

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ И ЕГО ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ: ВЗАИМОДОПОЛНЯЮЩИЕ АСПЕКТЫ

А. П. Сырбу, А. Н. Джавадова, Я. А. Пекишева

ФГБОУ ВО «Тамбовский государственный технический университет», г. Тамбов, Россия

Рецензент д-р экон. наук, профессор С. П. Спиридонов

Ключевые слова: аграрный сектор; метод дисконтирования денежных потоков; метод капитализации; оценка стоимости предприятия; показатели финансовой устойчивости; финансовая устойчивость предприятия.

Аннотация: Рассмотрены взаимодополняющие аспекты теоретических подходов к оценке стоимости и финансовой устойчивости предприятия. Указаны основные трудности при проведении оценки предприятий с использованием доходного подхода, трудности оценки стоимости предприятий из аграрного сектора. Проведена оценка стоимости предприятия из аграрного сектора Тамбовской области доходным подходом с использованием метода дисконтирования денежных потоков.

Введение

Оценка стоимости предприятия (или оценка бизнеса (фирмы)) занимает важное место не только в современной экономической науке, но и в практической хозяйственной деятельности человека. Наряду с правильной оценкой стоимости предприятия важное место занимает определение его финансовой устойчивости, которое имеет важный практический смысл. Данные экономические категории связаны между собой и служат одной и той же цели – предоставление заинтересованным лицам развернутых сведений о текущем состоянии предприятия, а также позволяют спрогнозировать состояние предприятия в будущем. Потенциальные инвесторы всегда в поисках финансово-устойчивых предприятий, которые генерируют доходы при оптимальных для инвестора рисках. Верная оцен-

Сырбу Александр Петрович – кандидат экономических наук, доцент кафедры «Экономика», e-mail: former2002@mail.ru; Джавадова Айсел Нагы кызы – магистрант; Пекишева Яна Александровна – магистрант, ТамбГТУ, г. Тамбов, Россия.

ка предприятия и его финансовой устойчивости позволяют инвесторам, а также менеджменту, собственникам принимать взвешенные и, по крайней мере, обоснованные решения. Однако при выборе способов и методов оценки предприятия и его финансовой устойчивости могут возникнуть ряд сложностей, которые пользователь сведений об оценке и финансовой устойчивости предприятия должен учитывать. Также зачастую принято давать оценку предприятию и его финансовой устойчивости отдельно друг от друга, хотя, на наш взгляд, заинтересованным лицам важна информация как о стоимости бизнеса, так и возможности противостоять финансовым рискам. Финансовая устойчивость экономического субъекта предполагает равновесность и стабильность денежных потоков, которые обеспечивают его функционирование и развитие.

Теоретические подходы к оценке стоимости предприятия и его финансовой устойчивости

Существуют различные теоретические подходы как в оценке стоимости предприятия, так и его финансовой устойчивости.

Выделяют три подхода в оценке стоимости бизнеса: затратный, доходный и сравнительный. В составе каждого подхода выделяют различные методы, которые, в свою очередь, также имеют свои особенности: используют различные модели при расчете определенных коэффициентов, ставок. Применение того или иного метода – вопрос весьма сложный. Выбор метода зависит от многих факторов, так, например, при использовании сравнительного подхода важно наличие информации о рыночной нише, об отрасли, сфере экономики, в которой работает объект оценки. При использовании метода дисконтирования денежных потоков в доходном подходе значимым является расчет ставки дисконтирования.

Что касается финансовой устойчивости, то здесь в первую очередь внимание следует уделить расчету коэффициентов финансовой устойчивости предприятий и их идентичности. Большинство используемых в настоящее время коэффициентов рассчитываются как соотношение собственного и заемного капиталов предприятия, так как данные показатели необходимы для выработки решений в области управления финансовым блоком предприятия.

Эффективность деятельности фирмы напрямую зависит от уровня ее финансовой устойчивости. Являясь частью анализа финансовой деятельности предприятия, оценка финансовой устойчивости позволяет делать выводы об успешности хозяйственной деятельности фирмы и предпринимать соответствующие меры по поддержанию и восстановлению уровня устойчивости хозяйствующего субъекта.

Финансовая устойчивость зависит от различных факторов, таких как положение предприятия на рынке сбыта, спрос на выпускаемый товар, деловая репутация предприятия, уровень зависимости от внешних источников финансирования, рентабельность текущей деятельности, сроки расчетов с покупателями и степень их надежности. Данные факторы в свою

очередь влияют на стоимость предприятия. Управление же финансовой устойчивостью предприятия обеспечивает «стабильное получение прибыли; эффективное управление денежными потоками в целях бесперебойного обеспечения производства и продажи продукции; приемлемый уровень риска при формировании структуры капитала» [1].

Наиболее часто используемый в оценке стоимости бизнеса доходный подход основан на оценке факторов и рисков, влияющих на генерацию предприятием доходов. Предприятие, приносящее доход, имеет возможность обеспечить себе лучшие условия, например, при привлечении финансовых ресурсов, чем предприятия, испытывающие сложности при получении доходов. Доходный подход базируется на составлении прогноза будущих доходов предприятия. В работе [2] отмечено, что «при использовании данного подхода учитываются такие важные факторы, как продолжительность получения ожидаемого дохода, степень риска и др.». Предприятие, которое не является финансово устойчивым, не может получать стабильно доходы, а, следовательно, и обеспечивать постоянство денежных потоков. В данном случае применение, например, доходного подхода весьма затруднительно, в частности к предприятиям с нестабильным финансовым положением: «данный подход легче всего использовать к активам (фирмам), чьи денежные потоки в данный момент положительны и могут оцениваться с достаточной степенью надежности на будущие периоды, а также можно приблизительно оценить риск, необходимый для определения ставки дисконтирования» [3, с. 21]. Доходный подход дает качественную оценку при стабильности, постоянстве и продолжительности денежных потоков. Финансовая же устойчивость есть одна из характеристик стабильности и постоянства. Взаимосвязь между двумя этими категориями очевидна.

Наиболее популярными методами при использовании доходного подхода являются метод капитализации доходов, при котором учитываются доход предприятия за год и ставка капитализации, и метод дисконтирования денежных потоков, когда при расчетах применяется ставка дисконтирования. Критика данных методов доходного подхода отличается тем, что многие исследователи говорят о субъективности применяемых ставок капитализации и дисконтирования. Автор работы [3, с. 2] отмечает, что оценка «не является <...> объективным поиском истинной стоимости... <...>...Используемые при оценке модели, возможно, относятся к количественным, однако входные данные оставляют много простора для субъективных суждений».

Одним из сложных этапов оценки стоимости бизнеса на основе метода дисконтирования денежных потоков является определение ставки дисконтирования, которая влияет непосредственно на конечный результат оценки. Очень часто ставку дисконтирования при использовании метода дисконтирования денежных потоков рассчитывают, беря за базу ключевую ставку Центрального банка РФ, как ставку, по которой можно получить доход при наименьших экономических рисках на территории России. В дальнейшем к ключевой ставке за счет оценки рисков, которые сопровождают деятельность предприятия, прибавляют значения премий за риск.

Данный метод расчета ставки дисконтирования получил название «кумулятивного метода» и широко используется при оценке стоимости предприятия.

В свою очередь, при использовании метода дисконтирования денежных подходов применяются, как правило, две модели денежных потоков: для собственного и инвестированного капитала. Отличаются они разными подходами к включению в состав доходов тех или иных денежных потоков. Некоторые денежные потоки, например, оплата процентов по займам и кредитам не включаются в состав доходов, способствующих увеличению собственного капитала, а наоборот уменьшают его и включаются в состав расходов. Выбор модели денежного потока является первым этапом оценки предприятия методом дисконтирования денежных потоков [4].

Каковы же особенности оценки финансовой устойчивости предприятия? Первым этапом такой оценки является анализ структуры капитала, соотношение заемного и собственного капитала. На данном этапе важным является вопрос достоверности и применимости информации для расчетов. Основным источником информации является бухгалтерский баланс, в котором информация об имуществе предприятия представлена в виде разделов, отражающих стоимость активов и пассивов. В составе пассивов выделяются капитал и резервы, краткосрочные и долгосрочные обязательства. Однако сам баланс не дает информации о взаимосвязи между статьями пассива и актива. Остается неясным какие пассивы являются источниками каких активов [1]. Взаимосвязь можно установить лишь на основе предположений оценщика.

Важным является соотношение собственного и заемного капитала. Трудно в современной экономике представить предприятия, не использующие заемные средства. Заемные средства позволяют профинансировать развитие деятельности предприятия, также влияют на финансовую устойчивость и платежеспособность предприятия. По этой причине в первую очередь при оценке финансовой устойчивости обращают внимание на соотношение собственного и заемного капитала.

К показателям оценки финансовой устойчивости предприятия относят размер собственных оборотных средств; чистый оборотный капитал; коэффициенты финансовой независимости, соотношения заемных и собственных средств, маневренности, обеспеченности собственными оборотными средствами и т.п., источником для расчета которых являются значения заемных и собственных средств предприятия.

Как видно в основе расчета показателей финансовой устойчивости лежат различные вариации сочетания собственных и заемных источников формирования активов предприятия.

Особенности оценки стоимости предприятий агропромышленного комплекса

Для демонстрации особенностей оценки стоимости предприятия, которая зависит от различных факторов, в том числе от принадлежности предприятия к той или иной отрасли, проведем оценку стоимости предприятия из аграрного сектора Тамбовской области. На оценку предпри-

ятий аграрного производства в особенности влияют следующие факторы:

– природный фактор, под влиянием которого возникает нестабильность денежного потока, вследствие чего применение метода капитализации доходного подхода не является предпочтительным;

– длительность производства продукции, из-за чего в ценовой политике предприятий этого сектора отсутствует быстрая реакция на изменение внешних условий. Следовательно, требуется увеличение прогнозного периода при оценке стоимости;

– в рамках затратного подхода оценка стоимости земли, как основного имущества предприятий аграрного сектора, будет затруднена, так как отсутствует организованный рынок земли. Следовательно, получить рыночную информацию о стоимости земли затруднительно, разброс цен существенен;

– различие балансовой и рыночной стоимостей основных фондов из-за их большой изношенности. Как видно встает вопрос корректности используемой исходной информации.

Таким образом, учитывая все особенности влияния агробизнеса на его оценку, можно сделать вывод о том, что использование доходного подхода является более приемлемым для предприятий данной отрасли [5].

Основой доходного подхода является прогнозирование будущих доходов предприятия с последующим преобразованием их в показатель стоимости.

Метод капитализации доходов для оценки агробизнеса имеет ограничения в применении. Он подходит для оценки предприятий, у которых стабильны и хорошо прогнозируемы доходы и расходы. Однако сельскохозяйственные предприятия характеризуются нестабильным денежным потоком в связи с природными факторами, влияющими на аграрное производство, и сезонным характером производственных процессов, что не позволяет с точностью прогнозировать будущие доходы и расходы [6].

Целесообразным при использовании доходного подхода при оценке стоимости предприятий аграрного сектора является применение метода дисконтирования денежных потоков. В качестве примера проведем оценку стоимости предприятия из аграрного сектора Тамбовской области, а именно ООО «Агро Виста Тамбов». В качестве источника информации будет выступать бухгалтерский баланс общества.

Вначале необходимо определить ставку дисконтирования, применив кумулятивный метод. Расчеты приведены в табл. 1.

Для определения значения риска финансовой структуры (источников финансирования предприятия) с использованием данных бухгалтерского баланса общества на 01.01.2019 г. проведены расчеты следующих показателей:

1. Размер чистого оборотного капитала (**ЧОК**), тыс. р.,

$$\text{ЧОК} = \text{ОА} - \text{КО}, \quad (1)$$

$$\text{ЧОК} = 152957 - 992795 = 536722. \quad (2)$$

где ОА – оборотные активы, тыс. р.; КО – краткосрочные обязательства, тыс. р.

Таблица 1

Определение ставки дисконтирования для ООО «Агро Виста Тамбов»

Наименование риска	Значение, %	Пояснения
Руководящий состав	1	У ООО «Агро Виста Тамбов», начиная с момента создания в 2005 году, несколько раз менялся руководитель. Действующий генеральный директор назначен с 09.03.2017 г. За время существования организации наблюдался рост показателей. В 2018 году прибыль компании значительно увеличилась относительно 2017 года
Размер компании	2	На начальных этапах компания обрабатывала 2 700 га земли, в настоящее время около 45 000 га земли, в том числе 33 000 га пашни. Предприятие занимает определенное место на рынке Тамбовской области, но не является монополистом
Финансовая структура (источники финансирования предприятия)	3	Расчитанные показатели свидетельствуют о снижении финансовой устойчивости ООО «Агро Виста Тамбов», преобладании заемных средств над собственными, но в тоже время по показателям общей платежеспособности и текущей ликвидности обязательные нормативы выполнены
Товарно-территориальная диверсификация	2	Партнерами компании являются предприятия России и зарубежья, также общество координирует работу обособленных подразделений четырех районов Тамбовской области – Никифоровского, Мичуринского, Сосновского и Тамбовского
Диверсифицированность клиентуры	3	Главным критерием в определении значения данного риска является степень зависимости деятельности от количества клиентов
Прогнозируемость прибылей	3,5	Низкая прогнозируемость деятельности организаций АПК является высоким риском
Прочие риски	2,5	Прочим рискам подвержены любые компании
Безрисковая ставка	7,5	Действующая ключевая ставка ЦБ РФ с 17.06.2019 г.
Итого	24,5	

Примечание. Риски принимают значение 0 – 5 %.

Разница между оборотными активами и текущими обязательствами в отношении прошлых лет снизилась, что говорит о снижении финансовой устойчивости предприятия.

2. Коэффициент финансовой независимости $K_{ф.н}$

$$K_{ф.н} = \frac{К}{А}, \quad (3)$$

$$K_{ф.н} = \frac{986743}{2577801} = 0,4, \quad (4)$$

где К – капитал и резервы, тыс. р.; А – активы, тыс. р.

Нормативное значение данного показателя – более 0,5. Отметим, что при учете результата расчета показателя независимости необходимо также ориентироваться на среднеотраслевые значения по исследуемой области.

3. Коэффициент соотношения заемных и собственных средств $K_{с.з.и.с}$

$$K_{с.з.и.с} = \frac{ЗДС + ЗКС}{К}, \quad (5)$$

$$K_{с.з.и.с} = \frac{1411999}{986743} = 1,4, \quad (6)$$

где ЗДС, ЗКС – заемные долгосрочные и краткосрочные средства, тыс. р., соответственно.

Коэффициент соотношения заемных и собственных средств больше единицы говорит о преобладании заемных средств над собственными и служит признаком возможных проблем с возвратом заемных средств в будущем.

4. Коэффициент маневренности K_M

$$K_M = \frac{К - ВА}{К}, \quad (7)$$

$$K_M = \left(\frac{-61541}{986743} \right) = -0,06, \quad (8)$$

где ВА – внеоборотные активы, тыс. р.

Коэффициент маневренности имеет норматив более 0,5. Отрицательный коэффициент маневренности характеризует низкую финансовую устойчивость, в частности, что средства вложены в медленно реализуемые активы, а формирование оборотного капитала происходило за счет заемных средств.

5. Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами $K_{о.с.с}$

$$K_{о.с.с} = \frac{К - ВА}{ОА - ДЗ}, \quad (9)$$

$$K_{о.с.с} = \frac{-61541}{1446140} = -0,04, \quad (10)$$

где ДЗ – дебиторская задолженность, тыс. р.

Нормативным значением для коэффициента обеспеченности собственными оборотными средствами установлено значение выше 0,1. Отрицательное значение показателя может говорить о большой задолженности перед кредиторами или о том, что все оборотные активы или их часть сформированы за счет заемных источников.

6. Коэффициент общей платежеспособности $K_{о.п}$, который рассчитывается по балансу предприятия с использованием формулы (7)

$$K_{о.п} = \frac{A}{\text{ДО} + \text{КО}}, \quad (11)$$

$$K_{о.п} = \frac{2577801}{1591058} = 1,6, \quad (12)$$

где ДО – долгосрочные обязательства, тыс. р.

Нормальным уровнем данного показателя считается величина от единицы, рекомендуемое значение – от двух и более. Показатель общей платежеспособности общества – ниже рекомендованного значения, что говорит о снижении способности предприятия покрывать свои текущие и долгосрочные обязательства за счет имеющихся средств.

7. Для определения ликвидности выбран показатель текущей ликвидности $K_{т.л}$:

$$K_{т.л} = \frac{\text{ОА} - \text{ДЗ}}{\text{КО}}, \quad (13)$$

$$K_{т.л} = \frac{1446086}{992795} = 1,5, \quad (14)$$

Минимальное значение данного показателя – 1,5. На 1 января 2019 г. норматив выполнен, ООО «Агро Виста Тамбов» способно проводить расчеты с кредиторами в срок.

Таким образом, финансовая устойчивость ООО «Агро Виста Тамбов» характеризуется низким уровнем, заемные средства предприятия преобладают над собственными средствами. Общая платежеспособность и ликвидность, в свою очередь, соответствуют установленным нормативам.

Далее необходимо спрогнозировать денежный поток организации. Расчеты приведены в табл. 2.

В 2017 году у ООО «Агро Виста Тамбов» был спад основных показателей. В 2018 году произошло наращивание чистой прибыли. Дальнейшего стремительного увеличения выручки не ожидается, так как предприятие лишь достигло своих средних показателей, которые демонстрировало на протяжении последних лет деятельности. В связи с этим предположим, что все показатели будут увеличиваться на 10 %.

Денежный поток за первый год постпрогнозного периода будет равен 207,62 млн р. Ставка дисконтирования – 24,5 %, темп роста дохода – 10 %. Стоимость ООО «Агро Виста Тамбов» на конец прогнозного периода будет равна

$$V = \left(\frac{207,62}{0,245 - 0,1} \right) = 1431,86 \text{ млн р.} \quad (15)$$

Таблица 2

Расчет денежного потока ООО «Агро Виста Тамбов», млн р.

Показатель	Значение на 01 января		Прогнозируемый период на 01 января		
	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Чистая прибыль (убыток)	5,6	118	129,8	142,78	157,06
Амортизационные отчисления	135,5	168,4	185,24	203,76	224,14
Собственный капитал	940,8	986,7	1 085,37	1 193,91	1 313,3
Прирост собственного капитала	31,6	46	98,67	108,54	119,39
Долгосрочная задолженность	736,2	598,3	538,47	484,62	436,16
Уменьшение долгосрочной задолженности	104,1	137,9	59,83	53,85	48,46
Капитальные вложения	169,4	183,7	202,07	222,28	244,51
Денежный поток	-100,8	10,8	151,81	178,95	207,62

Далее необходимо продисконтировать денежные потоки в прогнозном периоде по формуле

$$PV = \left(\frac{FV}{(1+i)^n} \right), \quad (16)$$

где FV – денежный поток; i – ставка дисконтирования; n – прогнозный период.

Будущая стоимость денежных потоков и конечный расчет стоимости предприятия отражен в табл. 3.

Таблица 3

Расчет стоимости ООО «Агро Виста Тамбов», млн р.

Показатель	Прогнозируемый период			Постпрогнозный период
	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	
Денежный поток	151,81	178,95	207,62	207,62
Продисконтированные денежные потоки	121,94	115,45	107,58	
Стоимость на конец прогнозного периода				1 431,86
Стоимость предприятия (сумма продисконтированных денежных потоков и величины стоимости на конец прогнозного периода)				1 776,83

Таким образом, общая стоимость предприятия сложилась из приведенной к настоящему моменту времени стоимости в прогнозный и пост-прогнозный периоды. Стоимость ООО «Агро Виста Тамбов» составляет 1 776,83 млн р.

Выводы

Оценка стоимости предприятия методом дисконтирования денежных потоков предполагает оценку его финансовой устойчивости, которая влияет на расчет применяемой при оценке ставки дисконтирования. По сути, оценка финансовой устойчивости дополняет оценку стоимости предприятия. Отмечено, что оценка стоимости финансово неустойчивого предприятия весьма затруднительна, так как такое предприятие не генерирует доходы. Очевидно, выбор подхода, который будет использоваться при оценке стоимости предприятия, зависит от многих факторов, в том числе от отраслевой принадлежности предприятия. В статье продемонстрирован такой выбор на примере предприятия из аграрного сектора.

Список литературы

1. Данилова, Н. Л. Сущность и проблемы анализа финансовой устойчивости коммерческого предприятия [Электронный ресурс] / Н. Л. Данилова // Концепт : науч.-метод. электрон. журнал. – 2014. – № 2. – 8 с. – Режим доступа : <https://e-koncept.ru/2014/14028.htm> (дата обращения: 05.07.2019).
2. Стровский, В. Е. Подходы и методы оценки стоимости бизнеса в современных условиях / В. Е. Стровский, А. Х. Симонян // Изв. Уральского гос. горного ун-та. – 2014. – № 1 (33). – С. 59 – 62.
3. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка : инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. – М. : Альпина Паблишер, 2017. – 1339 с.
4. Лисовский, А. Л. Оценка стоимости фирмы (бизнеса) : учеб. пособие / А. Л. Лисовский, Т. А. Никерова, Л. А. Шмелева. – М. : Научный консультант, 2017. – 58 с.
5. Макриди, Б. И. Особенности оценки стоимости предприятий АПК / Б. И. Макриди // Ученые записки Крымского федер. ун-та имени В. И. Вернадского. Экономика и управление. – 2016. – Т. 2 (68), № 3. – С. 77 – 81.
6. Денисенко, Е. Б. Оценка бизнеса сельскохозяйственных предприятий : бухгалтерский и управленческий аспект / Е. Б. Денисенко, И. Н. Мавлина, А. А. Чурикова // Вестн. Сибирского ун-та потребительской кооперации. – 2018. – № 2 (24). – С. 24 – 29.

References

1. <https://e-koncept.ru/2014/14028.htm> (accessed 05 July 2019).
2. Strovskiy V.Ye., Simonyan A.Kh. [Approaches and methods for assessing business value in modern conditions], *Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo gornogo universiteta* [Bulletin of the Ural State Mining University], 2014, no. 1 (33), pp. 59-62. (In Russ., abstract in Eng.)
3. Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka: instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov* [Investment valuation: tools and methods for evaluating any assets], Moscow: Al'pina Publisher, 2017, 1339 p. (In Russ.)
4. Lisovskiy A.L., Nikerova T.A., Shmeleva L.A. *Otsenka stoimosti firmy (biznesa): uchebnoye posobiye* [Estimation of the value of a firm (business): study guide], Moscow: Nauchnyy konsul'tant, 2017, 58 p. (In Russ.)

5. Makridi B.I. [Features of the assessment of the value of agricultural enterprises], *Uchenyye zapiski Krymskogo federal'nogo universiteta imeni V. I. Vernandskogo. Ekonomika i upravleniye* [Scientific notes of the Crimean Federal University named after V. I. Vernandsky. Economics and Management], 2016, vol. 2 (68), no. 3, pp. 77-81. (In Russ., abstract in Eng.)

6. Denisenko Ye.B., Mavlina I.N., Churikova A.A. [Evaluation of the business of agricultural enterprises: accounting and management aspect], *Vestnik Sibirskogo universiteta potrebitel'skoy kooperatsii* [Bulletin of the Siberian University of Consumer Cooperatives], 2018, no. 2 (24), pp. 24-29. (In Russ., abstract in Eng.)

Estimation of the Value of the Enterprise and Its Financial Sustainability: a Complementary Aspect

A. P. Syrбу, A. N. Dzavadova, Ya. A. Pekisheva

Tambov State Technical University, Tambov, Russia

Keywords: agricultural sector; discount method for cash flows; capitalization method; valuation of the enterprise; indicators of financial stability; financial stability of the enterprise.

Abstract: The complementary aspects of theoretical approaches to estimating the value and financial stability of an enterprise are considered, the main difficulties in assessing enterprises using the income approach, the difficulties in assessing the value of enterprises from the agricultural sector are indicated. The cost of an enterprise from the agricultural sector of the Tambov region was estimated using the income-based approach using the cash flow discounting method.

© А. П. Сырбу, А. Н. Джавадова, Я. А. Пекишева, 2019