

## 8.2. ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ОЦЕНКИ И ПРОЕКТИРОВАНИЯ НА ПРЕДПРИЯТИЯХ ГОК РОССИИ И АРМЕНИИ

Акопян В.М., соискатель кафедры  
учета, анализа и аудита

*Московский государственный  
университет им. М.В. Ломоносова*

В статье рассмотрены основные проблемы и недостатки методов инвестиционной оценки и проектирования на предприятиях горно-обогатительного комплекса (ГОК) Российской Федерации и Армении с точки зрения их использования в системе инвестиционного анализа. Оценены сложности анализа финансовой отчетности и расчета отдельных показателей в инвестиционной оценке предприятий ГОК. В статье автором обращено внимание на важность оценки рыночной эффективности в анализе инвестиционных проектов предприятий ГОК РФ и Армении. Отмечено, что в деятельности предприятий ГОК необходимо учитывать регуляторный риск, который может существенно повлиять на результаты инвестиционной оценки. Определены недостатки основных методов оценки инвестиционной стоимости, а также особенности оценки бизнеса российских компаний, с акцентом на предприятия ГОК. В результате сделаны выводы об эффективности применения методов оценки, а также важности и необходимости использования информации о существующих проблемах и противоречиях при инвестиционной оценке в теории и на практике.

### Основные проблемы методологии инвестиционной оценки и анализа на предприятиях ГОК

В существующих системах инвестиционной оценки и анализа существуют проблемы инструментария и методологии, которые отражаются на практике и влияют на инвестиционную политику предприятий горно-обогатительного комплекса (ГОК) Российской Федерации и Армении. В процессе рассмотрения инвестиционного анализа и оценки компании, с акцентом на предприятиях ГОК, были выявленные определенные проблемы. В первую очередь с точки зрения бухгалтерской составляющей оценки, рассмотренной в работе. Финансовые отчеты остаются главным источником информации для большинства инвесторов, а также внутренней аналитической службы и внешних аналитиков. В процессе анализа отчетности на ключевые вопросы с финансовой и бухгалтерской точек зрения существуют различия. Первый вопрос касается происхождения и стоимости активов, находящихся во владении фирмы. Активы классифицируют по признаку уже осуществленных инвестиций (размещенные или установленные активы) и предстоящие инвестиции (активы роста). Бухгалтерская отчетность предоставляет значительный объем исторической информации о первом виде активов и очень маленький — о втором. Акцент на исходной цене размещенных активов (балансовой стоимости) в бухгалтерских отчетах может привести к существенным различиям между учтенной стоимостью этих активов и их рыночной стоимостью. Для активов роста бухгалтерские правила приводят к низкой или даже «нулевой» оценке стоимости активов, полученных на основе внутреннего анализа [5, 7, 20].

Второй проблемой является измерение доходности. Методику измерения прибыли определяют два принципа. Первый принцип — это учет по методу начисле-

ний, согласно которому доходы и расходы относятся на период, в котором были совершены соответствующие сделки, а не на период, когда была произведена или получена оплата. Второй принцип основывается на разделении расходов на операционные, финансовые и капитальные. В то время как операционные и финансовые расходы отображаются в отчетах о прибылях и убытках, капитальные затраты распределяются по нескольким периодам, принимая форму начисления износа и амортизации. Бухгалтерские стандарты ошибочно относят операционную аренду, а также расходы на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки (НИОКР) к операционным расходам (хотя следовало бы первую из этих категорий отнести к финансовым расходам, а вторую — к капитальным затратам) [6, 7, 14].

В анализе финансовой отчетности можно выявить риски краткосрочной ликвидности и долгосрочные риски дефолта, а бухгалтерские отчеты акцентируются на исследовании риска, обусловленного неспособностью фирм осуществить платеж, который они должны выплнить.

Во вторую очередь при тестировании рыночной эффективности также возникает сложности. В процессе проверки инвестиционных стратегий следует избегать нескольких процедур, к примеру:

- использование необъективных обоснований в процессе разработки и принятия инвестиционной стратегии;
- проверка инвестиционной стратегии при тех же данных и в тот же временной период на основании которых она была создана;
- предвзято составленная выборка;
- отсутствие акцента на доходность рынка;
- пренебрежение риском;
- ошибочная корреляция для определения причинно-следственной связи;
- пренебрежение транзакционными издержками;
- пренебрежение трудностями при реализации [4, 7, 14, 20].

Отметим важность оценки рыночной эффективности в анализе инвестиционных проектов компании. Обосновать эффективность можно с помощью анализа изменения цен и свойства временных рядов, исследование воздействия информационных сообщений на эффективность рынка, существование аномальной доходности среди фирм во времени и других методов [7, 20].

На практике проблемы оценки компаний и отдельных инвестиционных проектов могут быть связаны не только с тонкостями оценки. К примеру, для быстрорастущих компаний существуют проблемы оценки денежных потоков, долга и капитала.

Для предприятий ГОК РФ и Армении важно отметить регуляторный риск, который может существенно повлиять на инвестиционную оценку и результаты инвестиций в целом. Для того чтобы его влияние было минимальным в процессе инвестиционной оценки и проектирования, необходимо закладывать этот риск в виде корректировки денежных потоков или корректировки ставки дисконтирования. Как правило, регулирующие мероприятия оказывают наибольшее воздействие именно на денежные потоки. Ожидаемые темпы роста, которые были выведены из коэффициента нераспределенной прибыли и доходности собственного капитала, будут подвергаться воздействию со стороны регулирующих ограничений на инвестиционную программу предприятий ГОК РФ и Армении [7, 18]. К примеру, при ограничениях добычи или переработки ре-

сурсов ГОК со стороны организации-регулятора инвестиционный проект может оказаться полностью нерентабельным или может оказаться более рентабельным в зависимости от инвестиционной стратегии.

В инвестиционной оценке компаний используется подход на основе скорректированной приведенной стоимости. Важно отметить его преимущества и недостатки. Преимущество подхода на основе скорректированной приведенной стоимости состоит в том, что он разделяет влияние долга на различные составляющие и позволяет использовать различные ставки дисконтирования для каждого компонента. Также необходимо выделить недостатки, связанные с оценкой вероятности и издержек дефолта. На практике при использовании данного подхода пренебрегают ожидаемыми издержками банкротства, что приводит их к выводу о повышении стоимости фирмы при заимствовании денег. Подход на основе скорректированной приведенной стоимости более практичен, когда фирмы оценивают сумму долга в долларовом выражении, в то время как подход на основе стоимости привлечения капитала легче применять, когда фирмы анализируют пропорции долга [6, 7, 9].

Кроме этого, используется опционная модель. В модели существует некоторое число сценариев, где опционная модель может дать премию сверх традиционной оценки дисконтированных денежных потоков [5, 7]. С позиции автора опционная модель оценки будет не эффективна в применении для предприятий ГОК в виду несравнимой разницы полученной стоимости с другими методами (к примеру, оценки дисконтированных денежных потоков и сравнительной оценки). Подбор соответствующей оцениваемым активам или оцениваемой фирме модели оценки и соответствующего инструментария – важнейшая задача инвестиционной оценки и анализа, но только с учетом понимания модели инвестиционного проекта, включенного в инвестиционную программу предприятия ГОК. Сделаем вывод, что желательно разработать несколько сценариев оценки инвестиций в определенном проекте, учитывая риски и расчетные коэффициенты, а также цели инициаторов оценки и анализа.

### Недостатки основных методов оценки компании и ее активов на предприятиях ГОК

Обратим внимание на недостатки основных методов оценки, рассматриваемых в статье.

1. Метод капитализированного дохода: в формуле расчета текущей стоимости присутствует ежегодный доход, в качестве которого при оценке недвижимости берется так называемый чистый операционный доход, который получается из потенциального валового дохода после вычитания из него всех возможных потерь и операционных расходов, включая резерв на замещение. Эта информация очень часто относится к разряду коммерческих тайн и, следовательно, доступ к ней крайне ограничен. При расчете чистого дохода важно правильно выбрать период времени, за который производятся расчеты. Это могут быть несколько периодов в прошлом, обычно пять, а могут использоваться данные о доходах за несколько периодов в прошлом и прогнозы на ближайшее будущее. В качестве капитализируемой величины прибыли может выступать либо чистая прибыль после уплаты налогов, либо прибыль до уплаты налогов, либо величина денежного потока. Доходная база (база прибыли, денежного потока и др.) должна соответствовать специфике бизнеса. Для предприятий ГОК РФ и Армении в

качестве доходной базы целесообразно использовать денежный поток из-за значительной роли амортизационных отчислений.

2. Сравнительный подход:
  - игнорирует перспективы развития предприятия в будущем;
  - получение информации от предприятий-аналогов является довольно сложным процессом;
  - необходимо делать сложные корректировки, вносить поправки, требующие серьезного обоснования, в итоговую величину и промежуточные расчеты.
3. Затратный подход: возникает противоречие, когда акции компании котируются на бирже и имеют определенную стоимость либо инвесторы покупают у акционеров их акции, хотя при этом стоимость компании (которая обычно заметно отличается от стоимости собственного капитала), оцененная методом чистых активов, является отрицательной (т.е. стоимость обязательств компании превышает стоимость ее активов).
4. Метод дисконтированных денежных потоков косвенно предполагает, что фирмы держат реальные активы пассивно. Одним из ограничений метода дисконтированных денежных потоков является его неспособность адекватно рассматривать активы, которые не генерируют постоянно денежные потоки, причем не ожидается их поступление в ближайшем будущем, но представляют, тем не менее, ценность из-за их потенциала повышения стоимости предприятия [6, 7, 9, 12].

Необходимо обратить внимание и на проблемы, связанные с оценкой риска в процессе инвестиционного анализа. Первая проблема состоит в том, что риск, который мы пытаемся измерить, – это риск банкротства, т.е. риск того, что обязательства по фиксированным выплатам, таким как выплаты основной суммы и процентов, не будут исполнены в процессе реализации инвестиционной программы или определенного инвестиционного проекта. Вторая проблема заключается в том, что бухгалтерские измерения риска, как правило, отображают риск статически. При этом учитывается способность фирмы в определенный момент времени выполнить свои обязательства [4, 7, 15].

В случае, когда для инвестиционного анализа необходимо провести оценку бизнеса, также возникают сложности. Оценка бизнеса в РФ приобретает все более высокий уровень значимости, как на практике, так и в теории. Основными проблемами при оценке российского бизнеса являются отсутствие развитого фондового рынка и высокая неопределенность долгосрочного планирования. Экономисты считают, что для того чтобы управление, ориентированное на стоимость, стало возможным, необходимо иметь в распоряжении эффективные методы оценки бизнеса. Рост эффективности методов оценки бизнеса приводит к более эффективным и результативным управленческим решениям в компаниях. В современных условиях конкуренции и жизнеспособности в бизнесе данная проблема является наиболее интересной и значимой для научного исследования [7, 12].

Определим основные недостатки в используемых методах оценки бизнеса российских компаний:

- трудность поиска информации и громоздкость расчета;
- наличие большого количества корректировок, связанных с непрозрачностью бухгалтерской отчетности российских компаний. Для оценки менеджменту следует использовать данные управленческого учета, который должен быть приспособлен для оценки;
- сложность долгосрочного планирования затрудняет применение доходных способов оценки. В основном используется ретроспектива фактических данных за прошлые

периоды. В этой связи следует разрабатывать методику определения темпов роста денежных потоков или составлять прогнозы на сроки до пяти лет;

- бухгалтерская оценка активов приводит к заниженной стоимости чистых активов. Необходима рыночная переоценка всех основных фондов и, если потребуется, нематериальных активов;
- отсутствие адекватной базы для сравнения с аналогами [7, 9].

Проблемы оценки активов и бизнеса в целом в РФ и других странах Содружества Независимых Государств (СНГ) (в том числе в Армении), с точки зрения автора, связаны с процессом перехода российской экономики к рыночной и остатками постсоветских основ экономики. Для предприятий ГОК все вышеописанные сложности также существенно влияют на результаты оценки, но отдельно обратим внимание, что если не рассуждать на тему потенциальных политических и регуляторных рисков можно с большей вероятностью точно составлять долгосрочные прогнозы деятельности компании.

Отдельно выделим недостатки и проблемы существующей системы инвестиционного анализа.

Главный недостаток простых методов оценки эффективности инвестиций заключается в игнорировании факта не равноценности одинаковых сумм поступлений или платежей, относящихся к разным периодам времени. Понимание и учет этого факта имеет чрезвычайно важное значение для корректной оценки проектов, связанных с долгосрочным вложением капитала.

Проблема адекватной оценки привлекательности проекта, связанного с вложением капитала, заключается в определении того, насколько будущие поступления оправдывают сегодняшние затраты. Поскольку принимать решение приходится сегодня, все показатели будущей деятельности инвестиционного проекта должны быть откорректированы с учетом снижения ценности (значимости) денежных ресурсов по мере отдаления операций, связанных с их расходованием или получением. Практически корректировка заключается в приведении всех величин, характеризующих финансовую сторону осуществления проекта, в масштаб цен, сопоставимый с имеющимся сегодня (дисконтирование) [5, 7, 12].

Выше были отражены основные методы оценки, инвестиционного анализа, приведены наиболее часто встречающиеся проблемы и недостатки.

Сделаем вывод, что формирование методологии инвестиционного анализа базируется на отличиях инвестиционного анализа и инвестиционной оценки (как отдельного инструментария), и в тоже время на их тесной взаимосвязи. Такие элементы инструментария оценки, как применение различных классических и специфических методов оценки активов для инвестиционного анализа менее важны, чем, например, оценка риска и рыночной эффективности реализации определенного инвестиционного проекта в рамках инвестиционной стратегии предприятия ГОК. Но, с другой стороны, оценка активов в нескольких состояниях может быть необходима как условие оценки эффективности реализации инвестиционного проекта, тогда элементы оценки и инвестиционного анализа будут частями единого комплекса процедур инвестиционного анализа. С точки зрения автора инвестиционная оценка должна быть рассмотрена как составная часть инвестиционного анализа, и ее процедуры необходимо учитывать в разрабатываемой на предприятии инвестиционной стратегии.

Обосновывая те или иные производственные инвестиции на предприятиях ГОК с позиции автора необходимо объединять методологические основы инвестиционной оценки активов, методологии оценки инвестиционных проектов и в результате формировать единую комплексную методологию инвестиционного анализа. Необходимо корректно рассчитывать и оценивать рентабельность определенных вложений в бизнес-процессы предприятия, в активы компании или в бизнес-предприятия ГОК в целом. Существенной особенностью оценки активов предприятия ГОК является невозможность подвергать рискам сам горно-обогатительный бизнес. Тем самым ключевые направления инвестиционной программы предприятия ГОК должны проводиться с существенным и обоснованным резервом ресурсов для компании и ее основной деятельности, а в процессе оценки в используемых методах должны быть предусмотрены и заложены в расчетных моделях все потенциальные риски для бизнеса.

В анализе инвестиционных проектов предприятия ГОК, к примеру, проекта применения новых технологий на производстве, важно провести сравнительный анализ опыта внедрения новых технологий на других предприятиях ГОК в РФ и Армении, а также реакцию рынка на произошедшие в конкретном бизнесе изменения. Одним из ключевых элементов в методологии инвестиционного анализа необходимо отметить оценку параметров стоимости финансирования – принятие решения о собственном или заемном финансировании при реализации инвестиционного проекта на предприятии ГОК. Необходимо оценивать рост стоимости предприятия ГОК с учетом запланированных инвестиций, отдачи от них и изменения ожидаемых денежных потоков. Изменение стоимости отражается и на отдельных блоках и направлениях деятельности предприятия ГОК. Инвестиционный анализ должен включать в себя структурный и разрезный анализ расходов на инвестиции, а также ожидаемых будущих расходов (например, для обслуживания, мониторинга и программных изменений оборудования на производстве предприятия ГОК). Для современного предприятия ГОК важно показывать добавочную экономическую стоимость инвестиций. В целях разработки эффективного инструментария комплексной системы инвестиционного анализа важно определить методы и подходы к инвестиционной оценке, как неотъемлемой составной части инвестиционного анализа. В результате проведенного анализа методологии оценки бизнеса, имущества и отдельных специфических активов автором сделаны рекомендации о наиболее эффективных процедурах оценки при работе с предприятиями ГОК. Следующим этапом исследования методологии инвестиционного анализа на предприятиях ГОК необходимо обратить внимание на специфику методологии оценки и анализа на действующем предприятии ГОК в РФ и Республике Армения.

*Акопян Ваге Максимович*

## Литература

1. Беренс В. Руководство по оценке эффективности инвестиций [Текст] / В. Беренс, П. Хавранек. – М. : ИНФРА-М, 1995 – 528 с.
2. Валинурова Л.С. Управление инвестиционной деятельностью [Текст] / Л.С. Валинурова, О.Б. Казакова. – М. : КНОРУС, 2005. – 384 с.
3. Википедия [Электронный ресурс] : открытая энциклопедия. Режим доступа: <http://ru.wikipedia.org/>
4. Виленский П.Л. и др. Оценка эффективности инвестиционных проектов [Текст] / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, Е.Р. Орлова, А.С. Смоляк. – М. : Дело, 2002. – 888 с.
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов [Текст] : пер. с англ. / А. Дамодаран. – 3-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 1341 с.
6. Дамодаран А. Оценка стоимости активов [Текст] / А. Дамодаран. – Минск : Попурри, 2011. – 272 с.
7. Есипов В.Е. и др. Оценка бизнеса [Текст] : учеб. пособие / В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, В.В. Терехова. – 2-е изд. – СПб. : Питер, 2006. – 464 с.
8. Колмыкова Т.С. Инвестиционный анализ [Текст] : учеб. пособие / Т.С. Колмыкова. – М. : ИНФРА-М, 2009. – 204 с.
9. Коупленд Т. и др. Стоимость компаний. Оценка & управление [Текст] / Том Коупленд, Тим Колер, Джек Муррин. – М. : Олимп-бизнес, 2008. – 576 с.
10. Маренков Р.Р. Основы управления инвестициями [Текст] / Р.Р. Маренков. – М. : Едиториал, 2003. – 480 с.
11. Министерство финансов РФ [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cfin.ru>.
12. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса [Текст] / В.М. Рутгайзер. – М. : Маросейка, 2009. – 432 с.
13. Савчук В.П. Оценка эффективности инвестиционных проектов [Текст] / В.П. Савчук. – Киев : Наукова думка, 2003. – 300 с.
14. Чая В.Т. Управленческий анализ [Текст] : учеб. пособие / В.Т. Чая, Н.И. Чупахина. – М. : Рид Групп, 2011. – 448 с.
15. Чекулаев М.В. Риск-менеджмент [Текст] / М.В. Чекулаева. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – 343 с.
16. Чернов В.А. Инвестиционная стратегия [Текст] : учеб. пособие для вузов / В.А. Чернов. – М. : Юнити-Дана, 2003. – 158 с.
17. Черняк В.З. Управление инвестиционными проектами [Текст] : учеб. пособие для вузов / В.З. Черняк. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 351 с.
18. Чирикова Е. Как оценить бизнес по аналогии [Текст] / Е. Чирикова. – М. : Альпина Паблишер, 2009. – 232 с.
19. Шарп У. и др. Инвестиции [Текст] / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 2010. – 1028 с.
20. Шеремет А.Д. Комплексный анализ хозяйственной деятельности [Текст] / А.Д. Шеремет. – М. : ИНФРА-М, 2006. – 415 с.
21. Эванс Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях [Текст] / Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп. – М. : Альпина Паблишер, 2009. – 336 с.

## Ключевые слова

Предприятие горно-обогатительного комплекса (предприятие ГОК), инвестиционный анализ, инвестиционная оценка, инвестиционный проект, проектирование, оценка стоимости компании, оценка бизнеса, проблемы методологии инвестиционной оценки, бухгалтерская стоимость активов, измерение доходности, анализ финансовой отчетности, оценка рыночной эффективности, анализ инвестиционных проектов, регуляторный риск, скорректированная приведенная стоимость, опционная модель оценки, недостатки методов оценки.

## РЕЦЕНЗИЯ

Одной из важных особенностей статьи стоит отметить определение и сведение основных проблем и недостатков инвестиционной оценки и проектирования в рамках системы инвестиционного анализа на предприятиях горно-обогатительного комплекса (ГОК) Российской Федерации и Армении. В работе систематизированы особенности ряда методов и подходов к оценке и выделены основные проблемы и противоречия, которые могут повлиять на результаты инвестиционной оценки. Кроме этого обоснована важность учета регуляторного риска в условия инвестиционной оценки и анализа на предприятиях ГОК РФ и Армении. Автором представлены и проанализированы недостатки основных методов оценки, а также сложности оценки компаний российского бизнеса. Кроме этого, в работе обращено внимание на важность анализа финансовой отчетности и приведены возникающие при этом проблемы для инвестиционной оценки на предприятиях ГОК РФ и Армении. Недостаточно раскрыт вопрос особенностей методологии оценки в Республике Армения. На наш взгляд, для ответа на этот вопрос необходимо в дальнейших исследованиях отразить различия российской и армянской методологии оценки, если такие имеются.

Научное исследование обстоятельно раскрывает важность разработки комплексной методологии инвестиционного анализа. Видна перспектива практической значимости инвестиционной оценки и анализа инвестиционных проектов предприятий ГОК.

В целом работа отвечает предъявляемым требованиям и должна быть опубликована в журнале «Аудит и финансовый анализ».

*Чая В.Т., д.э.н., профессор, г.н.с. кафедры «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» Экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова*