

*На правах рукописи*

**Карасева Мария Александровна**

# **РАЗВИТИЕ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА СУБЪЕКТОВ ЕСТЕСТВЕННЫХ МОНОПОЛИЙ**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат  
диссертации на соискание ученой  
степени кандидата экономических наук

Москва  
2012

Работа выполнена на кафедре «Оценка и управление собственностью»  
ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

Научный руководитель

кандидат экономических наук, доцент  
**Тазикина Татьяна Викторовна**

Официальные оппоненты:

доктор экономических наук, профессор  
**Бусов Владимир Иванович,**  
ФГБОУ ВПО «Государственный университет  
управления», заведующий кафедрой управления  
собственностью и развития предпринимательства

кандидат экономических наук

**Родин Александр Юрьевич,**  
НОУ ВПО «Московский финансово-промышленный  
университет-«Синергия», доцент кафедры  
Оценочной деятельности, фондового рынка и  
налогообложения

Ведущая организация

**ФГБОУ ВПО «Санкт-Петербургский  
государственный университет  
экономики и финансов»**

Защита состоится «06» декабря 2012г. в 10-00 часов на заседании диссертационного совета Д 505.001.02 на базе ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.49, ауд. 406, Москва, 125993.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.49, комн. 203, Москва, 125993.

Автореферат разослан «02» ноября 2012г. Объявление о защите диссертации и автореферат диссертации «02» ноября 2012г. размещены на официальном сайте Высшей аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки Российской Федерации по адресу <http://vak.ed.gov.ru> и на официальном сайте ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»: <http://www.fa.ru>.

Ученый секретарь совета Д 505.001.02,  
к.э.н., доцент

Е. Е. Смирнова

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Фундаментом российской экономики были и являются отрасли, относящиеся к естественным монополиям.<sup>1</sup> Они представляют собой неотъемлемый элемент экономики России, формируют значительную долю общей капитализации российских компаний, а также вносят огромный вклад в формирование бюджета страны. На долю естественных монополий приходится, согласно данным Федеральной службы государственной статистики, около 11-13% валового внутреннего продукта, около 11% общей численности трудоспособного населения, не менее 1/3 основных фондов всей российской экономики. В 2011 г. оборот субъектов естественных монополий составил 18 млрд руб., что на 21% больше, чем в 2010 г.<sup>2</sup>

Переход экономики Российской Федерации к модели развития, основанной на инновациях, диктует всем отраслям необходимость пересмотра ранее существовавших подходов к регулированию. В современных условиях именно показатель стоимости выступает основным критерием инвестиционной привлекательности, отражает рациональное использование редких (ограниченных) ресурсов. Действенный механизм, позволяющий экономически обосновывать, анализировать, ранжировать меры государственного регулирования, направленные на повышение эффективности бизнеса субъектов естественных монополий, не может обойтись без стоимостной оценки.

Востребованность оценки бизнеса субъектов естественных монополий связана с развитием фондового рынка, участниками которого выступают отдельные компании-субъекты естественных монополий, возникает при сделках слияния и поглощения, банкротстве организаций.

На сегодняшний день недостаточная разработанность теоретико-методической базы оценки бизнеса субъектов естественных монополий как на микроуровне (на уровне отдельных субъектов естественных монополий и секторов экономики), так и на макроуровне (в масштабах экономики в целом), не позволяет эффективно использовать

---

<sup>1</sup>Согласно Федеральному закону от 17 августа 1995 г. № 147-ФЗ «О естественных монополиях», к естественным монополиям отнесены транспортировка нефти и нефтепродуктов по магистральным трубопроводам; транспортировка газа по трубопроводам; железнодорожные перевозки; услуги в транспортных терминалах, портах и аэропортах; услуги общедоступной электросвязи и общедоступной почтовой связи; услуги по передаче электрической энергии; услуги по оперативно-диспетчерскому управлению в электроэнергетике; услуги по передаче тепловой энергии; услуги по использованию инфраструктуры внутренних водных путей.

<sup>2</sup> Сайт Федеральной службы государственной статистики ([www.gks.ru](http://www.gks.ru))

инструментарий стоимостной оценки в государственном регулировании естественно-монопольных секторов экономики.

Традиционные и широко используемые в отечественной практике методы стоимостной оценки следует адаптировать и для корректного учета особенностей бизнеса субъектов естественных монополий. Анализ опыта оценки субъектов естественных монополий показывает, что в настоящее время методы оценки такого бизнеса заимствованы из практики развитых стран. Развивающийся характер российской экономики, значительная степень изношенности материальных активов субъектов естественных монополий по сравнению с зарубежными компаниями приводят к тому, что использование международного опыта и методик зачастую является неэффективным.

Существовавший до текущего времени опыт оценки в российской практике показал, что используемые методы не в полной мере учитывают отраслевые особенности, а потенциал использования стоимостных технологий в регулировании сектора и вовсе не был использован до последнего времени.

Текущее положение естественных монополий выявляет необходимость перехода к эффективному регулированию с использованием оценочного инструментария для своевременной и обоснованной подачи информации регулирующим органам и выработки плана адекватных действий, направленных на совершенствование развития столь важных для российской экономики секторов.

**Степень научной разработанности проблемы.** Несмотря на развитие и совершенствование методического аппарата оценки в целом, проблемы определения стоимости специфических объектов оценки, к которым относится бизнес субъектов естественных монополий, в экономической литературе недостаточно освещены. Необходимость отдельного изучения методов определения стоимости бизнеса субъектов естественных монополий обуславливается также тем, что разработанные методы смогут быть использованы при государственном регулировании естественно-монопольных секторов экономики для повышения эффективности их работы и роста российской экономики в целом.

Методологические аспекты проблемы оценки бизнеса и активов рассматривались в работах зарубежных ученых: А. Дамодарана, Т. Коупленда, К. Мерсера, Дж. Мурина, Ш. Пратта, Дж.Р. Хитчнера и др., а также отечественных разработчиков теорий стоимостной оценки: В.И. Бусова, Д.С. Львова, А.Ю. Родина, В.М. Рутгайзера, Т.В. Тазихиной М.А. Федотовой и др.. Становление и развитие проблематики

естественных монополий относится еще к 19 в. (классические работы А. Курно, Дж.С. Милля, А. Маршалла, Т.Фаррера); затем исследования в данной области были продолжены в работах современных ученых: В. Баумоля, Г. Демсеца, С. Инохова, П. Джоскоу, Т. Ди Лоренцо, Р. Коуза, Дж. Панзара, Р. Познера, Дж. Стиглера, Р. Уиллига, О. Уильямсона, У. Шарки. Проблематика естественных монополий рассматривалась в работах отечественных исследователей: С.Б. Авдашевой, К.Л. Астапова, В.Г. Варнавского, М.В. Городова, И.В. Князевой, Д.С. Львова, Н.А. Матвеевой, Ю.А. Метелевой, Г.С. Огневенко, Ю.З. Саакяна, Н.Т. Сапожниковой, С.И. Сауткина, О.Г. Трудова и др.

Практические аспекты оценки бизнеса субъектов естественных монополий разработаны и определены при реформировании электроэнергетики РФ (Методология и руководство по проведению оценки бизнеса и/или активов ОАО РАО «ЕЭС России» и ДЗО ОАО РАО «ЕЭС России» (компания «Делойт энд Туш»), а также Методические рекомендации по оценке эффективности и разработке инвестиционных проектов и бизнес-планов в электроэнергетике). Эти документы явились результатом заказов ОАО РАО «ЕЭС России» и, безусловно, отвечали требованиям своего времени, будучи первыми документами подобного типа в истории российской оценочной практики.

В настоящее время степень разработанности научной проблемы является недостаточной; многоплановость вопросов, возникающих при оценке бизнеса субъектов естественных монополий и при государственном регулировании их деятельности, вызвана специфическими особенностями каждой отдельной отрасли, являющейся естественной монополией, а также постоянно меняющейся социально-экономической и политической ситуацией. Требуется уточнения и понятийный аппарат.

Недостаточная научная проработанность и актуальность проблемы оценки бизнеса субъектов естественных монополий в современной российской экономике обусловили выбор темы диссертационной работы.

**Цель исследования** заключается в решении научной задачи развития методов оценки бизнеса субъектов естественных монополий и их использования в государственном регулировании.

Для достижения цели исследования в диссертации поставлены следующие **задачи**:

- Уточнить понятийный аппарат с целью отражения особенностей бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки.

- Выделить и охарактеризовать факторы, влияющие на стоимость бизнеса субъектов естественных монополий.
- Провести анализ зарубежных методов оценки бизнеса, определить возможность их использования для оценки бизнеса субъектов естественных монополий в российских условиях.
- Модифицировать существующий оценочный инструментарий с учетом особенностей бизнеса субъектов естественных монополий.
- Усовершенствовать механизмы государственного регулирования субъектов естественных монополий за счет использования оценочного инструментария; разработать стоимостные показатели, адекватно отражающие как специфику оцениваемого бизнеса, так и задачи государственного регулирования.

**Объектом исследования** является стоимость бизнеса субъектов естественных монополий.

**Предметом исследования** являются методы стоимостной оценки бизнеса субъектов естественных монополий.

Методологической и теоретической основой диссертации послужили работы отечественных и зарубежных ученых в области оценки стоимости бизнеса и имущества, а также законодательные и нормативные документы РФ, в т.ч. Федеральный закон об оценочной деятельности в РФ, российские Федеральные стандарты оценочной деятельности.

Методология исследования базируется на использовании общепризнанных научных методов и приемов: системного подхода к объекту и предмету исследования, анализа и синтеза, сравнения и обобщения, группировки, моделирования, методов исторического и логического анализа теоретического и практического материала, что обеспечивает целостность, достоверность диссертационной работы.

Исследование соответствует Паспорту специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки).

Информационную и эмпирическую базу исследования составили законодательные и нормативно-правовые акты РФ и субъектов РФ, стандарты, руководства и комментарии к ним Международного комитета по стандартам оценки, монографии, справочные материалы официальных органов РФ, в т.ч. статистические и аналитические материалы Федеральной службы государственной статистики, данные периодической печати, Интернет-источники, результаты маркетинговых исследований,

финансовая и бухгалтерская отчетность российских и зарубежных компаний, информационные и методические материалы крупнейших оценочных и консалтинговых компаний, в частности «Делойт и Туш» и «КПМГ», а также результаты оценки стоимости компаний-субъектов естественных монополий, проведенной в 2010-2012 гг.

**Научная новизна** исследования состоит в разработке комплекса теоретико-методологических положений по модификации и развитию методов стоимостной оценки, учитывающих особенности бизнеса субъектов естественных монополий и соответствующих задачам государственного регулирования их деятельности. Новыми являются следующие научные положения, выносимые на защиту:

1. Выделены особенности бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки, основными из которых являются высокая степень регулирования деятельности со стороны государства по основным факторам, влияющим на стоимость бизнеса; зависимость от ограниченных ресурсов и состояния материально-технической базы; социальная значимость осуществляемой деятельности и, вследствие этого, необходимость функционирования даже в условиях отсутствия прибыли.
2. Для компаний, являющихся субъектами естественных монополий, обоснована совокупность факторов, влияющих на стоимость бизнеса. В их числе факторы, формирующие стоимость бизнеса: внешние факторы (макроэкономические, отраслевые); внутренние факторы (операционные показатели, имидж компании, производственный потенциал), и факторы, изменяющие величину стоимости бизнеса субъектов естественных монополий (конъюнктура отраслевых рынков, тенденции либерализации, методики формирования тарифов и цен).
3. При определении стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков обоснована необходимость учета в ставке дисконтирования рисков, связанных с повышенной подверженностью субъектов естественных монополий государственному регулированию, путем введения поправочного коэффициента (премия за риск *reg*).
4. Для оценки стоимости бизнеса субъектов естественных монополий доказана необходимость использования комплекса мультипликаторов, ведущая роль в котором отведена мультипликаторам с натуральными показателями в знаменателе, представляющим возможность учесть роль материально-

технической базы в формировании стоимости бизнеса и позволяющим оценить бизнес субъектов естественных монополий, имеющих отрицательные финансовые результаты.

5. Формализованы механизмы влияния государственного регулирования на стоимость бизнеса субъектов естественных монополий; разработан алгоритм внедрения стоимостного инструментария в систему государственного регулирования деятельности субъектов естественных монополий.

6. Обосновано использование стоимости, добавленной в результате регулирования (RVA, Regulation Value Added), в качестве основного стоимостного показателя при анализе эффективности государственного регулирования деятельности субъектов естественных монополий.

**Практическая значимость** исследования заключается в том, что основные положения, выводы и рекомендации могут быть использованы российскими практикующими оценщиками, финансовыми консультантами и руководством компаний-субъектов естественных монополий, а также представителями органов власти при осуществлении регулирования деятельности субъектов естественных монополий. Основные разделы и положения работы посвящены развитию методов оценки бизнеса с учетом отраслевых особенностей субъектов естественных монополий и могут быть использованы для дальнейших научных исследований в области теории и практики стоимостной оценки. Материалы диссертационного исследования предлагаются для внедрения в преподавание учебной дисциплины «Оценка предприятия (бизнеса)» и при проведении специализированных учебных курсов, раскрывающих отраслевые особенности стоимостной оценки.

Практическое значение имеют следующие результаты исследования:

1. Модификации методов оценки бизнеса субъектов естественных монополий, которые позволяют уточнить систему оценочных стандартов и методических рекомендаций, разрабатываемых саморегулируемыми организациями оценщиков, для учета особенностей бизнеса субъектов естественных монополий.

2. Поправочный коэффициент *reg* к ставке дисконтирования, который позволяет учесть риск изменения нормативно-правового поля и форм государственного регулирования и может быть использован в процессе определения стоимости бизнеса субъектов естественных монополий оценочными



компаниями для корректного учета перспектив государственного регулирования деятельности субъектов естественных монополий.

3. Комплекс мультипликаторов, учитывающий весомый вклад материально-технической базы в формирование стоимости бизнеса субъектов естественных монополий, который на практике будет способствовать повышению качества и достоверности проводимой оценки бизнеса субъектов естественных монополий и экспертизы отчетов.

4. Показатель, отражающий стоимость, добавленную в результате регулирования (RVA, Regulation Value Added), который на практике обеспечивает реализацию концепции государственного регулирования деятельности субъектов естественных монополий, основанной на стоимостных критериях.

**Апробация и внедрение результатов исследования.** Результаты исследования докладывались и обсуждались на 4 (15)-й Международной научной конференции «Роль финансово-кредитной системы в реализации приоритетных задач развития экономики» (Санкт-Петербург, СПбГУЭФ, 17-18 февраля 2011 г.); на круглом столе «Перспективы развития оценочной деятельности» (Москва, Финансовый университет, 2 декабря 2011 г.).

Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ, проведенных в Финансовом университете по комплексной теме «Пути развития финансово-экономического сектора России» по кафедральной подтеме «Формирование, оценка и управление стоимостью компаний в условиях Новой экономики».

Метод расчета тарифа с учетом повышенной степени регулирования в отрасли и комплекс мультипликаторов, разработанные автором, используются в практической деятельности Группы Оценки Департамента Корпоративных финансов ЗАО «КПИМГ» и позволяют корректно и полноценно учесть все особенности объектов оценки.

Материалы диссертационного исследования используются кафедрой «Оценка и управление собственностью» ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебной дисциплины «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены документами.

**Публикации.** По теме диссертации опубликовано 5 работ общим объемом 3,25 п.л. (в т.ч. авторский объем – 2,63 п.л.), в которых нашли отражение основные

результаты исследования, в том числе три работы объемом 2,01 п.л. (весь объем авторский) в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России.

**Структура и объем диссертации.** Структура диссертации обусловлена целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка из 134 наименований и 5 приложений. Основной текст диссертации изложен на 147 страницах.

## II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

В диссертации в соответствии с поставленными целью и задачами определены следующие группы проблем.

**Первая группа проблем,** рассматриваемая в диссертационной работе, связана с исследованием специфических особенностей бизнеса субъектов естественных монополий и факторов, влияющих на их стоимость.

Современный этап развития оценочной деятельности в России характеризуется расширением сферы применения и, как следствие, диверсификацией целей и объектов оценки, в число которых все чаще включается бизнес субъектов естественных монополий. Данный объект оценки объединяет общие (обязательные) признаки объекта оценки (наличие отношений собственности, участие в хозяйственном обороте в качестве самостоятельного предмета сделки, свойство полезности реальному и потенциальному инвестору) и специфические, отражающие особенности данного объекта.

Выявление специфических признаков бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки основывается на анализе экономических, финансовых и правовых характеристик субъектов естественных монополий. В настоящем исследовании под субъектом естественной монополии понимается хозяйствующий субъект, занятый производством (реализацией) товаров в условиях особого состояния рынка, при котором удовлетворение спроса на этом рынке эффективнее в отсутствии конкуренции в силу технологических особенностей производства (в связи с существенным понижением издержек производства на единицу товара по мере увеличения объема производства), а товары, производимые субъектами естественной монополии, не могут быть заменены в потреблении другими товарами, в связи с чем спрос на данном товарном рынке на товары, производимые субъектами естественных монополий, в меньшей степени зависит от изменения цены на этот товар, чем спрос на другие виды товаров, что соответствует Федеральному закону от 17 августа 1995 г. № 147-ФЗ «О естественных монополиях».

В научной литературе, посвященной проблемам естественных монополий, определены следующие основные условия их существования: 1) отсутствие товаров-субститутов; 2) отсутствие возможности импорта выпускаемой продукции из других стран и регионов; 3) быстрое сокращение средних и предельных издержек производства при росте объемов производства (экономия от масштаба).

Проведенный в диссертации анализ общих и специфических признаков бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки позволил сформулировать комплексное определение данного объекта оценки.

Под бизнесом субъектов естественных монополий как объектом оценки следует понимать хозяйственную деятельность юридических лиц, осуществляемую в целях получения прибыли на основе рационального использования редких (ограниченных) ресурсов и имущественного комплекса в рамках фиксированной организационно-правовой формы под контролем и регулированием государства.

Уточненное определение позволяет выделить специфические черты бизнеса субъектов естественных монополий:

- Отрасли, относимые к естественно-монопольным, подвержены регулированию со стороны государства. Данный факт обуславливает наличие как определенных сложностей, связанных, например, с рисками изменения регулирования, введения новых систем тарифообразования, так и в некоторой степени облегчает процесс оценки, задавая «правила игры», позволяя оценщику строить прогнозы будущих выгод в рамках определенных сценариев. Заранее запланированные сроки перехода от одного метода регулирования тарифа к другому могут не всегда быть соблюдены, что влечет за собой необходимость дополнительного учета риска изменения регулирования. Кратковременность многих положений оставляет возможности для разночтений и построения предположений, которые, возможно, в будущем будут неактуальны в связи с выпуском нового законодательного положения.
- Субъекты естественных монополий функционируют за счет использования редких (ограниченных) ресурсов. При этом важную роль приобретают физические характеристики имеющихся активов, ведь успех деятельности большинства субъектов естественной монополии основан на грамотном и эффективном использовании, в первую очередь, материальных активов, составляющих основу технологических особенностей бизнеса субъектов естественных монополий (например, доля основных средств в активах трубопроводных компаний может достигать 80-90%). Данный факт

предопределяет важность мультипликаторов с натуральными показателями в знаменателе.

- Субъекты естественной монополии и их бизнес – неоднородный объект оценки, что обусловлено различной отраслевой принадлежностью предприятий-субъектов естественных монополий. Предприятия каждой отрасли, относимой к естественно-монопольным, будут иметь свои отличительные особенности, что позволит выделить разновидности и отличительные характеристики в рамках отраслей естественно-монопольного сектора экономики. Так, например, различия будут наблюдаться при сопоставлении компании, оказывающей услуги в транспортных терминалах, портах и аэропортах, и провайдера общедоступной электросвязи и общедоступной почтовой связи.
- Отличительной чертой бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки является их определенная уникальность. В отличие от конкурентных отраслей, субъекты естественных монополий в ряде случаев могут не иметь компаний-аналогов. В связи с этим при применении метода рынка капитала подбор аналогов, ведущих деятельность в том же регионе и в той же отрасли, не всегда оказывается осуществим.
- В отличие от общего случая рассмотрения бизнеса, подразумевающего получение прибыли, при определении стоимости бизнеса субъектов естественных монополий в силу их высокой социальной значимости, а также в связи с отсутствием заменителей производимой продукции, компании могут быть вынуждены осуществлять деятельность в условиях отрицательной прибыли, будучи субсидированными со стороны государства.

Определенные в работе отличительные черты субъектов естественных монополий позволили выделить факторы, существенно влияющие на стоимость их бизнеса. Ориентируясь на критерий временного горизонта, данные факторы можно классифицировать на следующие подгруппы: факторы, формирующие стоимость бизнеса субъектов естественных монополий, и факторы, изменяющие величину стоимости бизнеса.

Факторы, формирующие стоимость бизнеса, представлены на рисунке 1.

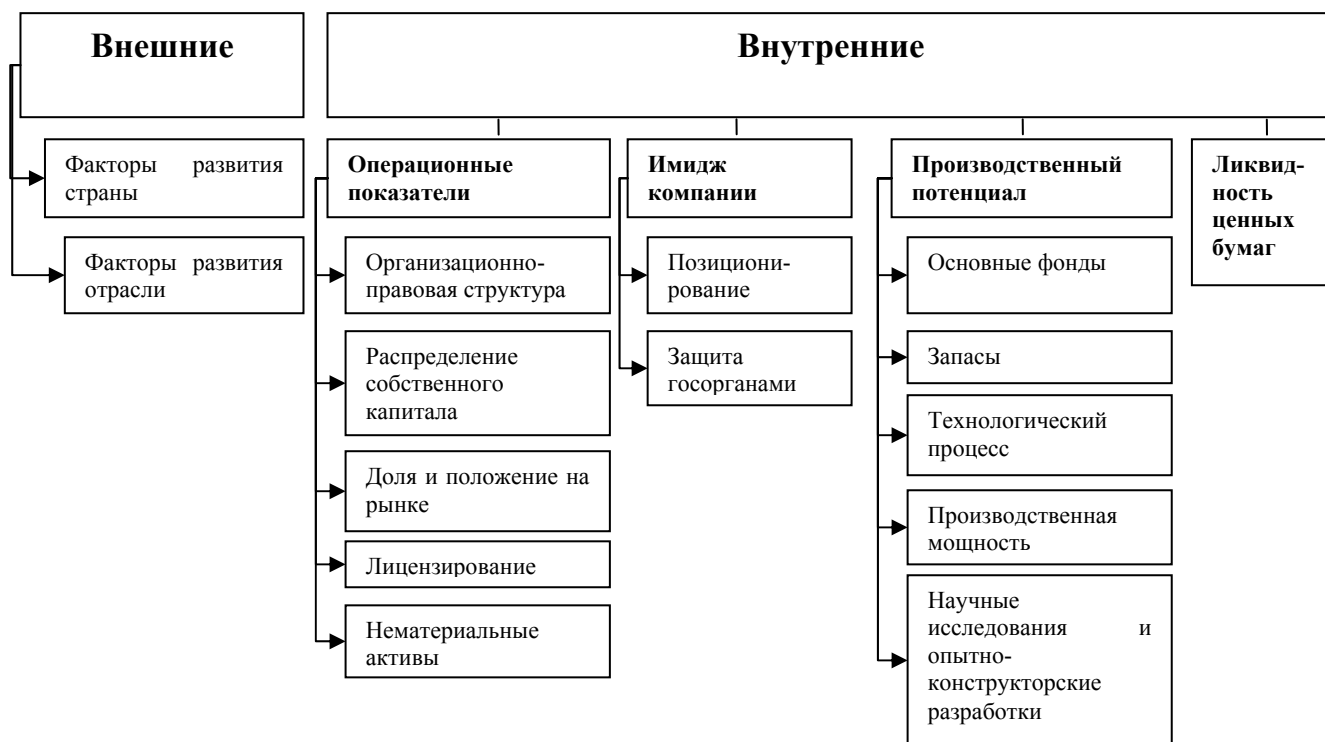


Рисунок 1. Факторы, формирующие стоимость бизнеса субъектов естественных монополий

К факторам, изменяющим величину стоимости бизнеса субъектов естественных монополий, отнесены:

1. отраслевая либерализация (доля продукции, реализуемой по свободным, рыночным ценам);
2. механизм формирования тарифов и трансформация данного механизма;
3. отраслевые изменения регулирования.

Исследование позволяет сделать вывод о том, что, несмотря на обобщение субъектов естественных монополий в рамках одного нормативно-правового и экономического течения, следует также ориентироваться на отраслевую специализацию тех или иных субъектов естественных монополий при рассмотрении факторов, формирующих стоимость и влияющих на методы ее определения.

Определение рыночной стоимости, сформулированное в Федеральном законе от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», а также его сопоставление с выявленными особенностями бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки и факторами, определяющими их стоимость, позволили сделать вывод о том, что для данных объектов оценки могут быть выполнены не все условия для расчета рыночной стоимости. В результате проведенного исследования определено, что применительно к бизнесу субъектов естественных монополий как объекту оценки более реальным и корректным становится расчет

инвестиционной стоимости, т.е. стоимости для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки.

Выявленные особенности бизнеса субъектов естественных монополий, факторы, влияющие на стоимость бизнеса, а также определенный стандарт стоимости применительно к бизнесу субъектов естественных монополий как объекту оценки сформировали основу для исследования возможностей развития методов оценки бизнеса субъектов естественных монополий.

**Вторая группа проблем** связана с анализом учета особенностей бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки при определении стоимости в рамках методов трех классических подходов к оценке – доходного, сравнительного и затратного.

Отдельное внимание в настоящем исследовании уделено анализу проблем адаптации и совершенствования традиционных методов оценки для определения стоимости бизнеса субъектов естественных монополий в российских условиях с учетом опыта проведения оценки бизнеса предприятий соответствующих отраслей ведущими мировыми консалтинговыми компаниями.

В работе проведен критический анализ возможностей учета особенностей бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки при определении стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков и выявлены основные способы учета таких особенностей.

В частности, для расчета ставки дисконтирования определено, что для субъектов естественных монополий расчет коэффициента «бета» следует проводить на базе отраслевых данных, которые отражают систематические риски, характерные для анализируемой естественно-монопольной отрасли, или данных по котировкам самой оцениваемой компании.

Определение оптимальной структуры капитала для расчета ставки дисконтирования в силу повышенной степени регулирования отраслей естественной монополии следует проводить в соответствии с рекомендациями и постановлениями регулирующего органа (например, при регулировании тарифа с использованием методики доходности на инвестированный капитал), а также на базе сложившейся среднеотраслевой структуры капитала при условии достаточной сопоставимости данных по компаниям отрасли.

Учет особенностей бизнеса субъектов естественных монополий, связанных с повышенной степенью государственного регулирования и риском изменения текущего

регулируемого, должен осуществляться при расчете премий за риски вложения в акции оцениваемой компании.

Высокая степень государственного регулирования компаний-субъектов естественных монополий формирует, во-первых, законодательно-нормативную базу для построения допущений и прогнозов денежных потоков; во-вторых, должна быть учтена при формировании ставки дисконтирования, так как оказывает воздействие на риски, присущие компаниям-субъектам естественных монополий; в-третьих, требуется добавление поправочного коэффициента в ставку дисконтирования, который позволил бы учесть риски изменения текущего регулирования деятельности конкретного субъекта естественной монополии.

Особенности бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки, включающие использование редких (ограниченных) ресурсов и высокую степень государственного регулирования (в том числе регулирования тарифов), определяют важность расчета тарифа на поставляемый товар и (или) оказываемый вид услуг. Механизм формирования тарифа является ключевым фактором, влияющим на изменение стоимости; определяет возникновение денежных потоков бизнеса.

В исследовании установлено, что продолжение деятельности компанией даже в случае ее убыточности, являющееся еще одной особенностью бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки, должно находить отражение в прогнозируемых денежных потоках, ожидаемых компанией, посредством анализа нескольких вариантов развития событий за счет рассмотрения перспектив перехода к положительным финансовым результатам благодаря эффективному государственному регулированию.

В рамках метода рынка капитала определены и рассмотрены следующие направления совершенствования оценочного инструментария: во-первых, поскольку субъекты естественных монополий отличаются высокой степенью зависимости от располагаемых активов, при определении их стоимости большую роль должно играть использование мультипликаторов и отраслевых коэффициентов, базирующихся на натуральных показателях, на характеристиках располагаемых активов (протяженность трубопроводов, протяженность сетей, установленная тепловая мощность, объем переданной электроэнергии/теплоэнергии, количество абонентов, пр.); во-вторых, неоднородность бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки в плане отраслевой специализации и возможность рассмотрения компаний-субъектов естественных монополий с точки зрения отраслевой принадлежности способствует

формированию отличных друг от друга инструментов анализа (например, различающихся в зависимости от отрасли мультипликаторов).

Необходимость учета технических и технологических особенностей бизнеса субъектов естественных монополий как объекта оценки обуславливает тот факт, что при расчете стоимости бизнеса субъектов естественных монополий методом чистых активов в силу наличия у них значительной материальной базы требуется обеспечить особую точность определения стоимости каждого из активов, вносящих вклад в формирование стоимости предприятия, для получения в конечном итоге корректной величины стоимости бизнеса.

В качестве дополнительной модификации существующего оценочного инструментария для управления стоимостью бизнеса субъектов естественных монополий и регулирования их деятельности предлагается использовать прием, предусматривающий сопоставление действительной степени изношенности основных средств с величиной начисленного износа на балансе и в реестре основных средств, что позволит выявить резервы повышения стоимости бизнеса и определить приоритетные направления инвестиций.

Анализ существующих методов оценки привел к выводу о том, что, с теоретической точки зрения, учет особенностей бизнеса субъектов естественных монополий при проведении оценки возможен в рамках каждого метода оценки. При этом метод дисконтированных денежных потоков в большей степени позволяет учесть индивидуальные отличительные черты и особенности бизнеса отдельных компаний – субъектов естественных монополий в силу того, что в рамках данного метода могут быть детально спрогнозированы и просчитаны различные сценарии развития компании. При применении метода дисконтированных денежных потоков осуществляется расчет инвестиционной стоимости, подразумевающей учет требований и ожиданий конкретного лица или группы лиц, представлениями которых руководствуются при разработке прогнозов развития организации.

Метод рынка капитала эффективно отражает особенности бизнеса субъектов естественных монополий, заключающиеся в важности роли материально-технической базы для формирования стоимости, и может быть использован при определении стоимости компаний, показывающих отрицательные финансовые результаты, когда основное место в комплексе мультипликаторов будут занимать мультипликаторы с натуральными знаменателями. В том случае, если при расчете мультипликаторов использованы рыночные данные по компаниям-аналогам, стоимость, полученная в результате применения метода рынка капитала, будет являться рыночной стоимостью.



Метод чистых активов в силу наличия существенной базы основных фондов у компаний–субъектов естественных монополий, может служить полноценным методом при определении стоимости бизнеса и позволяет учесть вклад материальных активов в формирование стоимости бизнеса субъектов естественных монополий.

В диссертационном исследовании проведена апробация предложенных модификаций методов оценки бизнеса на примере нескольких отраслей, относимых к естественным монополиям. Развитие метода дисконтированных денежных потоков, предполагаемое в работе, заключается в том, что обоснована необходимость расчета поправки к ставке дисконтирования, отражающей влияние рисков изменения государственного регулирования. Для реализации этого предложения и расчета поправки по предприятиям, занимающимся передачей электроэнергии, управляющих газораспределительными сетями и тепловыми сетями, проанализированы сценарии развития регулирования тарифообразования в данных отраслях:

- Сценарий 1: сохранение текущего регулирования тарифа по методу «Затраты плюс» на протяжении всего прогнозного периода;
- Сценарий 2: ввод тарифообразования, основанного на компенсации дохода на инвестированный капитал (в электросетевом и теплосетевом секторах) и на индексации (для газораспределительных сетей) через год после начала прогнозного периода;
- Сценарий 3: сдвиг во времени ранее запланированных сроков по переходу на новую схему тарифообразования.

Анализ данных сценариев продемонстрировал влияние изменения регулирования на стоимость бизнеса субъектов естественных монополий. При этом учет рисков изменения регулирования деятельности субъектов естественных монополий следует производить с помощью поправочного коэффициента в ставке дисконтирования (премии за риск  $reg$ ). В результате применения данного коэффициента формула расчета ставки дисконтирования в части требуемой нормы доходности на собственный капитал (модель оценки финансовых активов CAPM) модифицирована следующим образом:

$$R_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + s_1 + s_2 + c + reg, \quad (1)$$

где  $R_e$  - требуемая норма доходности на собственный капитал (затраты на привлечение собственного капитала);

$R_f$  – доходность безрисковых активов;

$R_m$  – среднерыночная норма прибыли;

$\beta$  – коэффициент «бета» (измеритель риска вложений);

$s_1$  – премия за риск, связанный с размером компании;

$s_2$  – премия за специфический риск компании;

$c$  – премия за страновой риск;

$reg$  – премия за риск изменения регулирования.

Премия за риск изменения регулирования отражает риски, характерные для конкретной компании, связанные с риском изменения регулирования ее деятельности со стороны государства (например, пересмотр существующей методики тарифообразования, изменение сроков перехода к новой системе регулирования) и может быть включена в расчет как в модели оценки финансовых активов CAPM, так и при расчете нормы доходности на собственный капитал в рамках кумулятивной модели. Премия рассчитана в результате сопоставления стоимости бизнеса в рамках каждого из сценариев и обратного расчета требуемой нормы доходности для достижения стоимости, полученной в другом сценарии.

Данная модифицированная величина требуемой нормы доходности на собственный капитал входит в состав расчета доходности на инвестированный капитал, применяемой для дисконтирования денежных потоков на инвестированный капитал.

Использование ставки дисконтирования, отражающей риски, возникающие при повышенной степени регулирования деятельности компаний рассматриваемых отраслей и при возможном изменении регулирования, позволяет более точно рассчитать стоимость бизнеса субъектов естественных монополий.

Премию к ставке дисконтирования, учитывающую риск изменения регулирования, предлагается применять в практике определения стоимости бизнеса субъектов естественных монополий с тем, чтобы не происходило завышения стоимости при отсутствии такого учета рисков. Ставку дисконтирования с премией за риск изменения регулирования предлагается использовать в качестве требуемой нормы дохода и возврата капитала при расчете тарифа для корректного и обоснованного прогноза необходимой валовой выручки субъектов естественных монополий.

В работе доказано, что, поскольку субъекты естественных монополий в значительной степени зависят от уровня развития материально-технической базы, ключевую роль в формировании денежных потоков и стоимости бизнеса приобретают материальные активы. В связи с этим при определении стоимости бизнеса субъектов естественных монополий методом рынка капитала предложено использовать комплекс мультипликаторов, ведущая роль в котором отведена мультипликаторам с натуральными знаменателями (приведены в таблице 1).

Таблица 1. Рекомендуемые мультипликаторы для оценки бизнеса субъектов естественных монополий

Отрасль	Примеры мультипликаторов с натуральными знаменателями	Традиционные (финансовые) мультипликаторы
Транспортировка нефти и нефтепродуктов по магистральным трубопроводам; Транспортировка газа по трубопроводам	Стоимость бизнеса (EV) / Протяженность трубопроводов	Стоимость бизнеса / EBITDA (EV/EBITDA); Стоимость бизнеса / выручка (EV/Sales)
Железнодорожные перевозки	Стоимость бизнеса (EV) / Протяженность железнодорожных путей; Стоимость бизнеса (EV) / Располагаемая мощность грузоперевозок; Стоимость бизнеса (EV) / Количество вагонов	
Услуги в транспортных терминалах, портах и аэропортах	Стоимость бизнеса (EV) / Располагаемая мощность терминалов	
Услуги общедоступной электросвязи и общедоступной почтовой связи	Стоимость бизнеса (EV) / Количество почтовых отделений	
Услуги по передаче электрической энергии	Стоимость бизнеса (EV) / Протяженность сетей; Стоимость бизнеса (EV) / База инвестированного капитала (RAB)	
Услуги по оперативно-диспетчерскому управлению в электроэнергетике	Стоимость бизнеса (EV) / Установленная мощность управляемой системы	
Услуги по передаче тепловой энергии	Стоимость бизнеса (EV) / Протяженность сетей; Стоимость бизнеса (EV) / База инвестированного капитала (RAB)	
Услуги по использованию инфраструктуры внутренних водных путей	Стоимость бизнеса (EV) / Протяженность судоходных путей	

Источник: составлено автором

Примечание: EV (стоимость бизнеса) равна сумме рыночной капитализации и чистого долга компании

**Третья группа проблем** связана с адаптацией оценочного инструментария к задачам государственного регулирования деятельности субъектов естественных монополий.

На основании анализа существующих нормативно-правовых актов, касающихся регулирования деятельности субъектов естественных монополий, а также исследования современных методов оценки бизнеса предложено включить стоимостные показатели в систему государственного регулирования деятельности субъектов естественных монополий. Использование в государственном регулировании стоимостных показателей позволит добиться следующего:

- Осуществлять регулирование деятельности субъектов естественных монополий, направленное на эффективную работу во благо национальной экономики;
- Формировать более четкую систему критериев эффективности для компаний-субъектов естественных монополий;
- Вести мониторинг достижения целей, поставленных в рамках плана развития компаний и отраслей;
- Проследить влияние регулирования на стоимость компании;
- Анализировать стоимостные изменения не только для отдельных корпораций, функционирующих в естественно-монопольных секторах экономики, но и проследить динамику стоимостных показателей в рамках отрасли в целом.

На основании исследования применяемых в отечественной практике методов государственного регулирования деятельности субъектов естественных монополий и вывода о необходимости обновления существующей системы предложен следующий алгоритм использования стоимостных показателей в государственном регулировании деятельности субъектов естественных монополий:

- 1) Определение элементов воздействия в результате ответа на вопрос о том, на что влияет регулирование;
- 2) Создание механизма воздействия на элементы, определенные в п.1 (например, нормативно-правового, экономического, поведенческого);
- 3) Отслеживание изменения операционных показателей;
- 4) Отслеживание изменения финансовых показателей;
- 5) Транслирование операционных и финансовых показателей в стоимостные в несколько этапов: (а) анализ взаимосвязей; б) создание финансовых моделей на базе выявленных взаимосвязей; в) интеграция хозяйственной деятельности и ее отражение в финансовой модели; г) фиксация стоимостных характеристик;
- б) Анализ изменения стоимости в результате воздействия на элементы, определенные в п.1;

- 7) Соотнесение теоретически выявленных и реально наблюдаемых взаимосвязей;
- 8) Наладка и корректировка модели;
- 9) Ввод системы в работу на регулярной основе.

Данный алгоритм может быть применен в рамках одной или нескольких отраслей, относимых к естественно-монопольным.

В таблице 2 представлен перечень потенциальных элементов воздействия и стоимостного отражения оказываемого влияния.

Таблица 2. Элементы воздействия государственного регулирования на субъекты естественных монополий

Показатель (элемент) воздействия / регулирования	Механизм воздействия на стоимость	Вариант целенаправленного воздействия для изменения стоимости и временные ограничения
Тарифы и цены	Выручка → Денежные потоки → Стоимость	Повышение/понижение цен/тарифов; ввод пошлин Краткосрочный характер влияния
Доходность	Стоимость капитала → Ставка дисконтирования → Стоимость	Поэлементное влияние: особые условия стоимости заемного капитала; влияние на отраслевые и общие риски Среднесрочный характер влияния
Права собственности	Структура затрат → Денежные потоки → Стоимость	Изменение прав собственности (Приватизация; продажа имущества) Долгосрочный характер влияния
Входные барьеры	Капвложения, время начала деятельности → Денежные потоки → Стоимость	Лицензирование; требования к уставному капиталу организаций Среднесрочный характер влияния
Воздействие на окружающую среду	Структура затрат, капитальные вложения → Денежные потоки → Стоимость	Плата за загрязнение; экологический аудит Долгосрочный характер влияния
Организация торгов и условия формирования контрактных соглашений	Выручка → Денежные потоки → Стоимость	Управление механизмом обеспечения торгов Краткосрочный характер влияния

Источник: составлено автором

В результате внедрения подобной системы предлагается рассчитывать и использовать следующий комплекс стоимостных показателей:

- Денежные потоки (на собственный капитал, на инвестированный капитал);
- Ставка дисконтирования, отражающая стоимость собственного капитала или средневзвешенную стоимость капитала, в соответствии с выбором денежного потока;

- Стоимость собственного капитала компании или стоимость бизнеса;
- Производные стоимостные категории, имеющие особую важность при анализе прироста стоимости и уже получившие широкую известность: экономически добавленная стоимость Economic Value Added (EVA); добавленная акционерная стоимость Shareholder Value Added (SVA); рыночная добавленная стоимость Market Value Added (MVA); денежная добавленная стоимость Cash Value Added (CVA); доходность инвестиций на основе денежного потока Cash Flow Return on Investment (CFROI) и другие;
- Мультипликаторы, рассчитанные на базе полученной стоимости компании с учетом финансовых и натуральных показателей. При этом важно отслеживание динамики данных мультипликаторов во времени;
- Компоненты стоимости, отражающие вклад каждого типа активов (в частности, материальных и нематериальных);
- Стоимостные индикаторы, соотносящие балансовую стоимость активов и обязательств компании и их рыночную стоимость;
- Расчет нового показателя, отражающего добавление/уменьшение стоимости компании-субъекта естественных монополий в результате воздействия на нее государственного регулирования – расчет стоимости, добавленной в результате регулирования (RVA, Regulation Value Added). При этом допускается возможность отрицательного значения данной величины.

Предложен следующий расчет показателя стоимости, добавленной в результате регулирования в каждом периоде времени (RVA, Regulation Value Added):

$$RVA = NP + Tax - (R_{IC} + I_{IC}), \quad (2)$$

где  $RVA$  – стоимость, добавленная в результате регулирования в каждом периоде;

$NP$  – чистая прибыль;

$Tax$  – плата по налогу на прибыль и прочим налогам в бюджет государства;

$R_{IC}$  – возврат инвестированного капитала;

$I_{IC}$  – доход от использования капитала<sup>3</sup>.

Такой показатель является однопериодным индикатором стоимости, добавленной в результате применения регулирования. Его дисконтирование по ставке, отражающей требуемую норму доходности, и последующее суммирование стоимостей в каждом периоде позволяют оценить общий эффект от регулирующих мер:

---

<sup>3</sup>Государственное регулирование воздействует на нормы возврата инвестированного капитала и дохода от использования капитала

$$RVA_{общ} = \sum_1^n \frac{RVA_i}{(1+R)^{i-0.5}} + \frac{RVA_{n+1}}{(1+R)^{n-0.5}(R-g)}, \quad (3)$$

где  $RVA_{общ}$  – стоимость, добавленная в результате регулирования (общий эффект);

$RVA_i$  – стоимость, добавленная в результате регулирования в каждом периоде;

$n$  – количество лет прогнозного периода;

$R$  – требуемая норма доходности;

$g$  – долгосрочный темп роста.

Цели использования данного показателя на практике включают:

1. Анализ результатов внедрения и функционирования всей системы регулирования;
2. Анализ отдельных инструментов и постановлений;
3. Анализ эффективности нового инструмента регулирования с точки зрения его влияния на стоимость компании-субъекта естественной монополии в конкретный временной период.

В исследовании сделан вывод о том, что введение расчета показателя  $RVA$  позволит более эффективно и в более сжатые сроки оценить эффект от регулирующих действий и более динамично координировать работу по государственному регулированию деятельности субъектов естественных монополий с учетом стоимостного отражения анализируемых мер.

В процессе апробации данного предложенного показателя была рассчитана его величина на примере предприятий, работающих в секторе передачи электроэнергии, газораспределительных сетей и тепловых сетей. Установлено, что переход к системе регулирования тарифа, основанной на компенсации инвесторам справедливого дохода на инвестированный капитал, принесет положительную стоимость ( $RVA > 0$ ). В результате апробации расчетов установлено, что значение данного показателя подтверждает влияние планируемых регулирующих мер на стоимость бизнеса субъектов естественных монополий. По теплосетевой компании выявлен положительный эффект от перехода к регулированию тарифов методом индексации (показатель  $RVA$  составил 148 млрд руб.); по электросетевой компании и компании-оператора газораспределительных сетей переход к методу регулирования тарифов, обеспечивающему компенсацию доходности на инвестированный капитал, создает добавленную стоимость  $RVA$  в размере 10,7 млрд руб. и 886 млн руб. соответственно.

Расчет данного показателя можно проводить до внедрения каких-либо изменений в существующую систему регулирования для отслеживания потенциального влияния

планируемых изменений на будущую стоимость компании. Такая заблаговременная оценка влияния планируемых к введению мер позволит скорректировать заведомо не добавляющие стоимости инструменты и послужит сигналом к необходимости пересмотра планируемых мер с тем, чтобы они в конечном итоге вели к увеличению стоимости бизнеса подпадающих под регулирование субъектов естественных монополий.

### **III. ПЕРЕЧЕНЬ ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ИССЛЕДОВАНИЯ**

#### Статьи в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России:

1. Карасева М.А. Особенности субъектов естественных монополий как объектов оценки. [Текст] / М.А. Карасева // Биржа интеллектуальной собственности. - 2011. - №12 (декабрь). С. 31-37. (0,75 п.л.)
2. Карасева М.А. Роль стоимостных показателей в стимулировании деятельности субъектов естественных монополий. [Текст] / М.А. Карасева // Качество. Инновации. Образование. –2012. – №2 (81), февраль. С. 85-88. (0,5 п.л.)
3. Карасева М.А. Оценочный инструментарий и его совершенствование при определении стоимости бизнеса субъектов естественных монополий. [Текст] / М.А. Карасева // Биржа интеллектуальной собственности. - 2012. - №10 (октябрь). С. 11-18. (0,76 п.л.)

#### Статьи, опубликованные в других научных изданиях и журналах:

4. Хомкалова М.А.\* Специализированные активы субъектов естественных монополий: особенности идентификации и оценки (§2.1 Главы 2 Монографии «Оценка стоимости активов: актуальные вопросы теории и практики») [Текст] / Т.В. Тазихина, М.А. Хомкалова // Под ред. проф. М.А. Федотовой, проф. Т.В. Тазихиной. – М.: Финансовый университет, 2011. С. 38-52. (1,04/0,52 п.л.)
5. Хомкалова М.А. Развитие естественно-монопольных секторов экономики современной России и использование проектов государственно-частного партнерства [Текст] / М.А. Хомкалова, Д.В. Тихомиров // Роль финансово-кредитной системы в реализации приоритетных задач развития экономики: Материалы 4 (15)-й международной научной конференции 17-18 февраля 2011 г. – Санкт-Петербург: Изд-во СПбГУЭФ, 2011. С. 302-304. (0,2/0,1 п.л.)

---

\* Фамилия Хомкалова М.А. изменена на Карасева М.А. в связи с замужеством.