

**Алексей Александрович Балабин**

*(кандидат экономических наук, доцент кафедры менеджмента  
Новосибирского государственного технического университета, ведущий инженер  
Центра ресурсной экономики Института экономики и организации промышленного  
производства Сибирского отделения Российской академии наук, г. Новосибирск)*

**Наталья Александровна Щербакова**

*(кандидат экономических наук, доцент кафедры менеджмента  
Новосибирского государственного технического университета, г. Новосибирск)*

## **ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ДОБЫВАЮЩЕЙ КОМПАНИИ**

**Ключевые слова:** *оценка стоимости бизнеса, стандарты оценки, приватизация, добывающая компания, фундаментальная стоимость компании.*

На сегодняшний день добывающие отрасли (нефтяная, газовая, угольная, горно-металлургическая и т.п.) являются весомой частью российской экономики. И вновь для целей пополнения федерального бюджета в условиях кризиса актуален вопрос о частичной приватизации некоторых крупных предприятий (в том числе и в сырьевом секторе нашей экономики, в обсуждениях упоминаются ОАО «НК «Роснефть"», АК «Алроса» (ПАО), ПАО АНК «Башнефть»). Отмечается, что «...все приватизационные сделки должны строго соответствовать нормам и требованиям закона... Необходимо обеспечить и максимальную прозрачность этих сделок как для их участников, так и для общественности... Не должно быть продаж акций за бесценок, по бросовой цене» [1].

Рассмотрим, какие законодательные и методические нормы и требования существуют в настоящее время в нашей стране в сфере оценки бизнеса и как они действуют применительно к добывающим компаниям. На первый взгляд кажется, что это достаточно проработанная в научном и правовом отношении тема [2–5]. Есть нормативные и законодательные акты в этой сфере [6–8]. Но каждый раз при изменениях в составе собственников сколько-нибудь значимой сырьевой компании или ее части (не говоря уже о приватизации) снова и снова ставится вопрос о справедливости полученной оценки: не получил ли необоснованной выгоды покупатель, не продешевил ли продавец.

Рассмотрим недостатки традиционных методик оценки. Основываясь на федеральных

стандартах [9], оценщики обязаны проанализировать три подхода к оценке объекта – сравнительный, доходный и затратный, а при выборе используемых в конкретной ситуации подходов они должны учесть возможность применения каждого из них, цели и задачи оценки, предполагаемое использование результатов оценки, допущения, полноту и достоверность исходной информации.

Сравнительный подход, основанный на получении стоимости объекта оценки в результате сравнения его с объектами-аналогами, рекомендуется применять, когда доступна достоверная и достаточная для анализа информация о ценах (совершенных сделок или/и предложений) и характеристиках объектов-аналогов. Это довольно легко сделать при оценке маленького бизнеса, например автозаправки. Еще проще – при оценке недвижимости на активных рынках, например квартир. Однако данный подход почти невозможно применить для крупных компаний, составляющих олигополию на рынке. Например, если нужно оценить акции компании «Роснефть», то оценщику нужно найти некую похожую на «Роснефть» компанию, которую предлагают на продажу или продавали в недавнем прошлом при похожих обстоятельствах.

В качестве цены предложения теоретически можно использовать цены акций некоторых публичных добывающих компаний, которые торгуются на фондовых биржах, и рассчитать рыночную капитализацию компании (путем умножения количества выпущенных акций на

их текущую биржевую цену), однако есть много спорных моментов.

Во-первых, на практике рыночная капитализация – это очень изменчивая величина, которая часто следует за спекулятивными трендами рынка ценных бумаг. Так, в таблице представлено изменение стоимости акций «Роснефть» и барреля нефти Brent за декабрь 2014 г. На основе этих данных четко прослеживается падение стоимости акций на 16% за

короткий временной период (один месяц), в то время как согласно годовому отчету «Роснефти» за 2014 г. показатель EBITDA данной компании изменился (причем увеличился) за целый год (с 2013 по 2014 г.) всего на 12% (с 947 до 1057 млрд руб.). Из таблицы видно также, что цена акции «Роснефть» за этот период упала на 16%, в то время как цена барреля нефти в долларовом эквиваленте уменьшилась на 17%, а в рублевом, наоборот, возросла (на 5%).

#### Изменение стоимости акции «Роснефть» и барреля нефти

Показатель	Значение на 1 декабря 2014 г.	Значение на 30 декабря 2014 г.	Изменение, %
1. Стоимость акции «Роснефть», руб. [10]	233,50	195,80	-16
2. Стоимость барреля нефти Brent, долл. [11]	70,15	57,93	-17
3. Курс доллара, руб. [12]	49,32	56,68	+15
4. Стоимость барреля нефти Brent, руб. (строка 2 * строка 3)	3459,80	3283,47	+5

Во-вторых, в биржевую торговлю вовлекаются далеко не все выпущенные акции [13].

Даже с учетом того, что в рамках технического анализа биржевого рынка существуют разнообразные методы сглаживания динамических рядов цен и их прогнозирования, все же предсказать достоверно движение цены и тем более указать некую «справедливую» цену акций, характеризующую реальную рыночную стоимость, не удастся. Представляется, что стоимость стабильно функционирующей компании (каковой является «Роснефть») должна представлять собой некую величину, не зависящую от краткосрочных спекулятивных действий участников фондового рынка. Поэтому применение в рамках сравнительного подхода текущих биржевых оценок напрямую в случае оценки стоимости добывающих компаний может дать только некий ориентир, но не искомую величину реальной стоимости компании.

Доходный подход к оценке, основанный на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки, наиболее полно отвечает сущности бизнеса. Его рекомендуется применять, если имеется достоверная информация для прогнозирования будущих доходов и расходов, связанных с объектом оценки. Основные методы данного подхода основаны на дисконтировании денежных потоков и капитализации дохода.

Кажущаяся простота в условиях общеизвестности формул оценки [14] обманлива: существуют разночтения в методиках расчета этих денежных потоков, в трактовке состава показателей, включаемых в денежные потоки предприятия, и в правилах расчета самих этих показателей (например, изменения собственного оборотного капитала).

К тому же при практическом применении доходного подхода возникает необходимость прогнозирования денежных потоков на несколько лет, при этом потоки зависят от цен на производимую продукцию, объемов ее выпуска и, конечно же, от изменений внешней среды.

Вектор инновационного развития, актуальный в России в настоящее время [15], также определяет сложности при прогнозировании доходности добывающих компаний, ориентированных на внедрение инновационных методов добычи и нововведений в других сферах деятельности.

Таким образом, точность прогнозирования применительно к добывающим компаниям очень сомнительна, так как они сталкиваются с более высокой изменчивостью цен на ресурсы, малопредсказуемым изменением курсов иностранных валют, большой зависимостью от макроэкономических и внешнеполитических факторов риска.

Например, для оценки компании «Роснефть» с помощью доходного подхода, оценщику нужно уверенно сказать, каковы будут цена и спрос на добываемую этой компанией нефть лет на пять вперед.

При этом фундаментальную стоимость бизнеса все же лучше определять именно на основе доходного подхода, используя методы добавленной экономической ценности (EVA) или дисконтирования денежных потоков [16].

Рассмотрим еще один из возможных подходов к оценке – затратный. Согласно стандартам «применение затратного подхода носит ограниченный характер и данный подход, как правило, применяется, когда прибыль и (или) денежный поток не могут быть достоверно определены, но при этом доступна достоверная информация об активах и обязательствах организации, ведущей бизнес». Активы добывающих компаний носят преимущественно специализированный характер, и для их оценки часто единственно возможным является затратный подход, который многие трактуют как «не вполне рыночный» [17]. Ресурсы, которые разрабатывает добывающая компания, являются невозобновляемыми, а каждое месторождение уникально, что отражается на точности оценки.

Следовательно, оценка стоимости компании сильно зависит от наличия и непрерывности пополнения доступных ей запасов ископаемых, а ведь значительная часть недр суши и морского шельфа остается недостаточно изученной, геологоразведочные работы идут медленно или вовсе не идут. Соответственно, оценка стоимости с применением затратного подхода для добывающей компании зависит от того, какими производственными мощностями и ресурсами она располагает на момент оценки стоимости и какими доступными запасами она будет располагать в будущем, а также от того, насколько реалистично предсказание этого параметра. При этом согласно классическим методикам оценки результат оценки бизнеса с использованием затратного подхода статичен и не учитывает прогнозных активов.

В соответствии с п. 11.1 Приказа Минэкономразвития России от 1 июня 2015 г. №326 «Об утверждении Федерального стандарта оценки "Оценка бизнеса (ФСО №8)"» [18] при использовании затратного подхода выбранный оценщиком метод проведения оценки бизнеса

применяется с учетом ожиданий относительно перспектив деятельности организации (ее следует рассматривать как действующую или как ликвидируемую).

Исполнение принципа непрерывности деятельности для конкретной добывающей компании в определенной стране вовсе не очевидно, что потребует введения дополнительных допущений при оценке.

Говоря о любом используемом в оценке стоимости бизнеса подходе, следует также учесть, что ситуация существенно усложняется постоянно меняющимися в нашей стране правилами государственного регулирования добывающих отраслей. Например, происходят постоянные корректировки ставок таможенных пошлин, акцизов и налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ). В 1990-х гг. целью такого маневра было стимулирование экспорта, затем – изменение структуры экспорта сырой нефти и продуктов нефтепереработки, с 2013 г. началось обсуждение проблемы перераспределения доходов, получаемых Беларуссией от экспорта продуктов нефтепереработки российской нефти. В 2014 г. предельная ставка экспортной пошлины снижалась на нефть с 59% в 2014 г. до 30% в 2017 г. при одновременном увеличении базовой ставки НДПИ на нефть с 493 руб. за тонну в 2014 г. до 919 руб. в 2017 г. Также были увеличены ставки экспортных пошлин на нефтепродукты и снижены ставки акцизов на моторные топлива [19]. И даже до конца 2017 г. нет определенности в величине ставок, вновь готовится корректировка параметров «налогового маневра». При таких обстоятельствах плановые денежные потоки и, следовательно, оценка стоимости российской нефтяной компании становятся неопределенными величинами.

Следует также обратить внимание на расхождение результатов оценки стоимости предприятия, полученных с помощью различных подходов, часто значительные [20]. Это объясняется неразвитостью рынка, существенными отличиями между предприятиями даже одной сферы, сильной зависимостью эффективности функционирования аналогичных компаний от уровня управления.

В целом представляется, что стоимость бизнеса, полученная с использованием затратного подхода, может использоваться, пре-

жде всего, в качестве критерия эффективности функционирования предприятия, сравнительного – отражает ситуацию на рынке (возможно, кратковременную), а фундаментальную стоимость бизнеса лучше определять на основе доходного подхода.

#### *Библиографический список*

1. Стенограмма выступления Президента Российской Федерации на совещании по вопросам приватизации в Кремле 1 февраля 2016 г. – URL : <http://kremlin.ru/events/president/news/51249>.
2. Абрамс, Д. Количественная оценка бизнеса. Математический подход для современных профессионалов / Д. Абрамс ; пер. с англ. – М. : Лаборатория Книги, 2014. – 502 с.
3. Елисеев, В.М. Системная технология оценки стоимости крупных производственных комплексов / В.М. Елисеев ; отв. ред. М.В. Лычагин. – Новосибирск : ИЭОПП СО РАН, 2004. – 212 с.
4. Концептуальные основы финансовой отчетности (Conceptual Framework for Financial Reporting). – URL : [http://minfin.ru/common/upload/library/2014/06/main/kontseptualnye\\_osnovy\\_na\\_sayt\\_bez\\_predislo-viya\\_-\\_kopiya.pdf](http://minfin.ru/common/upload/library/2014/06/main/kontseptualnye_osnovy_na_sayt_bez_predislo-viya_-_kopiya.pdf).
5. Щербаков, В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – 4-е изд-е, перераб. и доп. – М. : Изд-во ОМЕГА-Л, 2012. – 315 с.
6. Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО №1)» : приказ Минэкономразвития России от 20 мая 2015 г. №297. – URL : <http://www.consultant.ru>.
7. Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО №8)» : приказ Минэкономразвития России от 1 июня 2015 г. №326. – URL : <http://www.consultant.ru>.
8. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : федеральный закон Российской Федерации от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ. – URL : <http://www.consultant.ru>.
9. Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО №1)»... – URL : <http://www.consultant.ru>.
10. Investfuture. Акции Роснефти. – URL : <http://investfuture.ru/securities/id/99>.
11. Калькулятор. Справочный портал. Стоимость нефти Brent за декабрь 2014. – URL : <https://www.calc.ru/dinamika-Brent.html?date=2014-12>.
12. Курс доллара и евро в 2014 г. – URL : <http://www.consultant.ru/law/ref/stavki/kurs-dollar-euro/>.
13. Балабин, А.А. Зачем «Газпрому» рыночная капитализация? / А.А. Балабин // ЭКО. – 2015. – №3. – С. 98–115.
14. См., например: Щербаков, В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)... – 315 с.
15. Межов, С.И. Эффективность бизнеса в условиях инноваций / С.И. Межов // Экономика. Профессия. Бизнес. – 2015. – №1. – С. 82–85.
16. Щербаков, В.А. Аналитический инструментарий процедур оценки стоимости предприятия: проблемы и решения / В.А. Щербаков // Настольная книга практикующего оценщика. – Новосибирск : ЦЭРИС, 2013. – С. 230–237.
17. Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО №8)»... – URL : <http://www.consultant.ru>.
18. Там же.
19. Основные направления налоговой политики Российской Федерации на 2016 г. и на плановый период 2017 и 2018 гг. – URL : <http://www.consultant.ru>.
20. Межова, Л.Н. Ценностно-ориентированное управление современным предприятием / Л.Н. Межова, Н.А. Щербакова // Проблемы теории и практики управления. – 2014. – №3. – С. 103–108.

#### *References*

1. Stenogramma vyistupleniya Prezidenta Rossiyskoy Federatsii na soveshchaniy po voprosam privatizatsii v Kremle 1 fevralya 2016 g. – URL : <http://kremlin.ru/events/president/news/51249>.
2. Abrams, D. Kolichestvennaya otsenka biznesa. Matematicheskiy podhod dlya sovremennyih professionalov / D. Abrams ; per. s angl. – M. : Laboratoriya Knigi, 2014. – 502 s.
3. Eliseev, V.M. Sistemnaya tehnologiya otsenki stoimosti krupnyih proizvodstvennyih kompleksov / V.M. Eliseev ; отв. ред. М.В. Lychagin. – Novosibirsk : IEOPP SO RAN, 2004. – 212 s.

4. Kontseptualnyie osnovyi finansovoy otchetnosti (Conceptual Framework for Financial Reporting). – URL : [http://minfin.ru/common/upload/library/2014/06/main/kontseptualnye\\_osnovy\\_na\\_sayt\\_bez\\_predisloviya\\_-\\_kopiya.pdf](http://minfin.ru/common/upload/library/2014/06/main/kontseptualnye_osnovy_na_sayt_bez_predisloviya_-_kopiya.pdf).
5. Scherbakov, V.A. Otsenka stoimosti predpriyatiya (biznesa) / V.A. Scherbakov, N.A. Scherbakova. – 4-e izd-e, pererab. i dop. – M. : Izd-vo OMEGA-L, 2012. – 315 s.
6. Ob utverjdenii Federalnogo standarta otsenki «Obschie ponyatiya otsenki, podhodyi i trebovaniya k provedeniyu otsenki (FSO №1)» : prikaz Minekonomrazvitiya Rossii ot 20 maya 2015 g. №297. – URL : <http://www.consultant.ru>.
7. Ob utverjdenii Federalnogo standarta otsenki «Otsenka biznesa (FSO №8)» : prikaz Minekonomrazvitiya Rossii ot 1 iyunya 2015 g. №326. – URL : <http://www.consultant.ru>.
8. Ob otsenochnoy deyatel'nosti v Rossiyskoy Federatsii : federalnyiy zakon Rossiyskoy Federatsii ot 29 iyulya 1998 g. №135-FZ. – URL : <http://www.consultant.ru>.
9. Ob utverjdenii Federalnogo standarta otsenki «Obschie ponyatiya otsenki, podhodyi i trebovaniya k provedeniyu otsenki (FSO №1)»... – URL : <http://www.consultant.ru>.
10. Investfuture. Aksii Rosnefti. – URL : <http://investfuture.ru/securities/id/99>.
11. Kalkulyator. Spravochnyy portal. Stoimost nefti Brent za dekabr 2014. – URL : <https://www.calc.ru/dinamika-Brent.html?date=2014-12>.
12. Kurs dollara i evro v 2014 g. – URL : <http://www.consultant.ru/law/ref/stavki/kurs-dollar-euro/>.
13. Balabin, A.A. Zachem «Gazpromu» ryinochnaya kapitalizatsiya? / A.A. Balabin // EKO. – 2015. – №3. – S. 98–115.
14. Sm., naprimer: Scherbakov, V.A. Otsenka stoimosti predpriyatiya (biznesa)... – 315 s.
15. Mejov, S.I. Effektivnost biznesa v usloviyah innovatsiy / S.I. Mejov // Ekonomika. Professiya. Biznes. – 2015. – №1. – S. 82–85.
16. Scherbakov, V.A. Analiticheskiy instrumentariy protsedur otsenki stoimosti predpriyatiya: problemy i resheniya / V.A. Scherbakov // Nastol'naya kniga praktikuyuschego otsenschika. – Novosibirsk : TSERIS, 2013. – S. 230–237.
17. Ob utverjdenii Federalnogo standarta otsenki «Otsenka biznesa (FSO №8)»... – URL : <http://www.consultant.ru>.
18. Tam je.
19. Osnovnyie napravleniya nalogovoy politiki Rossiyskoy Federatsii na 2016 g. i na planovyy period 2017 i 2018 gg. – URL : <http://www.consultant.ru>.
20. Mejova, L.N. Tsennostno-orientirovannoe upravlenie sovremennym predpriyatiem / L.N. Mejova, N.A. Scherbakova // Problemy teorii i praktiki upravleniya. – 2014. – №3. – S. 103–108.