных саморегулируемых организациях арбитражных управляющих.

Любая работа по оценке предприятия начинается со знакомства с объектом оценки и сбора информации. Если доступ на предприятие затруднен по какой-либо причине (например, руководство предприятия

не заинтересованно в результатах оценки) или невозможно выехать на объект из-за высоких накладных расходов (проезд, командировочные расходы), следует воспользоваться альтернативными источниками получения информации.

К ним прежде всего относятся *Сибирское межрегиональное отделение Российского фонда федерального имущества, Управление статистики области, отделения Российского общества оценщиков (РОО) и некоммерческое партнерство «Сибирская палата оценщиков*. Какими документами располагают эти организации и какую информацию можно извлечь из этих документов?

1. *РФФИ* – копия устава, учредительные документы, план приватизации, балансы предприятия и отчет о работе предприятия за год. Справка о задолженности в бюджет, данные о начислении и выдаче дивидендов.

Из этих документов можно выяснить:

- изменился ли вид деятельности предприятия с момента приватизации, какие изменения произошли в составе основных средств (ОС) с момента приватизации;

- проверить, не идет ли распродажа ОС, и не является ли полученная выручка (прибыль) выручкой от реализации ОС, а не от основной деятельности. Это необходимо для определения потенциального валового дохода при использовании доходного подхода;

- определить соотношение площади всех помещений к количеству сотрудников, работающих на момент оценки и сравнить с нормами по отрасли (можно воспользоваться типовыми проектами производственных зданий, в которых имеются данные об общей площади здания и количестве рабочих мест). Если соотношение – площадь/количество сотрудников превышает нормативное (например, для научно-исследовательских и проектных институтов – 25 метров на одно рабочее место), то велика вероятность, что основной доход предприятию приносит сдача в аренду помещений. Это необходимо учитывать при определении потенциального чистого операционного дохода и ставки капитализации (дисконтирования) при использовании доходного подхода.

Если же ОС предприятия в основном состоят из автотранспорта, дорожно-строитель-

ной техники, то следует посчитать соотношение – количество единиц техники/количество сотрудников, чтобы понять, осуществляет ли предприятие производственную деятельность или живет за счет сдачи в аренду техники.

При проведении оценки предприятия очень важно определить, какой вид деятельности составляет основную часть его выручки. Это важно для правильного выбора предприятий-аналогов, показатели деятельности которых необходимо учитывать в процессе оценки. Такие показатели, как рентабельность продаж, рентабельность производства могут быть использованы при применении доходного подхода, а значение величины фондоотдачи – для установления величины функционального износа при использовании затратного подхода.

Также обязательно следует определить такие показатели, как выработка на человека в месяц и фондоотдача (выручка/основные средства), сравнить их со среднеотраслевыми, чтобы понять, насколько эффективно работает предприятие. Это позволит установить, имеет ли предприятие потенциал (материальную базу и трудовые резервы) для роста дохода, выявить тенденции изменения дохода и более точно спрогнозировать величину потенциального дохода. При использовании затратного подхода соотношение фондоотдачи оцениваемого предприятия и среднеотраслевого может служить показателем функционального износа основных средств.

Соотношение количества сотрудников, работающих на момент оценки, и количества сотрудников, работающих на момент приватизации (при сохранении неизменным состава ОС) показывает изменение степени загрузки ОС, а также может служить показателем функционального износа ОС.

2. *Статистическое управление* может предоставить балансы предприятий (форма № 1 и формы № 2 и № 5 приложения), данные о количестве сотрудников как оцениваемых предприятий, так и предприятий-аналогов за длительный период. Это поможет выявить тенденции развития предприятия и обосновать прогноз на будущее.

3. *Областное отделение РОО и НП «Сибирская палата оценщиков»* могут предоставить данные об индексах удорожания строительных работ на момент оценки, если предприятие находится в Сибирском федеральном округе, и окажут содействие в поиске базы данных по стоимости продажи и аренды производственных помещений, расположенных в области, а также индексы удорожания по группам ОС. Это необходимо при использовании затратного подхода.

Собрав необходимые данные, можно непосредственно перейти к оценке.

Метод Чистых Активов. Величину чистых активов рассчитываем согласно действующему порядку, утвержденному приказом Министерства финансов Российской Федерации от 29 января 2003 года № 10н. При этом активы и пассивы оцениваем по рыночной стоимости.

Пассивы. Исходя из акта сверки платежей предприятия и налоговой инспекции (эти акты имеются в РФФИ) определяем, отражены ли в балансе предприятия пени и штрафы, подлежащие уплате в бюджет. Если не отражены, то вводится поправка, увеличивающая кредиторскую задолженность (КЗ) предприятия на величину пеней и штрафов. По справке о величине кредиторской задолженности (форма № 5 приложения к балансу) устанавливается кредиторская задолженность, по которой истек срок исковой давности. Вводится поправка, уменьшающая величину кредиторской задолженности на величину просроченной КЗ, минус налог на прибыль с этой суммы, которую придется уплатить при списании КЗ.

Активы. Корректируем дебиторскую задолженность на величину просроченной задолженности (приложение к балансу – справка о дебиторах-кредиторах).

Основные средства. Если есть возможность (данные), то используем метод прямого пересчета стоимости. Индексы может предоставить РОО. Они также содержатся в справочном издании КО-ИНВЕСТ. Данные о технических характеристиках ОС можно получить в РФФИ (Фонд имущества как совладелец предприятия имеет возможность потребовать от руководства предприятия эти данные). Данными о пло-

щах помещений предприятий в обязательном порядке располагает РФФИ. Среднюю стоимость 1 квадратного метра недвижимости в городе, в котором находится оцениваемое предприятие, можно посмотреть на соответствующем сайте в интернете или узнать, обратившись в соответствующее отделение РОО. В случае отсутствия технических характеристик необходимо установить дату проведения последней переоценки и сделать индексацию стоимости ОС в соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 15 ноября 2002 года №1611-р «О переоценке основных средств и нематериальных активов бюджетных учреждений». После этого приступаем к учету внешнего и функционального износов. Функциональный износ рассчитываем как соотношение количества сотрудников на момент оценки к количеству сотрудников на момент приватизации или соотношению фондоотдачи оцениваемого предприятия к фондоотдаче предприятий-аналогов. Внешний износ рассчитываем исходя из величины корректирующего коэффициента, учитывающего особенности ведения предпринимательской деятельности в зависимости от типа населенного пункта в области. Этот коэффициент утверждается законом области, в которой находится оцениваемое предприятие, «О едином налоге на вмененный доход».

Доходный подход. В связи с тем, что при оценке небольших пакетов акций о планах преобразования предприятия известно, как правило, немного, мы считаем, что при применении доходного подхода предпочтительнее использовать метод капитализации чистого дохода, в котором стоимость предприятия (100 % пакета акций) рассчитывается по формуле:

$$Ст = ЧД/Ск,$$

где ЧД – чистый доход,

Ск – ставка капитализации дохода.

Таким образом, для расчета стоимости предприятия необходимо определить ЧД и выбрать Ск.

Для расчета ЧД существуют следующие варианты:

1) если предприятие является прибыльным, то можно действовать согласно «Правилам определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества», утвержденным постановлением Правительства Российской Федерации от 31.05.2002 № 369, согласно которым стоимость акций рассчитывается исходя из средней арифметической величины чистой прибыли открытого акционерного общества за последние 3 года;

2) второй вариант – предприятие прибыльное, но имеется значительный разброс по величине прибыли по годам. В этом случае определяем средневзвешенную чистую прибыль с учетом тенденции ее изменения во времени;

3) предприятие малоприбыльное или убыточное – ЧД рассчитываем исходя из величины валовой выручки, умноженной на среднюю рентабельность продаж предприятий-аналогов, данные по которым предоставляет статистическое управление, или на среднюю рентабельность по отрасли, что несколько хуже, так как при этом не учитываются местные условия и величина предприятия;

4) если при анализе деятельности предприятия мы пришли к выводу, что основной доход составляет доход от сдачи в аренду помещений или техники, то величину ЧД рассчитываем исходя из среднерыночной стоимости арендной платы за квадратный метр аналогичных помещений или за единицу техники;

5) в случае, если оцениваемое предприятие, а также предприятия-аналоги, расположенные в том же регионе, являются убыточными, величину ЧД можно рассчитать в соответствии с законом области «О едином налоге на вмененный доход».

Для расчета СК также существует несколько вариантов:

1) согласно Правилам определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества,

утвержденным постановлением Правительства Российской Федерации от 31.05.2002 № 369, в качестве ставки капитализации применяется ставка рефинансирования Центрального банка Российской Федерации;

2) согласно нормативам эффективности капиталовложений в отрасль;¹

3) если оцениваемое предприятие занимается бизнесом на основе использования недвижимости (гостиницы, санатории, просто сдача в аренду), то для таких предприятий существуют определенные логические границы его стоимости. В общем случае продажная цена предприятия не может быть меньше рыночной стоимости его собственного материального капитала и больше пятикратной годовой чистой прибыли до налогообложения.² Исходя из сказанного в расчетах ставку капитализации дохода можно принять равной 20 процентам;

4) в качестве ставки капитализации используем среднее значение мультипликатора прибыль/реальный собственный капитал для предприятий-аналогов (рассчитывается по данным статистического управления). Реальный собственный капитал рассчитываем по данным баланса:

Капитал и резервы + Доходы будущих периодов + Фонды потребления – Убытки – Балансовая стоимость собственных акций, выкупленных у акционеров, – Задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал – Целевое финансирование и поступления;

5) используем кумулятивный подход для расчета ставки капитализации (этот подход широко освещен в литературе).

При согласовании результатов рекомендуем действовать согласно указанным «Правилам определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества», в которых приведены достаточно реальные весовые коэффициенты, которые можно ис-

¹ Существуют справочники нормативов эффективности капитальных вложений по отраслям промышленности и народного хозяйства, например «Нормативы капитальных вложений». Справочное пособие / Под редакцией А.А. Малыгина. М.: Экономика, 1990.

² Гленн М. Десмонд, Ричард Э. Келли. Руководство по оценке бизнеса. М., 1996.

пользовать для расчета стоимости миноритарных пакетов акций, владельцы которых не имеют возможности вмешиваться в процесс управления предприятием. Так, при использовании только двух подходов к оценке, весовые коэффициенты распределяются следующим образом: доходный подход – 0,7, затратный – 0,3. Коэффициенты контроля, приведенные в этих правилах, также

достаточно реальны. После чего необходимо сделать скидки на ликвидность и неразмещенность акций на фондовом рынке.

Таким образом, рыночная стоимость миноритарного пакета акций, определенная посредством описанного алгоритма, является достаточно достоверной для того, чтобы использовать ее в качестве стартовой цены при продаже такого пакета на аукционе.



КОНСУЛЬТАЦИОННЫЙ СЕМИНАР 15–16 АПРЕЛЯ 2004 года

**РЫНОК ЗЕМЛИ И НЕДВИЖИМОСТИ В РФ:
ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ И ПРАКТИКА
ПРАВОПРИМЕНЕНИЯ**

**Москва, Российская академия госслужбы
при Президенте Российской Федерации**

Цель семинара – обсудить проблемные вопросы, возникающие при обороте недвижимости.

Семинар предназначен для руководителей и юристов предприятий – владельцев недвижимости, арендаторов и пользователей недвижимости, строительных организаций. Также приглашаются девелоперы и агенты по недвижимости.

В программе:

- правовое регулирование рынка земли и недвижимости в РФ;
- полномочия органов государственной власти и местного самоуправления по распоряжению земельными участками;
- проблемы установления сервитутов на земельные участки;
- практические вопросы государственной регистрации прав на земельные участки и расположенные на них объекты недвижимости;
- государственная регистрация права на вновь созданные объекты недвижимости;
- практика рассмотрения споров по сделкам с недвижимым имуществом;
- практика арбитражных судов по спорам о государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним.

Более подробную информацию можно получить у организатора – компании «Бизнес-Семинары» www.business-seminars.ru

Тел.: (095) 937-58-09 (многоканальный) факс: (095) 363-02-58(59)

E-Mail: info@business-seminars.ru