

## ВОПРОСЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ АКТИВОВ АВИАЦИОННЫХ КОРПОРАЦИЙ В УСЛОВИЯХ КОНСОЛИДАЦИИ

Наталья Валерьевна Москвичёва родилась в городе Москве. Старший преподаватель кафедры МАИ. Соискатель кафедры МАИ. Основные научные интересы — в области финансового менеджмента. Автор двух научных работ. E-mail:K508@mai.ru

Natalia V. MOSKVICHEVA was born in Moscow. She is an Senior Assistant Professor at the MAI. She is now a Postgraduate student at the MAI. Her primary research interests are in the financial management. She has published 2 scientific works. E-mail:K508@mai.ru

*Процесс создания Объединенной авиастроительной корпорации был начат в 2006 году и до сегодняшнего дня остается незавершенным. Преимуществами консолидации предприятий являются рост эффективности отрасли и рациональное использование средств государственного бюджета. В статье проводится анализ применяемых в условиях консолидации подходов к оценке рыночной стоимости активов предприятий, их преимуществ и недостатков.*

*The process of consolidation of aviation enterprises began in 2006, and it has not been completed yet. The advantages of mergers of enterprises are the industry's efficiency and a rational approach to spending of budget funds. Under the circumstances of the consolidation, appraisal of assets value of enterprises — taking into account their activities, analysis of their advantages and deficiencies — becomes of especial significance.*

**Ключевые слова:** объединенная авиастроительная корпорация, авиационная отрасль, рыночная стоимость активов, затратный подход, доходный подход, консолидация.

**Key words:** united aviation corporation, aviation industry, market value of assets, cost approach, income approach, consolidation.

Идея объединения активов авиапромышленности озвучивалась ещё в 2000 г., но лишь в 2006 г., когда был подписан указ о создании Объединенной авиационной корпорации (ОАК), началось ее реальное воплощение. Среди основных преимуществ консолидации назывались: повышение эффективности работы отрасли, рациональное использование средств бюджета и окончание соперничества предприятий в борьбе за государственную финансовую поддержку. Корпорация учреждена Российской Федерацией путем внесения в ее уставный капитал государственных пакетов акций авиационных предприятий, а также частными акционерами ОАО «Корпорация «Иркут». Приоритетными направлениями деятельности ОАО «ОАК» и входящих в корпорацию компаний являются разработка, производство, реализация, сопровождение эксплуатации, гарантийное и сервисное обслуживание, модернизация, ремонт и утилизация авиационной техники гражданского и военного назначения.

Создание Объединенной авиационной корпорации положило начало процессу реструктуризации отрасли и формирования структуры активов,

отвечающих стратегическим целям корпорации, к которым можно отнести получение к 2025 г. 10%-ной доли мирового рынка авиатехники и более 50% — внутреннего рынка, а также рост объемов производства и продаж в 2—2,5 раза за ближайшие 10 лет.

Первым финансовым успехом Объединенной корпорации стало получение ежегодных бюджетных дотаций и поддержка Внешэкономбанка. Еще в 2007 г. ВЭБ подписал протокол о намерениях по сотрудничеству с ОАК, упрощающий процедуру вхождения банка в число акционеров холдинга, и тогда же стороны договорились о будущих инвестициях в проекты корпорации, в ее инфраструктуру. Позже руководством ОАК было сделано заявление о возможности проведения «private placement» (частная эмиссия) в пользу ВЭБа. За этим последует IPO, в ходе которого новые инвесторы должны будут снизить долю государства в ОАК до 51% (на сегодняшний день госпакет 91,79%) при полном сохранении государственного контроля.

Основной проблемой авиастроения глава корпорации Алексей Федоров считает не дефицит зака-

зов на новые российские самолеты, а «технологическую деградацию производственных мощностей и нарастающий кадровый голод». Уже в первый год существования корпорации руководством ОАК был проведен анализ состояния авиастроительных предприятий и, как следствие, предложена модель, предусматривающая отказ от полного производственного цикла и высокую степень специализации каждой производственной единицы. Восстановление серийного производства транспортных самолетов Ил-476 является первым проектом корпорации, представляющим новую модель в реальном исполнении: сборку авиалайнеров ведёт ульяновское предприятие «Авиастар-СП», а ВАСО (Воронеж) становится основным производителем комплектующих. Решение, при котором конкурирующие предприятия становятся партнерами в рамках выполнения одной программы, похоже, устраивает всех.

В готовом виде новую индустриальную модель отрасли планируется реализовать в рамках проекта создания среднемагистральных лайнеров МС-21. Проект, подготовленный корпорацией «Иркут» и одобренный комиссией ОАК, предусматривает широкую кооперацию при разработке и производстве самолета.

На сегодняшний день мнения большинства экспертов сходятся на том, что, вопреки ожиданиям, создание объединенной корпорации не привело к ухудшению экономической ситуации в отрасли, даже в условиях кризиса. Кроме того, государственная корпорация «Ростехнологии» и ОАК решили объединить усилия и подписали соглашение, целью которого является развитие производственной кооперации, повышение конкурентоспособности, концентрация производственных и финансовых ресурсов, позволяющая реализовать наиболее перспективные программы по авиастроению. Необходимость совместных усилий продиктована и тем, что значительная доля предприятий, выпускающих комплектующие изделия для сборки военных и гражданских самолетов, входит в госкорпорацию «Ростехнологии».

Сегодня можно говорить о том, что объединенная авиастроительная корпорация завершила консолидацию авиастроительных активов. На момент учреждения уставный капитал Корпорации составил 96,72 млрд руб. В ходе дополнительной эмиссии ОАО «ОАК» в марте 2008 г. были размещены 8 246 603 100 именных бездокументарных акций номинальной стоимостью 1 руб. каждая по закрытой подписке в пользу Российской Федерации в лице Федерального агентства по управлению федеральным имуществом (Росимущество). Оплата разме-

щенных ОАО «ОАК» акций осуществлена денежными средствами в размере 6,04 млрд руб. и пакетами акций компаний авиастроительного сектора, таких, как ОАО «Ильюшин Финанс Ко», ОАО «Финансовая лизинговая компания», ОАО «Таганрогская авиация», ЗАО «Авиастар-СП».

В ходе дополнительной эмиссии ОАО «ОАК», зарегистрированной ФСФР России 18 сентября 2008 г., были размещены 5 309 734 513 именных бездокументарных акций номинальной стоимостью 1 руб. каждая. Ценные бумаги размещены по закрытой подписке в пользу Российской Федерации в лице Федерального агентства по управлению федеральным имуществом (Росимущество). Оплата размещенных ОАО «ОАК» акций осуществлена денежными средствами в размере 6,0 млрд руб. За счет эмиссии ОАК получит ряд недостающих государственных активов, а также последние оставшиеся частные пакеты дочерних и зависимых предприятий. Эмиссии акций предшествовала независимая оценка рыночной стоимости отечественных авиастроительных активов. Дополнительные акции прежде всего будут обменены на вносимые в уставный капитал ОАК оставшиеся у государства пакеты акций ряда предприятий, которые уже находятся под контролем корпорации: «Ильюшин Финанс Ко» (ИФК), АХК «Сухой», ВАСО и Финансовой Лизинговой Компании (ФЛК). Кроме того, дополнительная эмиссия будет использована для передачи под полный контроль ОАК еще двух важных авиастроительных активов — РСК «МиГ» и казанского завода КАПО. Предприятия достанутся ОАК по разной цене.

По результатам оценки рыночной стоимости этих активов, проведенной независимым оценщиком, одна акция РСК «МиГ» была оценена в 0,0000004983 руб. Таким образом, стоимость всего предприятия составляет 1,05 руб. Такая символическая стоимость объясняется огромной задолженностью РСК «МиГ» размером 44 млрд руб., что в глазах оценщика перевесило портфель заказов компании объемом 4 млрд долл. и 15 млрд руб. государственной помощи. В результате такой оценки 100% акций РСК «МиГ» было обменено на одну акцию ОАК.

В результате оценки стала понятна рыночная цена других активов, госпакеты которых получит ОАК. Исходя из оценки стоимости одной акции, рыночная цена АХК «Сухой» составляет 51 млрд руб., ИФК — 18 млрд руб., ФЛК — 1,7 млрд руб., а ВАСО — 1,2 млрд руб. Общая стоимость передаваемых государством в ОАК активов составила почти 11 млрд руб., они были обменены на 10,5 млрд акций ОАК.

В августе 2009 г. в целях увеличения уставного капитала по закрытой подписке были размещены 6 млрд именных бездокументарных акций того же номинала в пользу государства в обмен на денежные средства в размере 6,3 млрд руб. Эта эмиссия стала, по сути, последним этапом консолидации российской авиапромышленности в рамках ОАК, хотя ранее руководство корпорации заявляло о планах включения в состав корпорации ещё двух активов.

По завершении дополнительных эмиссий акций уставный капитал ОАО «ОАК» составляет 116,28 млрд руб. Доля Российской Федерации в уставном капитале составляет 91,79%. В 2010 г. корпорация планирует закончить этап реорганизации, провести IPO, сократить госпакет в уставном капитале до 51% за счёт привлечения частных инвестиций и перейти к этапу развития ключевых проектов.

В этой связи важна рыночная оценка стоимости корпорации, так как на сегодняшний день именно рыночная оценка деятельности является критерием качества принимаемых инвестиционных и финансовых решений, т. е. критерием выбора стратегии развития. Кроме того, в соответствии с Законом «Об оценочной деятельности» проведение оценки является обязательным для активов, полностью или частично принадлежащих Российской Федерации при приватизации, передаче в аренду или доверительном управлении, при использовании в качестве залога.

Рыночная оценка предприятий, входящих в объединенную корпорацию, не удовлетворила целый ряд предприятий. По мнению руководства предприятия АХК «Сухой», его стоимость оказалась сильно заниженной. А дочернее предприятие АХК, «Гражданские самолеты Сухого», было оценено в «ноль» — как «ничего не производящее на текущий момент». Мнения отраслевых аналитиков на этот счёт разделились. Часть экспертов усугубляет сомнения руководителей предприятий, утверждая, что активы корпорации должны стоить больше, другая часть подтверждает объективность выводов независимой оценки. Основная сложность проведения оценки входящих в объединенную авиационную корпорацию предприятий состоит в том, что их недозагруженные мощности увеличивают балансовую стоимость активов, поэтому оценка делается с поправкой на портфель заказов, и, если он почти «пуст», то и стоимость компании выходит равной нулю. В этом есть явная несправедливость или желание недооценить активы, а одним из основных недостатков является отсутствие грамотного

подхода к оценке нематериальных активов предприятий, участвующих в консолидации.

С другой стороны, подход к оцениваемому предприятию как к имущественному комплексу должен учитывать качество кадрового состава и менеджмента, что служит своего рода показателем того, что бизнес управляется и все бизнес-процессы хорошо организованы. По мнению экспертов, большинству предприятий авиационной промышленности похвастаться в этой области особо нечем, да и руководство ОАК отмечает наличие проблем, связанных с отсутствием квалифицированных кадров на предприятиях, и это, безусловно, оказывает влияние на результаты оценки. В одном, пожалуй, соглашусь с оценщиками — проводить оценку предприятий авиационной отрасли в настоящий период имеет смысл, применяя подход, основанный на активах, тем более, если речь идёт о слиянии предприятий.

Характеристика эволюции применения методов оценки стоимости бизнеса в США, Великобритании в 50—60 годах XX в. показывает, что специалистами в основном применялась оценка, «основанная на активах». И лишь впоследствии получило распространение применение других подходов. Любопытно, что именно этот метод преимущественно использовался в ходе первых шагов приватизации российских предприятий. Главным образом это объяснялось тем, что в то время именно бухгалтерская отчетность о деятельности государственных предприятий являлась наиболее достоверной информацией об используемых ими активах.

Подход, основанный на определении рыночной стоимости активов, является достаточно эффективным способом измерения стоимости бизнеса. Сейчас нельзя представить себе серьезную оценочную работу без применения этого подхода. Тем более, его использование является одним из обязательных условий российских стандартов оценочной деятельности: если оценщик не применяет затратный подход, он должен аргументированно объяснить причины, по которым он его не использует.

В настоящее время, как уже отмечалось, в России происходит перевод бухгалтерских измерений на международные стандарты финансовой отчетности. А эти стандарты, как известно, предполагают оценку активов и обязательств компаний по рыночной стоимости, т. е. с учетом соответствующих переоценок.

Затратный (имущественный) подход в оценке бизнеса рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек. Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры

рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате перед оценщиком встает задача проведения корректировки баланса предприятия. Для осуществления этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств.

Этот метод не требует идентификации аналогов, а основывается только на данных оцениваемой фирмы. В этом его преимущество (простота, относительно невысокая трудоемкость, отсутствие ограничений), но одновременно и недостатки (затратный подход к оценке). Как уже отмечалось, предприятия консолидируются ради будущих доходов, а не прошлых затрат. Суть метода в том, что определяется рыночная стоимость активов путем корректировки данных баланса, из которой вычитается рыночная стоимость обязательств. В модификации метода к рыночной стоимости активов добавляется гудвилл (goodwill).

Процесс определения рыночной стоимости активов предприятия можно представить следующим образом:

1. Изучаются отчетный баланс и другая финансовая документация фирмы. Если финансовая документация не подтверждена аудитором, оценщик вправе сделать это сам или пригласить независимого аудитора. В баланс вносятся поправки. Составляется уточненный баланс.

2. Составляется экономический баланс, отличающийся от бухгалтерского тем, что элементы актива и пассива пересчитываются по рыночным ценам:

- нематериальные активы значатся в активе баланса по цене приобретения за вычетом износа (начисленной амортизации). Рыночная цена, во-первых, не учитывает определенных формальностей в определении стоимости актива, которые часто допускаются в практике приобретения нематериальных активов производственными предприятиями; во-вторых, она учитывает реальное экономическое старение актива. В процессе составления экономического баланса определенная часть нематериальных активов может быть признана утратившей свою стоимость. По другим активам определяется оставшийся срок жизни (контрактная жизнь — время, остающееся до окончания договора; экономическая жизнь — потеря стоимости актива вследствие изменения конъюнктуры рынка). Уровень износа определяется наименьшим сроком жизни;

- оценка рыночной стоимости материальных активов производится методами оценки недвижимости, оборудования и других основных активов. Используются главным образом рыночный и затратный подход. Наиболее распространенным стандартом стоимости является стоимость замещения, учитывающая физическое, функциональное, техническое и экономическое устаревание;

- товарно-материальные запасы анализируются по результатам инвентаризации. Устаревшие неликвидные запасы списываются по ценам возможной реализации за вычетом издержек реализации, включая доходы посредников;

- расходы будущих периодов, если существует связанная с ними выгода, оцениваются по номинальной стоимости;

- дебиторская задолженность анализируется с точки зрения вероятности и сроков ее получения. Безнадёжная задолженность списывается. Если по части дебиторской задолженности срок получения составляет несколько месяцев, то в экономическом балансе следует привести (дисконтировать) ее сумму к моменту оценки бизнеса (определить текущую стоимость дебиторской задолженности);

- аналогично дебиторской задолженности корректируется кредиторская задолженность;

- финансовые активы переоцениваются по курсам, действующим на момент оценки бизнеса. Если в состав финансовых активов оцениваемой компании входят акции (доли) других предприятий, некотирующиеся на бирже или на внебиржевом рынке, то оценщику следует оценить их стоимость одним из известных и описанных выше методов;

- по методу избыточной прибыли выделяется и оценивается гудвилл;

- экономический баланс формируется путем изменения стоимости собственного капитала.

3. На основе экономического баланса определяется стоимость активов и стоимость обязательств.

4. Стоимость предприятия равна экономической стоимости активов минус экономическая стоимость обязательств.

Корректировки производятся:

- по нематериальным активам (незаконное списание на активы части затрат на разработку технологии, произведенную работниками предприятия);

- по дебиторской задолженности (незаконное списание части дебиторской задолженности);

- по добавочному капиталу (занижена оценка транспорта);

- по доходам будущих периодов (списана часть кредиторской задолженности в связи с истечением срока исковой давности).

Если предполагается продажа предприятия целиком, то для оценки его стоимости недостаточно только тех активов, которые фиксируются бухгалтерской отчетностью. Восстановительная стоимость этих активов зачастую не отражает реальную ценность предполагаемого к продаже бизнеса. Здесь особую ценность представляют нематериальные активы компании.

Последовательность процедур оценки стоимости действующего предприятия на основе затратного подхода достаточно очевидна: в исходный момент — это оценка активов и обязательств оцениваемой компании по данным последней к моменту оценки бухгалтерской отчетности с учетом инфляционной компоненты некоторых корректировок.

Надо сказать, что определение переоцененной стоимости активов не происходит автоматически. Значительная часть основных фондов, таких, как оборудование, автотранспортные средства, различное оснащение, обычно учитывается в балансах по первоначальной стоимости минус амортизация. Однако некоторые активы, такие, как самолеты, иногда учитываются по стоимости оценки, то есть с учетом влияния инфляции, хотя авиационные предприятия часто воздерживаются от использования такого подхода, поскольку это приводит к более высоким амортизационным затратам.

Переоценка на рыночной основе активов предприятия предполагает привлечение к этой работе специалистов, разбирающихся в условиях функционирования отдельных видов активов.

Добавлю характеристику еще одной особенности расчетов стоимости бизнеса на основе активов. Если при расчетах посредством других методов личный осмотр оцениваемого предприятия далеко не всегда обязателен, то при оценке с использованием затратного метода такой осмотр, как правило, необходим. Ведь невозможно представить, какова реальная стоимость, скажем, зданий и сооружений, ориентируясь только на данные бухгалтерской отчетности об их так называемой исторической стоимости и фиксируемых в той же отчетнос-

ти размерах амортизации этих объектов. Что касается земельных участков, используемых предприятием, то в бухгалтерской отчетности, как правило, нет данных относительно их стоимости. Только, осмотрев такие земельные участки, оценщик может составить более или менее реальное представление о стоимости каждого из них.

Оценка стоимости отдельных видов активов, таких, как недвижимость, вообще не должна ориентироваться на полную первоначальную их стоимость за вычетом износа. Оценщик сам должен сформировать характеристику их рыночной стоимости. Что касается бухгалтерских данных об амортизации, то к такой оценке они не имеют никакого отношения. Износ объектов недвижимости — это уменьшение стоимости объекта по любой причине. При этом выделяют физический износ, функциональный износ и внешний.

Рыночная оценка активов весьма важна в случае структурных изменений в совокупном капитале компании, ее применяют при обосновании условий реорганизации того или иного предприятия в качестве решающего фактора.

### Выводы

Оценка активов по их рыночной стоимости является, пожалуй, исходным условием организации любого бизнеса, важно только, чтобы оценка была проведена с учётом отраслевых особенностей предприятия, грамотного и объективного подхода к определению стоимости нематериальных активов, что имеет принципиальное значение для предприятий авиационной отрасли. Нельзя обнулять ценность разработок, технологий, проектов, опыта, даже если портфель заказов предприятия обладает недостаточным объемом.

### Библиографический список

1. [www.aviaprom.ru](http://www.aviaprom.ru)
2. [www.uakrussia.ru](http://www.uakrussia.ru)
3. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент. — М.: Проспект, 2009.

Московский авиационный институт  
Статья поступила в редакцию 20.11.2009