

## ЭКОНОМИКА

УДК 338.2

**Особенности использования  
доходного подхода при  
определении инвестиционной  
стоимости в процедурах  
банкротства****А. С. Векшин, О. И. Векшина***Ярославский государственный университет  
им. П. Г. Демидова**E-mail: yarolg@yandex.ru**Научная статья*

В статье рассматриваются особенности использования доходного подхода для определения инвестиционной стоимости при проведении замещения активов в процедурах банкротства (конкурсное производство, внешнее управление). Выявлены особенности определения горизонта и шагов прогнозного периода в целях построения модели свободного денежного потока. Актуализирована модель свободного денежного потока для определения инвестиционной стоимости публичного акционерного общества, созданного в процедурах банкротства.

*Ключевые слова:* внешнее управление; доходный подход; замещение активов; инвестиционная стоимость; конкурсное производство; несостоятельность (банкротство)

Понятие инвестиционной стоимости определено Федеральным законом от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»: это стоимость объекта оценки для конкретного лица или группы лиц при установленных инвестиционных целях использования объекта [1; 2].

Положительный эффект от эксплуатации объекта реализуется в виде получения различных экономических выгод (прибыль, мультипликативное увеличение дохода, прирост стоимости активов).

Таким образом, нам необходимо определить величину денежных потоков, которые будут отражать полезный эффект от использования объекта оценки для удовлетворения потребностей инвестора при заданных инвестиционных мотивах.

**Для цитирования:** Векшин А. С., Векшина О. И. Особенности использования доходного подхода при определении инвестиционной стоимости в процедурах банкротства // Социальные и гуманитарные знания. 2018. Том 4, № 1. С. 5-9.

**For citation:** Vekshin A., Vekshina O. Features of use of the income approach in determining the investment value (in bankruptcy proceedings). *Social'nye i gumanitarnye znaniya*. 2018; 1 (4): 5-9. (in Russ.)

**Features of use of the income  
approach in determining the  
investment value (in bankruptcy  
proceedings)****A. Vekshin, O. Vekshina***P.G. Demidov Yaroslavl State University**Scientific article*

The article discusses the features of the use of the revenue approach to determine the investment value in the replacement of assets in bankruptcy proceedings (bankruptcy proceedings, external management). Features of determination of horizon and steps of the forecast period for the purpose of construction of model of a free cash flow are revealed. The model of free cash flow for determining the investment value of a public joint stock company created in bankruptcy proceedings is updated.

*Keywords:* external control; a profitable approach; replacement of assets; investment value; bankruptcy insolvency (bankruptcy)

В качестве объекта оценки рассмотрим имущество (пакеты акций) предприятия-должника в конкурсном производстве или внешнем управлении, реализуемое арбитражным управляющим при проведении замещения активов в соответствии с ФЗ-127 по рыночной стоимости.

Замещение активов проводится путем создания на базе имущества организации-должника одного или нескольких акционерных обществ [3].

В случае принятия собранием кредиторов решения о проведении замещения активов величина уставного капитала публичного акционерного общества определяется кредиторами и устанавливается в размере, равном рыночной стоимости имущества, вносимого в оплату уставного капитала создаваемого акционерного общества [3].

При определении рыночной стоимости в процедуре банкротства не учитываются инвестиционные мотивы потенциального покупателя, и наоборот, при расчете инвестиционной стоимости (для принятия обоснованного инвестиционного решения), безусловно, необходимо определять рыночную стоимость объекта [4].

Актуальность определения инвестиционной стоимости для покупателя связана с аргументацией принимаемого инвестиционного решения (сопоставления рыночной стоимости приобретаемого объекта с его инвестиционной привлекательностью). Рыночная стоимость и инвестиционная стоимость при замещении активов отличаются по своей сущности.

Определение рыночной стоимости в процедурах банкротства не предполагает существования каких-либо конкретных покупателей, а сделка между продавцом и покупателем является типичной для рынка оцениваемых активов [5].

Необходимо учитывать, что при проведении оценки рыночной стоимости акций вновь созданных акционерных обществ в структуре капитала будут отсутствовать долговые обязательства [5].

При использовании доходного подхода в зависимости от определенных обстоятельств на величину инвестиционной и рыночной стоимости будут оказывать влияние следующие факторы:

- различия в оценках денежных потоков генерирующих единиц;
- определение уровня и факторов риска;
- требуемая ставка доходности;
- горизонты прогнозирования;
- финансовые издержки.

Для потенциального покупателя наиболее интересна будет стоимость, отражающая эффект полезного использования приобретаемого имущества, т. е. инвестиционная стоимость, которая позволит с учетом планируемых инвестиций определить ожидаемую доходность обыкновенных акций организации с учетом долговой нагрузки.

Согласно теореме Модильяни-Миллера, ожидаемая доходность обыкновенных акций общества имеет следующие зависимости:

- возрастает пропорционально отношению обязательств к собственному капиталу ( $D/E$ ), приведенному к справедливой стоимости;
- темпы роста зависят от расхождения между ожидаемой доходностью активов и ожидаемой доходностью долговых обязательств.

Предположим, что с момента создания АО в процедуре банкротства и до момента начала реализации инвестиционной программы потенциальным покупателем у общества полностью отсутствуют долговые обязательства и, соответственно, обязательства по уплате процентов.

Тогда модель свободного денежного потока на собственный капитал (период  $t_0, -t_1$ ), по нашему мнению, будет иметь следующий вид:

$$Ve(t_0, -t_1) = \sum_{n=t_0+\frac{k_1}{12}}^{t_1} \frac{TNOI_n}{(1+R)^{n-\frac{k_1}{12}}} + \frac{TV}{(1+R)^{t_1-\frac{k_1}{12}}} - EAT_n + V_c \quad (1),$$

где  $V_e(t_0, -t_1)$  – стоимость акционерного капитала организации (акции находятся на балансе предприятия-должника);

$(t_0, -t_1)$  – период с даты создания акционерного общества до момента продажи пакета акций в ходе процедуры банкротства;

$TNOI_n$  – денежный поток от всех генерирующих единиц;

$R$  – ставка дисконтирования;

$TV$  – терминальная стоимость;

$V_c$  – стоимость нефункционирующих активов;

$n$  – период в годах.

Далее построим модель для определения изменения стоимости акционерного капитала организации с даты приобретения акций инвестором до возникновения долговых обязательств у акционерного общества (2).

$$V_e(t_1, -t_2) = \sum_{m=t_1+\frac{k_2}{12}}^{t_1} \frac{TNOI_m}{(1+R)^{m-\frac{k_2}{12}}} + \frac{TV}{(1+R)^{m-\frac{k_2}{12}}} - EAT_m + V_c \quad (2),$$

где  $(t_1, -t_2)$  – период с даты приобретения акций инвестором до возникновения долговых обязательств.

Таким образом, учитывая представленные выше расчеты, составим общую модель формирования инвестиционной стоимости организации, созданной путем замещения активов в процедуре банкротства (3).

$$V_{ed} = \sum_{n=t_0+\frac{k_1}{12}}^{t_1} \frac{TNOI_n}{(1+R)^{n-\frac{k_1}{12}}} + \sum_{m=t_1+\frac{k_2}{12}}^{t_2} \frac{TNOI_m}{(1+R)^{m-\frac{k_2}{12}}} + \sum_{l=t_2+\frac{k_3}{12}}^{t_3} \frac{TNOI_l}{(1+WACC)^{l-\frac{k_3}{12}}} + \frac{TV}{(1+WACC)^l} + V_c - EAT_n \quad (3),$$

где WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость использования капитала (4).

Средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается по стандартной схеме (с учетом стоимости собственного капитала, стоимости заемного капитала, налогового щита и их соответствующих весов) [6].

$$WACC = c_e * \frac{E}{E + Df(t)} + c_d * \frac{Df(t)}{E + Df(t)} * (1 - T) \quad (4),$$

где  $c_e$  – стоимость привлечения собственного капитала;

$c_d$  – коэффициент стоимости привлечения заемного капитала;

$E$  – объём собственного капитала;

$Df(t)$  – функция изменения объема заемного капитала (привлеченные инвестиции);

$T$  (Taxes) – налог на прибыль.

При расчете стоимости использования собственного капитала применяем модель оценки капитальных активов (CAPM), которая устанавливает соотношение между требуемой инвесторами доходностью и доходностью инвестиций в безрисковые активы, в качестве которых, как правило, рассматриваются государственные ценные бумаги. Дополнительная доходность, или среднерыночная премия за риск, может быть скорректирована при помощи коэффициента «beta», отражающего относительный риск отдельных отраслей.

Формула для расчета ставки доходности собственного капитала с использованием модели CAPM применительно к российской практике выглядит следующим образом [7]:

$$C_e = C_f + \beta \times (C_m - C_f) + S_1 + S_2 \quad (5),$$

где  $C_e$  – ожидаемая норма доходности собственного капитала;

$C_f$  – безрисковая норма доходности, принимается доходность к погашению по облигациям России с датой погашения 19.01.2028 г. (на дату проведения исследования 25.01.18 г. доходность равна 7,25 %).

$C_m$  – среднерыночная доходность;

$(C_m - C_f)$  – премия за риск привлечения собственного капитала;

$\beta$  – коэффициент, учитывающий систематический риск;

$S_1$  – премия за риск инвестирования в конкретную компанию (несистематические риски);

$S_2$  – премия за риск инвестирования, связанная с меньшим размером бизнеса;

Систематический риск в модели CAPM учитывается с помощью коэффициента  $\beta$ , который является мерой чувствительности стоимости оцениваемого актива в сравнении с волатильностью рынка в целом. Более высокая волатильность предполагает более высокую рыночную премию и наоборот.

При расчете стоимости привлечения собственного капитала ( $C_e$ ) используется коэффициент «бета» с учетом структуры капитала, который определяется по формуле:

$$\beta = \beta_U \times (1 + (1 - T) \times Df(t)/E) \quad (6)$$

В качестве коэффициента  $\beta_U$  (без долговой нагрузки) используется отраслевое значение.

Премия за риск вложения в акции отражает разницу в доходности акций крупных корпораций и казначейских обязательств Правительства США. Рыночная премия представляет собой дополнительный доход, который необходимо добавить к безрисковой ставке, чтобы компенсировать инвестору дополнительный риск, связанный с вложением в акции компании.

Премия за специфический риск оцениваемой компании ( $S_1$ ) отражает дополнительные риски, связанные с инвестированием в оцениваемую компанию, которые не были учтены в коэффициенте бета и премии за страновой риск.

Для определения премии за несистематические риски объект оценки анализировался на предмет наличия или отсутствия следующих факторов риска:

- зависимость от государственного регулирования;
- нестабильность сырьевого рынка;
- компетентность менеджмента;
- зависимость от покупателей;
- зависимость от поставщиков;
- перспективы развития отрасли и предприятия;
- местоположение предприятия и инфраструктура;
- «текучесть» и квалификация персонала;
- доступность капитала.

При наличии риска соответствующему фактору присваивается премия максимально в размере 1 %, таким образом, максимально возможный размер премии составляет 10 %.

По нашему мнению, минимальные специфические риски при определении инвестиционной стоимости для акционерного общества, создаваемого при замещении активов предприятия-должника, равны 5 %.

Данная поправка характеризует требования инвестора бóльшей компенсации за риск при вложениях в малые компании по сравнению с инвестированием средств в крупные организации.

Показатель премии за риск инвестирования в компании с низкой капитализацией рассчитывается как разница между средней исторической доходностью по вложениям в небольшие компании и средней исторической доходностью по инвестициям на фондовом рынке США [3].

При определении стоимости заемного капитала ( $C_d$ ) необходимо использовать среднюю ставку по кредитам, на 01.11.17 она составила 5,22 % (свыше 1 года, для субъектов малого и среднего предпринимательства).

Ставка налога на прибыль принимается равной 20 % в соответствии с налоговым законодательством Российской Федерации.

Для определения инвестиционной стоимости (объектом оценки является акционерное общество, созданное путем замещения активов в процедуре банкротства) при применении доходного подхода необходимо учитывать особенности определения горизонта и шагов прогнозного периода

Если в результате инвестиционная стоимость будет ниже рыночной, то велика вероятность возникновения проблем при реализации пакета акций созданного публичного акционерного общества, и наоборот, если инвестиционная стоимость выше величины рыночной стоимости объекта оценки, то инвестиционная привлекательность оцениваемого объекта высока, и вероятность реализации пакета акций по рыночной стоимости велика.

### Ссылки / Reference

- [1] Федеральный закон от 29.07.1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».
- [2] Федеральный стандарт оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)», утвержден Приказом Минэкономразвития России от 20.05.2015 г. № 297.
- [3] Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)». Собрание законодательства Российской Федерации от 28 октября 2002 г. № 43, ст. 4190.
- [4] Векшин А. С., Платов О. К. Реструктуризация имущественного комплекса промышленного предприятия: теория, практика: монография. Ярославль: Канцлер, 2005. 123 с.
- [5] Векшин А. С., Векшина О. И. Финансово-экономическая экспертиза в управлении несостоятельным предприятием // Наука и образование: опыт, современное состояние, перспективы: материалы Международной научно-практической конференции. Ярославль: ЯрГУ, 2016. С. 154–157.
- [6] Спиридонова Е. А. Оценка стоимости бизнеса: Учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры. Люберцы: Юрайт, 2016. 299 с.
- [7] Кэхилл М. Инвестиционный анализ и оценка бизнеса: Учебное пособие. М.: ДиС, 2012. 432 с.