

УДК 336.645.1

М.Б. Качеянц, И.А. Алферова

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ КАК СОСТАВЛЯЮЩАЯ ИНФОРМАЦИОННОЙ БАЗЫ ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Рассмотрены макроэкономические факторы и их влияние на стоимость компании, способы учета данных факторов при построении информационной базы для целей оценки бизнеса. Выявлены особенности горно-добывающих предприятий и трудности учета макроэкономических факторов при их оценке.

Ключевые слова: информационная база, оценка стоимости компании, макроэкономические факторы, горно-добывающая промышленность

Семинар № 10

Информация является важнейшим ресурсом предприятия, от качества которого зависит эффективность управленческих решений, материализуемых в конечные результаты его деятельности. Проблемам оценки стоимости предприятия посвящено множество отечественных и зарубежных исследований, однако вопросы формирования информационной базы затрагивались лишь в процедурном аспекте, без выявления количественной составляющей качества информации в структуре стоимости. А ведь именно информационная база предопределяет обоснованность и достоверность оценки – широко используемого сегодня показателя эффективности функционирования предприятия.

В условиях сегодняшних реалий макроэкономические факторы выдвигаются на передний план и оказывают доминирующее влияние на финансовую информацию, являющуюся базой для осуществления прогнозных расчетов экономических показателей деятельности предприятия.

Целью настоящей работы является анализ макроэкономических факторов, непосредственно влияющих на формирование информационной финансовой базы предприятия. Исходя из классификации (рис. 1) к макроэкономическим факторам относятся: уровень инфляции, изменение темпов экономического развития, изменение ставки процента, изменение валютного курса, уровень политической стабильности.

Рассмотрим каждый фактор.

Уровень инфляции. Инфляция (лат. *Inflatio* – вздутие) – процесс уменьшения *стоимости денег*, в результате которого на одинаковую сумму денег через некоторое время можно купить меньший объём товаров и услуг. На практике это выражается в увеличении *цен*. При вложении средств в тот или иной бизнес инвестор стремится получить доход, покрывающий инфляционное изменение цен. Непрогнозируемое изменение темпов роста цен создает инфляционный риск. При оценке бизнеса инфляционные факторы учитываются следующими методами.

Формирование информационного массива в целях оценки стоимости предприятия		
	Информация	
Внешняя		Внутренняя
<p>Макроэкономическая</p> <ul style="list-style-type: none"> – уровень инфляции; – изменение темпов экономического развития; – изменение ставки процента; – изменение курса валюты; – уровень политической стабильности; <p>Отраслевая:</p> <ul style="list-style-type: none"> – нормативно-правовая база; – рынки сбыта; – спрос; – условия конкуренции 	<p>История компании Маркетинговая стратегия Предприятия Производственные мощности Рабочий и управленческий персонал Внутренняя финансовая информация</p>	

Рис. 1. Состав информационной базы при оценке стоимости компании

1. Инфляционной корректировкой денежных потоков (проблема постоянных и текущих цен, расчет в рублях и валюте);
2. Учетом инфляционной премии в ставке дисконтирования;
3. Анализом чувствительности в условиях высокого уровня инфляции.

Инфляция в России по данным Росстата составила: в 2006 году – 9 %, в 2007 году – 11,9 %, в 2008 году – 13,3 %. Причиной роста цен стали последствия глобального финансово-го кризиса, вызвавшего увеличение инфляции и во многих других странах мира.

Темпы инфляции сказываются на стоимости бизнеса, влияя на величину денежного потока, номинальную ставку дисконтирования и изменение валютного курса. Рост инфляции может свести к нулю ожидаемые результаты производственной деятельности, обеспечивает перераспределение доходов в экономике и повышает предпринимательский риск. Результатом является занижение реальной стоимости имущества предприятия.

Изменение темпов экономического развития. Под экономическим развитием страны понимается увеличение количества и качества потребляемых её населением благ, что рассматривается современным обществом как ключевая экономическая и политическая цель. Непредсказуемость, цикличность рыночной экономики определяют необходимость учитывать при расчетах общее состояние экономического развития и ожидаемые темпы экономического роста на ближайшую перспективу.

Темпы экономического роста тесно коррелируют с безрисковой ставкой и определяют тенденции ее изменения [5].

Так, реальные безрисковые ставки на рынках без индексированных к уровню инфляции безрисковых ценных бумаг можно оценить, отталкиваясь от двух соображений.

1. Первое соображение состоит в том, что пока капитал может свободно течь в экономику, принося наивысший реальный доход, между рынками не могут существовать какие бы то ни было различия в реальных без-

рисковых ставках. На основе этого соображения безрисковой ставкой любого рынка можно считать реальную безрисковую ставку, применяемую в Соединенных Штатах и оцененную исходя из индексированного к уровню инфляции казначейского векселя. В этом случае для расчетов используются данные фондового рынка США.

2. Второе соображение вступает в силу, если существуют помехи и ограничения при движении капитала между рынками. В этом случае ожидаемый реальный доход в экономике в долгосрочном периоде должен быть равен ожидаемым реальным темпам роста, опять же в долгосрочном периоде для экономики в состоянии равновесия [4].

В 2008 году темпы экономического роста в России по сравнению с предыдущим годом замедлились (с 7,8 % до 6,8 %), в прогнозе на 2009 год ожидается снижение темпов роста ВВП до 3,5 % .

Снижение темпов экономического роста вызвано общим спадом экономики и может повлечь падение доходности как акций конкретной компании, так и рынка в целом.

Изменение ставки процента Центрального банка РФ. Изменение процентной ставки является реакцией на проводимые меры макроэкономического регулирования и может приводить как к стимулированию инвестиционной активности, так и сдерживать увеличение совокупных расходов в экономике. За 2008 год ставка рефинансирования поднималась 6 раз, 1 декабря 2008 года она была установлена на уровне 13 %. Ставка рефинансирования имела тенденцию к снижению на протяжении 2006–2007 года. За этот период минимальный уровень ставки процента ЦБ отмечен на уровне 10 % (19.06.2007 г.). Далее, начиная с февраля 2008 года, наблюдается устойчивое ее повышение.

Ставка рефинансирования оказывает влияние на инфляцию и условия кредитования, что в итоге отражается на величине денежного потока.

Изменение курса валюты. Курсы валют меняются под влиянием экономических и политических факторов. В настоящее время наблюдается падение рубля по отношению к доллару и евро.

Изменение валютного курса не всегда точно отражает колебания розничных цен в стране, в то же время инфляционная корректировка финансовой информации в процессе оценки, как правило, проводится по колебаниям курса наиболее стабильной валюты. При составлении прогноза объемов продаж на следующий год оценщик может проводить расчеты в рублях, учитывая прогнозируемые инфляционные ожидания, или пересчитать прогнозируемые величины по курсу доллара, инфляционные ожидания по которому ниже. Следует обязательно учитывать инфляционные ожидания по любому виду валюты.

Уровень политической стабильности – это угроза активам предприятия, вызванная политическими событиями. Политические риски можно подразделить на четыре группы:

- риск национализации и экспроприации без адекватной компенсации;
- риск трансфера, связанный с возможными ограничениями на конвертирование местной валюты;
- риск разрыва контракта из-за действий властей страны, в которой находится компания-контрагент;
- риск военных действий и гражданских беспорядков.

Факторы политического риска определяются, как правило, на основе экспертных оценок, проводимых крупными фирмами или аналитическими агентствами. Основные источники информации о политических

**Взаимосвязь макроэкономических факторов и их учет
при определении стоимости компании**

Макроэкономические факторы	Показатели, на которые оказывается влияние	Форма учета при оценке стоимости
Инфляция	Ставка процента (рефинансирования); Курс валюты	Инфляционная корректировка отчетности; Номинальная ставка дисконтирования; Страновой риск*
Изменение темпов экономического развития	Безрисковая ставка; Денежный поток	Безрисковая ставка; Денежный поток; Коэффициент бета; Страновой риск
Изменение ставки процента	Инфляция; Денежный поток; Общая доходность рынка	Коэффициент бета; Денежный поток; Страновой риск
Изменение курса валюты	Денежный поток	Коэффициент бета; Денежный поток; Страновой риск
Уровень политической стабильности	Ставка процента (рефинансирования); Инфляция; Темпы экономического роста; Курс валюты	Коэффициент бета; Денежный поток; Страновой риск

*Учет факторов в премии за страновой риск осуществляется тогда, когда построение ставки дисконтирования проводится по данным западного рынка. Цель премии за страновой риск – корректировка ставки дисконтирования в соответствии с экономической ситуацией в конкретной стране. В этом случае в качестве безрисковой ставки принимается разность ставок доходности безрисковых активов России (Еврооблигации) и США (Государственных казначейских обязательств) с одинаковым сроком размещения.

рисках: данные аналитических обзоров, проводимых «Deloitte & Touche»; «Valuation Center For Central & Eastern Europe»; «Dun & Bradstreet», российские агентства (ВЕДИ), законодательство РФ.

Перечисленные макроэкономические факторы являются взаимосвязанными, их влияние на стоимость компании учитывается при определении значений составляющих ставки дисконтирования (таблица).

Как видно из таблицы большинство факторов учитывается посредством денежного потока и коэффициента бета – меры систематического риска, отражающей неизбежные из-

менения котировок акций компании в зависимости от общих (системных) изменений на фондовом рынке [6]. Коэффициенты бета в мировой практике обычно рассчитываются путем анализа статистической информации фондового рынка. Эта работа проводится специализированными фирмами. Данные о коэффициентах бета публикуются в ряде финансовых справочников и в некоторых периодических изданиях, анализирующих фондовые рынки.

При рассмотрении влияния макроэкономических факторов на формирование информационного массива конкретного предприятия следует

обратить внимание на существующие сложности учета этих показателей и особенности, свойственные как отрасли, в которой действует предприятие, так и самому предприятию.

Учитывая особенности горных предприятий, такие как значительная часть основных фондов в общей структуре активов предприятия; функционирование предприятия длительный срок; повышенный уровень риска; сложность организации производственного процесса; значительные затраты на геологоразведку; необходимость в значительных капитальных вложениях, сроки возврата которых велики, можно отметить, что учет макроэкономических факторов связан с рядом трудностей:

- неточность прогнозов, непредсказуемость дальнейших тенденций изменения факторов;
- отсутствие достаточной статистической базы коэффициента бета для России по отраслям промышленности (в частности для

горно-добывающей промышленности);

- сложность с определением безрисковой ставки по российскому рынку (при существенной экономической нестабильности безрисковые активы практически отсутствуют).

Таким образом, внешнеэкономические факторы создают среду функционирования каждой конкретной компании, оказывая значительное влияние на результаты ее деятельности. В целях оценки стоимости бизнеса макроэкономическая информация принимается во внимание в виде построения прогнозов изменения того или иного фактора, корректировки отчетности, учета в ставке дисконтирования, введении премий за риски, вызванные непредсказуемостью тенденций изменений факторов. Это вызывает некоторые проблемы методического, процедурного и возможно статистического характера, которые должны решаться с учетом особенностей конкретной отрасли (предприятия).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: учеб. – 2-е изд., перераб. и доп. – М: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2006. – 360 с.
2. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса: учеб. -2-е изд., перераб. и доп. – М: Финансы и статистика, 2004. – 736 с.
3. Джеймс Р. Хитчнер. Три подхода к оценке стоимости бизнеса/ под научной редакцией В.М. Рутгайзера. – М.: Маросейка, 2008. – 304 с.
4. Дамодоран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов./ Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
5. Козырь Ю.В. Стоимость компаний: оценка и управленческие решения, М.: Альфа – Пресс, 2004. – 200 с.
6. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса: уч. пособие – 2-е изд. – М.: Маросейка, 2008. – 432 с.
7. Царев В.В., Кантарович А.А. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: учеб. пособие – М.: ЮНИТИДАНА, 2007. – 575 с.
8. Шумилин М.В. Геолого-экономические основы горного бизнеса. – М.: ВИМС, 1998. – 16 с. ГИАБ

Коротко об авторах

Качеяц М.Б. – профессор, доктор экономических наук
Алферова И.А. – аспирант кафедры Экономики и планирования горного производства
Московский государственный горный университет,
Moscow State Mining University, Russia, ud@msmu.ru