

Артыкбаев О.М.

ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ ГОРНОДОБЫВАЮЩЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ

О.М. Artykbaev

FEATURES EVALUATION OF MINING ENTERPRISES

УДК:334/52-45.6

В статье рассматриваются особенности оценки деятельности компаний горнодобывающей промышленности.

In article features the evaluation of companies in the mining industry.

Горнодобывающая промышленность является одной из важнейших отраслей мировой и национальной экономики, поскольку минерально-сырьевой потенциал государства обуславливает эффективность функционирования других отраслей промышленности и уровень развития социальной сферы, определяя, таким образом, место страны в мировой экономической системе.

Объективная оценка стоимости бизнеса горнодобывающих предприятий и, как следствие, стоимостная концепция управления, способствует рационализации механизма недропользования, интенсивному развитию отрасли и, соответственно, наращиванию экономического потенциала государства. Необходимость стоимостной оценки как одного из важнейших инструментов эффективного управления горнодобывающим предприятием подтверждается разработкой и принятием Международного руководства "Оценка стоимости объектов имущества в добывающих отраслях" в рамках Международных стандартов оценки, а также включением в состав Международных стандартов финансовой отчетности Стандарта 6 "Разведка и оценка минеральной собственности".

Вследствие чрезвычайной важности минерально-сырьевого потенциала для народного хозяйства, геолого-экономической оценке месторождений уделяется значительное внимание как отечественных, так и зарубежных специалистов в области горного дела.

а рубежом исследования в области применения метода дисконтированных денежных потоков и методов измерения риска, характерного горнодобывающим проектам, проводятся такими авторами, как Дж. Баллард, Д. Бернуллин, П. Батлер, М. Дне. Лоренс, У.Дж. Левеллин и М.С. Лонг, А. Эдварде. Среди исследований, посвященных возможности применения опционных моделей, наиболее значимыми являются работы А.Ф. Ториньо, М.Дж. Бреннана и Е.С. Шварца, Д. Дж. Сьигеля, Дж. Паддока и Дж.Смита. Отдельные важные аспекты оценки прав на эксплуатацию месторождений освещены в работах А. Дамодарана, Т. Коуп-ленда, У. Шарпа.

Исследования вышеуказанных авторов посвящены именно оценке месторождений или отдельных видов прав на их эксплуатацию. Однако горнодобывающее предприятие представляет собой не совокупность в разной степени пригодных к освоению

участков недропользования, а комплексный, обладающий специфическими характеристиками субъект хозяйствования, для определения стоимости которого недостаточно простого суммирования стоимости запасов месторождений. В этом случае необходима оценка, базирующаяся на выявлении всех факторов производства, оказывающих влияние на формирование стоимости компании. Данная трактовка в значительной мере предопределяет цели и задачи настоящей работы. При этом сложность состоит в том, что, с одной стороны, необходимо выделить факторы, оказывающие влияние на стоимость месторождения, а с другой - дать методы их оценки с позиции современных подходов к решению данных проблем, как в стране, так и за рубежом.

Объективная оценка горнодобывающих компаний служит важнейшим инструментом повышения эффективности функционирования отрасли, в связи с чем исследования в области адаптации общих методов оценки бизнеса применительно к горнодобывающим компаниям на современном этапе приобретают важное практическое значение.

В настоящее время недропользование является лицензируемым видом деятельности, при этом отсутствует хозяйственный оборот прав на объекты минеральной собственности. Важнейшим активом горнодобывающей компании является право пользования недрами.

Эффективность горнодобывающего предприятия во многом обусловлена удачным сочетанием экономико-географических факторов, что выражается в рентной природе доходов предприятия. В силу того, что запасы месторождений могут быть определены точно только по завершении разработки, горное производство относится к бизнесу повышенного риска.

Большинство современных горнодобывающих предприятий характеризуется сложной многоуровневой организационной структурой, создаваемой с целью оптимизации затрат и повышения эффективности управления денежными потоками и обычно включающей оформленные как самостоятельные юридические лица добывающее подразделение, вспомогательные производства, торговую компанию. Такие образования, в свою очередь обычно являются частью вертикально интегрированной компании.

Среди факторов стоимости горного предприятия можно выделить как общие для всех предприятий факторы, так и специфические, обусловленные характеристикой месторождения полезных ископаемых: объем, качество и достоверность оценки запасов, геологические характеристики месторождения, применяемый способ и технология добычи, срок жизни месторождения, годовой объем добычи, цена

ресурса, емкость рынка и востребованность ресурса рынком, государственный режим недропользования.

Учитывая особенности отечественной экономики на современном этапе, представляется, что наиболее приемлемым подходом к оценке бизнеса горнодобывающего предприятия является доходный подход, а в его рамках метод дисконтированных денежных потоков. При этом в расчетах обычно используется модель денежного потока на инвестированный капитал.

Наиболее чувствительным параметром модели является цена на ресурс, поскольку объем добычи и затраты в общем случае можно охарактеризовать как экономически не гибкие параметры. Повышенная чувствительность модели к цене ресурса и повышенная неопределенность, возникающая при ее прогнозировании, обуславливают необходимость сценарного моделирования денежного потока относительно данного параметра.

Поскольку срок жизни горного предприятия конечен, применение традиционных моделей оценки продленной стоимости невозможно; дисконтирование годовых денежных потоков должно производиться на весь период жизни горного предприятия. Для упрощения этой процедуры допустимо разделять срок жизни на период детального прогноза и остаточный период, составляя в остаточном периоде укрупненный прогноз.

Риски, связанные с привлечением собственного капитала горнодобывающего предприятия, могут быть измерены с применением моделей CAPM и моделей экспертных оценок. Вследствие недолгой истории фондового рынка, допустимо строить модели по отношению к базовому рынку с дальнейшей корректировкой на страновой риск. Предпочтительный способ оценки странового риска - по данным отраслевых экспертов. Поскольку обычно инвестор в горнодобывающее производство на формирующемся рынке является недиверсифицированным, необходимо внесение поправок на специфический риск. Для измерения специфического риска используется факторный анализ компонент риска, названных ведущими аналитиками отрасли в качестве определяющих для горного производства. Основным видом горного риска является риск, связанный с запасами, для качественной оценки которого может использоваться методика, основанная на уровне достоверности геологической оценки запасов. Модели экспертных оценок основываются на мнениях ведущих аналитиков отрасли, однако основным недостатком является замедленная реакция моделей на изменения рыночной ситуации.

Поскольку неразработанные запасы имеют ярко выраженную опционную характеристику, для их оценки могут быть использованы ROV-методы. При этом в рамках горного производства теоретически может возникнуть опцион на отсрочку и опцион на отказ. Оценка опциона на отсрочку может производиться по модели Блэка-Шоулза, модели неимитируемого коллопциона, модели, основанной на временной структуре цен. Указанные модели обладают повышенной чувствительностью к цене базового актива и тельны к дисперсии в случае

превышения цены базового актива над ценой исполнения опциона, в связи с чем определение последнего параметра, представляющее определенную трудность для оценщика в условиях, в этих случаях может проводиться с достаточной степенью укрупнения. Наиболее предпочтительной для оценки является модель Блэка - Шоулза. Малая популярность модели неимитируемого колл-опциона, несмотря на то, что ее применение устраняет основное теоретическое предположение модели Блэка-Шоулза об одинаковом поведении реального и финансового опциона, связана с высокой неопределенностью, возникающей в отношении ставки дисконта, к которой данная модель является очень чувствительной. Применение моделей, основанных на временной структуре цен, осложняется необходимостью применения численных методов и оценки дохода от преимуществ владения.

Использование опционов на отказ практически невозможно на практике вследствие особенностей технологического процесса, и вытекающей из них невозможностью оценить издержки, связанные с остановкой и поддержкой мощностей остановленного предприятия.

Вследствие отсутствия обращения финансовых инструментов горнодобывающих предприятий на фондовом рынке (кроме нефтяных компаний), использование сравнительного подхода существенно ограничено. Выборки сопоставимых объектов вследствие уникальности месторождений могут трактоваться как малые и строятся в основном на зарубежных аналогах, в связи с чем возникает необходимость корректировки на страновой риск. Основными критериями сопоставления являются вид и подвид полезного ископаемого, способ добычи, стадия экономической жизни и финансовое состояние. Наиболее применимыми для расчета являются мультипликаторы выручки и прибыли от реализации, рассчитанные на инвестированный капитал. Секторные мультипликаторы носят в основном справочный характер.

Применение затратного подхода характеризуется тем, что в его рамках определяется стоимость в использовании вследствие отсутствия активного рынка в отношении основных объектов имущества предприятия, а также в силу того, что производственное имущество обладает пониженной ликвидностью (или характеризуется ее отсутствием) в отрыве от месторождения. Для расчета стоимости основных средств и объектов НЗС используется метод амортизированных затрат замещения.

Важнейший актив горного предприятия - права пользования недрами вследствие национальных особенностей бухгалтерского учета в значительной степени недооценен. В результате перед оценщиком встает проблема определения рыночной стоимости нематериальных активов, решение которой существенно осложняется отсутствием хозяйственного оборота прав на недропользование. Стоимость прав на добычу полезных ископаемых определяется стоимостью запасов полезных ископаемых. Предпочтительными путями оценки данных прав является использование результатов экономической оценки

запасов, проведенной аудиторами минеральных ресурсов, в случае ее отсутствия - самостоятельная оценка запасов путем составления экономической оаавда на иозе результатов доходного подхода к оценке бизнеса.

Таким образом, в современных условиях для оценки горнодобывающего предприятия наиболее предпочтительными методами оценки являются методы доходного подхода, поскольку они позволяют максимально учесть влияние факторов стоимости,

обусловленных спецификой месторождений полезных ископаемых.

Литература:

1. Князева Т.А. "Оценка бизнеса компаний горнодобывающей промышленности".
2. Бурдин Д.Б. Экономическое обоснование стратегии повышения эффективности горнодобывающих предприятий в структуре корпорации, М- 2005.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка, М., Альпина Бизнес-Букс, 2004.

Рецензент: д.э.н., профессор Джумабаев К.Дж.