

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования
«Дальневосточный федеральный университет»

ШКОЛА ЭКОНОМИКИ И МЕНЕДЖМЕНТА

Кафедра «Финансы и кредит»

Огнева Светлана Дмитриевна

**СТОИМОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННЫЙ ПОДХОД В СИСТЕМЕ
ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА УНИТАРНОГО ПРЕДПРИЯТИЯ**

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА
по образовательной программе подготовки
магистров по направлению 38.04.08 «Финансы и кредит»
магистерской программе «Финансы: управление и развитие в современных
экономиках»

г. Владивосток
2018

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования
«Дальневосточный федеральный университет»

ШКОЛА ЭКОНОМИКИ И МЕНЕДЖМЕНТА

Кафедра «Финансы и кредит»

З А Д А Н И Е

на выпускную квалификационную работу

студенту (ке)

Огневой Светлане Дмитриевне

группы М1207Ф

(фамилия, имя, отчество)

на тему: «Стоимостно - ориентированный подход в системе финансового менеджмента унитарного предприятия

Вопросы, подлежащие разработке (исследованию):

1 Теоретические основы управления стоимостью предприятия

1.1 Сущность, цели и задачи финансового менеджмента

1.2 Особенности финансов унитарных предприятий

1.3 Стоимость как критерий эффективности управления финансами предприятия

2 Подходы к оценке бизнеса и возможность их применения для ФГУП ВГТРК

2.1 Стоимостная характеристика объекта и способы ее оценки

2.2 Краткая характеристика деятельности и финансовых показателей ФГУП ВГТРК

2.3 Ценностно-ориентированные способы оценки ФГУП ВГТРК и их возможности

3 Применение стоимостной оценки в системе управления финансами предприятия

3.1 Рыночно – ориентированный способ оценки ФГУП ВГТРК

3.2 Оценка эффективности проекта по развитию интернет - телеканала «Восток 24»

3.3 Стоимостной подход в управлении непрофильными активами ГТРК «Владивосток»

Основные источники информации и прочее, используемые для разработки темы

Учебная и учебно-методическая литература, статьи в периодических научных изданиях, монографии, авторефераты диссертационных исследований по теме, нормативно-правовые акты, данные бухгалтерской отчетности ФГУП ВГТРК

Срок представления работы « ____ » _____ 201 г.

Дата выдачи задания « ____ » _____ 201 г.

Руководитель ВКР _____
(должность, уч. звание) (подпись) (и.о.ф)

Задание получил _____
(подпись) (и.о.ф)

Оглавление

Введение	4
1 Теоретические основы управления стоимостью компании	8
1.1 Сущность, цели и задачи финансового менеджмента	8
1.2 Особенности финансов унитарных предприятий	15
1.3 Стоимость как критерий эффективности управления финансами предприятия	25
2 Подходы к оценке бизнеса и возможность их применения для ФГУП ВГТРК	35
2.1 Стоимостная характеристика объекта и способы ее оценки	35
2.2 Краткая характеристика деятельности и финансовых показателей ФГУП ВГТРК	45
2.3 Ценностно-ориентированные способы оценки ФГУП ВГТРК и их возможности	58
3 Применение стоимостной оценки в системе управления финансами предприятия	68
3.1 Рыночно – ориентированный способ оценки ФГУП ВГТРК	68
3.2 Оценка эффективности проекта по развитию интернет-телеканала «Восток 24»	75
3.3 Стоимостной подход в управлении непрофильными активами ГТРК «Владивосток»	86
Заключение	96
Список использованных источников	101
Приложение А	108
Приложение Б	110
Приложение В	111
Приложение Г	112
Приложение Д	113
Приложение Е	115
Приложение Ж	116
Приложение З	117
Приложение И	118
Приложение К	119
Приложение Л	120

Введение

Развитие рыночной экономики ведет к необходимости стоимостной оценки капитала компаний. Долгосрочные инвестиционные цели и интересы собственников приводят к постановке задачи неуклонного роста стоимости капитала, решение которой, в свою очередь, требует грамотного управления. Управление стоимостью опирается на научно обоснованные концепции, включает определенные методы и инструментарий, которые служат основой стоимостно - ориентированного подхода, являющегося в свою очередь ядром системы финансового менеджмента. Поскольку конкуренция на рынках капитала во всем мире достаточно высока, и Россия в этом смысле не исключение, так как не меньше других заинтересована в инвестициях в развитие экономики, то совершенствование финансового менеджмента на основе стоимостно - ориентированной концепции является одним из приоритетных направлений.

При этом конечно нельзя не отметить, что внедрение стоимостно-ориентированной модели финансового менеджмента в России наталкивается на ряд сложностей. Можно обозначить как минимум две существенные проблемы. Первая проблема, на наш взгляд, носит мотивационный характер. Сложно стремиться к долгосрочному росту стоимости капитала, в условиях быстро меняющейся экономической среды. Кроме того, в России достаточно высока доля государственных инвестиций, особенно если говорить о крупных компаниях, и тем более об унитарных предприятиях. Государство, как владелец, безусловно заинтересовано в законном и рациональном использовании выделяемых предприятию ресурсов, и ответственность компании в этом смысле не меньше, чем перед частными инвесторами. Однако с точки зрения стоимости привлечения капитала она может быть даже нулевой, так как деньги могут выделяться на безвозмездной основе, а не привлекаются в условиях конкуренции за капитал.

Вторая проблема носит информационный характер. Необходимые для оценки стоимости и соответственно для использования стоимостного подхода данные по большей части отсутствуют, что не позволяет сформировать надежную статистическую базу. Информация, в свою очередь, крайне необходима как для применения методов оценки стоимости, так и для анализа ситуации, формирования адекватных отражающих реальность выводов, на которых в свою очередь должны опираться грамотные управленческие решения и планирование деятельности предприятия.

Поэтому при наличии достаточно проработанной теоретической базы, можно наблюдать весьма слабое практическое внедрение стоимостной концепции в системе финансового менеджмента отечественных компаний, не говоря уже об унитарных предприятиях, что на наш взгляд и обуславливает актуальность выбранной темы исследования.

Объектом исследования является система финансового менеджмента унитарного предприятия.

Предметом исследования выступает стоимостно - ориентированный подход.

Цель исследования – адаптация и обоснование условий применения стоимостно – ориентированного подхода в системе финансового менеджмента унитарного предприятия.

В соответствии с целью в работе поставлены следующие задачи:

1. Рассмотреть сущность, цели и задачи финансового менеджмента.
2. Определить особенности финансов унитарных предприятий.
3. Дать характеристику стоимостно - ориентированного подхода.
4. Раскрыть сущность подходов к оценке стоимости компании и определить условия и возможности их применения.
5. Дать краткую характеристику деятельности Филиала ФГУП ВГТРК «ГТРК «Владивосток».
6. Продемонстрировать возможности применения стоимостных критериев в управлении финансами Филиала ФГУП ВГТРК «ГТРК «Владивосток».

7. Дать рекомендации предприятию по внедрению стоимостно - ориентированного подхода.

Новизна исследования заключается в выявлении особенностей стоимостно - ориентированного подхода в системе финансового менеджмента унитарных предприятий, а также в выработке конкретных рекомендаций для Филиала ФГУП ВГТРК «ГТРК «Владивосток».

Базой исследования является Филиал ФГУП ВГТРК «ГТРК «Владивосток»

Теоретической основой работы послужили труды российских ученых, среди которых Валдайцев С.В., Егерев И.А., Козырь Ю.В., Когденко В.Г., Мордашов С.Н., Наумов О.И., Федотова М.А. и другие. Также использованы труды зарубежных авторов в сфере оценки и управления стоимостью компании, наиболее известными из которых являются Дамодаран А., Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж., Уолш К. и другие. Кроме того были использованы учебно-методическая литература, материалы научных статей по теме исследования. Информационная основа исследования статистические и рыночные данные, информация бухгалтерской отчетности ФГУП ВГТРК и отдельные показатели деятельности Филиала ФГУП ВГТРК «ГТРК «Владивосток».

В качестве методов исследования использовались методы экономического и статистического анализа, синтез, моделирование, наблюдение, описание и иные методы научных исследований.

Теоретическая значимость работы заключается в приращении знания в сфере управления финансами предприятия.

Практическая значимость работы заключается в применении стоимостно – ориентированного подхода в системе финансового менеджмента унитарного предприятия.

Апробация результатов исследования была проведена путем публикации статьи: Огнева С.Д., Кривец В.В., Гончарова Т.Г. Управление ресурсами компании с позиций стоимостно – ориентированного менеджмента. //

Экономика и предпринимательство. – М: Редакция журнала "Экономика и предпринимательство" (INTERECONOM Publishing). - 2017. - № 4 (ч.1) (81-1). – С.774 – 780.

Отдельные положения работы использовались при подготовке доклада на международной конференции и опубликованы в сборнике материалов конференции: Огнева С.Д., Кривец В.В., Трансграничное сотрудничество Дальнего Востока России со странами Азиатско-Тихоокеанского региона в информационной сфере: опыт «ГТРК «Владивосток», проблемы и перспективы. // Сборник материалов 2-й Международной научно-практической конференции «Трансграничные рынки товаров и услуг: проблемы исследования». – Владивосток: Дальневост. федерал. ун-т, 2017

В первой главе рассматриваются теоретические аспекты, связанные с управлением финансами унитарного предприятия и использованию стоимостно – ориентированного подхода.

Вторая глава посвящена теоретическим и практическим аспектам оценки стоимости предприятия с точки зрения различных способов и возможностям использования результатов этих оценок в управлении финансами исследуемой компании.

В третьей главе дается краткая характеристика унитарного предприятия и результатов его деятельности, а так же рассматриваются возможности применения стоимостных критериев в управлении финансами, на основе чего вырабатываются рекомендации по использованию стоимостно – ориентированного подхода.

1 Теоретические основы управления стоимостью компании

1.1 Сущность, цели и задачи финансового менеджмента

Финансовый менеджмент — одна из ключевых подсистем общей системы управления предприятием. В свою очередь система управления, понимаемая в широком смысле, представляет собой процесс целенаправленного, систематического и непрерывного воздействия субъекта управления на объект с помощью общих функций управления, образующих замкнутый и постоянно повторяющийся управленческий цикл. [19,с.89]. Выделяют следующие общие функции управления: планирование, организацию и руководство, координацию и контроль. При этом на этапе планирования формируется план действий по достижению тех или иных целей. Далее идет воплощение в жизнь плановых установок реальное исполнение и обеспечение планов. Эта функция весьма динамична и зачастую требует корректировки, что может быть связано с изменением ситуации, отклонением реальных обстоятельств реализации планов от предполагаемых условий. Функция координации предусматривает осуществление взаимодействия и синхронизации всех элементов системы. И наконец, контроль предполагает систему, позволяющую выносить суждение о том, насколько успешно функционирует система, обеспечивается ли достижение целевых установок. В системе управления, безусловно, важная роль отведена анализу. Существуют разные трактовки роли и места этой функции. Так, по мнению Ковалева В.В. [19,с.92] анализ является составной частью каждой из перечисленных выше общих функций. И действительно, принятию любого управленческого решения предшествует анализ. Анализом и оценкой достигнутых результатов завершается каждый этап управления и в целом управленческий цикл. И, наконец, управление предприятием невозможно представить без должной мотивации и соблюдения самых разнообразных интересов сторон.

Финансовый менеджмент как знание об управлении финансами хозяйствующего субъекта весьма молод. Его обособление в самостоятельную и

систематизированную область, посвященную логике, технике и методам управления финансами на уровне предприятия произошло сравнительно недавно. Можно выделить две крупные стадии, характерные для становления и развития науки о финансах: классическую теорию финансов, и пришедшую в середине XX столетия ей на смену неоклассическую теорию финансов. [19,с.58] Суть первой теории состоит в доминанте государства в финансах. Суть второй – в доминанте финансов частного сектора, точнее преимущественно финансов крупных компаний и рынков капитала. По мере развития рыночных отношений, снижения роли государства, интернационализации рынков капитала, повышения роли транснациональных корпораций и других аналогичных явлений и процессов пришло понимание необходимости осмысления роли финансов на уровне хозяйствующих субъектов, как основной ячейки любой экономической системы. С определенной долей условности можно утверждать, что в рамках классической теории финансов развивалась и систематизировалась часть централизованных или публичных финансов. Тогда как неоклассическая теория объясняет децентрализованные финансовые отношения (Таблица 1). [19, с.68]

Таблица 1 – Характеристика некоторых различий двух типов экономики

Классификационный признак	Централизованно планируемая экономика	Рыночная экономика
Экономическая цель функционирования	Объемные показатели и темпы их роста	Прибыль и рентабельность
Система финансирования экономики	Доминанта бюджетного финансирования	Доминанта механизма рынка капитала
Механизм достижения	Фондирование	Рыночные отношения
Ограничения	Ресурсы	Спрос
Рынок ценных бумаг	Отсутствует	Важнейший элемент экономической системы
Мотивация деятельности субъекта хозяйствования	Приказы, инструкции, планы и др.	Договоры
Мотивация деятельности работников	Сочетание материальных и моральных стимулов	Материальные стимулы
Доминирующие связи в отношениях хозяйствующих субъектов	Вертикальные	Горизонтальные
Приоритетность в	Не устанавливались	Ведущее значение

управлении ресурсами		финансовых ресурсов
Роль бухгалтерского учета на предприятии	Осуществление контрольной функции	Осуществление информационно-советующей функции
Бухгалтерская (финансовая) отчетность	Средство контроля планового распределения ресурсов	Информационный ресурс процесса коммуникации участников рынков
Система контроля деятельности субъекта хозяйствования	Различные формы централизованного контроля (ведомственный, партийный, народный и др.)	Независимый аудит
Основной источник информации при заключении сделок и договоров	Указания вышестоящего органа управления	Бухгалтерская отчетность
Роль профессиональных общественных институтов в различных сферах экономики	Номинальная	Реальная

Источник: [19, с.36]

Именно в рамках современной, неоклассической теории финансов в дальнейшем и сформировалась прикладная область знаний, именуемая финансовым менеджментом, посвященная методологии и технике управления финансами крупной компании.

Первые издания по проблематике финансового менеджмента появились в развитых англоязычных странах в начале 60-х годов. [9, с.XIII] [19, с.74] В России литература по финансовому менеджменту начала издаваться с начала 90-х годов прошлого столетия, что, как очевидно, связано с переходом отечественной экономики на рыночные принципы. [19, с.85] Изначально в России публиковались по большей части переводы зарубежных источников, в частности Ю. Бригхема, Р. Брейли, У. Шарпа и др. Но постепенно стали появляться и авторские работы российских ученых. Среди них можно отметить таких специалистов, как И.А. Бланк, И.Я. Лукасевич, Л.Н. Павлова, Е.С.Стоянова и др.

Множество источников приводит и к многообразию трактовок понятия финансового менеджмента. Так, согласно одной из них, финансовый менеджмент представляет собой систему принципов и методов разработки и

реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия и организацией оборота денежных средств. [8, с.11] . Другой определяет финансовый менеджмент как систему действий по оптимизации финансовой модели, а точнее баланса хозяйствующего субъекта. [19, с.48] Также встречается определение финансового менеджмента как управления денежными потоками в интересах собственников организации. [35, с.10]

При всем кажущемся различии, на наш взгляд, все эти определения лишь расставляют свои акценты, но не противоречат сути финансового менеджмента, который является системой управления финансовыми ресурсами фирмы с учетом оптимизации источников их формирования и направлений использования.

Цель финансового менеджмента может определяться по-разному, поскольку у предприятия много различных аспектов деятельности и все они, так или иначе, связаны с финансами. К таким целям можно отнести и недопущение крупных финансовых потерь и банкротства, и рост объемов производства и реализации продукции, и максимизацию прибыли, и другие количественные параметры управления, не говоря уже о качественных показателях, например, лидерство в отрасли. Причем какого-то универсального критерия по большому счету не существует, ведь ситуаций и обстоятельств, в которых действуют предприятия множество. Однако в наиболее общем случае можно говорить о двух основных и в определенном смысле конкурирующих подходах ориентирующихся соответственно на рост капитализации и устойчивое генерирование прибыли. [19, с.52]

Последний подход зачастую не выдерживает критики, в виду сложности учета качества доходов, неопределенности и рисков, связанных с их получением. Соответственно, несмотря на тесную взаимосвязь двух подходов наиболее распространенной точкой зрения в отношении краеугольной цели управления финансами крупной компании является ее ориентация на интересы владельцев. Иными словами, основная цель финансового менеджмента –

максимизация цены фирмы путем наращивания ее капитализированной стоимости. [9, с.XIII] [19, с.53] Эту мысль можно проследить и по другим источникам, где так же «главной целью финансового менеджмента является максимизация благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде, обеспечиваемая путем максимизации его рыночной стоимости». [8, с.13] С указанной целью тесно связаны и основные задачи финансового менеджмента (Таблица 2).

Таблица 2 – Система основных задач финансового менеджмента

Основные задачи финансового менеджмента	Раскрытие сущности задачи
1. Обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с задачами развития предприятия в предстоящем периоде	Определение общей потребности в источниках финансирования, и оптимизация их структуры
2. Обеспечение наиболее эффективного распределения и использования сформированного объема финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия	Использование привлеченных финансовых ресурсов с учетом стратегических целей предприятия и возможного уровня отдачи
3. Оптимизация денежного оборота	Эта задача подразумевает управление денежными потоками компании, с учетом поддержания необходимой ликвидности
4. Обеспечение максимизации прибыли предприятия при предусматриваемом уровне финансового риска	В рамках данной задачи речь идет о выборе наиболее эффективных направлений в рамках операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. При этом речь идет о максимизации не валовой, а чистой прибыли, следовательно, задача включает в себя и эффективную налоговую, амортизационную и дивидендную политику.
5. Обеспечение минимизации уровня финансового риска при предусмотренном уровне прибыли	Задача снижения риска обеспечивается путем диверсификации видов операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, предупредительными мероприятиями и страхованием.
6. Обеспечение постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития	Решение данной задачи сводится к оптимизации структуры капитала и активов, и поддержанию достаточного уровня финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия на каждом этапе его жизненного цикла.
7. Обеспечение возможностей быстрого реинвестирования капитала при изменении внешних и внутренних условий осуществления хозяйственной	В данном случае подразумевается создание финансовых возможностей быстрой адаптации хозяйствующего субъекта, в условиях постоянно меняющейся рыночной

деятельности	ситуации.
--------------	-----------

Источник: составлено автором с использованием [8, с.14-16]

Следует отметить, что указанные задачи теснейшим образом взаимосвязаны, и все направлены на достижение главной цели финансового менеджмента. Однако не стоит забывать и о том, что порой они носят разнонаправленный характер. В частности задача максимизации прибыли не может быть решена одновременно с задачей минимизации риска, так как зависимость риск – прибыль прямая.

Из всего многообразия задач, как уже указывалось, в финансовом менеджменте выделяют две основные. С одной стороны, привлечение финансовых ресурсов и оптимизация их источников, с учетом доходности и риска, что находит свое отражение в пассиве баланса предприятия. С другой стороны определение направлений использования финансовых ресурсов, с учетом доходности и риска, что, по сути, означает оптимизацию активов компании. Именно по этой причине, на наш взгляд, наиболее популярны такие концепции финансового менеджмента как теория структуры капитала и теория портфеля. В целом в корпоративных финансах имеется ряд фундаментальных концепций, применяемых для описания и анализа событий, происходящих на финансовом рынке (Таблица 3).

Таблица 3 – Основные теории (концепции) корпоративных финансов

Основные задачи финансового менеджмента	Раскрытие сущности задачи
1. Теория временной ценности денежных средств	Основа концепции в том, что денежная единица имеющая возможность быть инвестированной сегодня обладает большей ценностью, чем денежная единица, ожидаемая к получению в будущем.
2. Теория дисконтированного денежного потока	Концепция базируется на предыдущей теории временной стоимости денег и служит основой всех финансовых вычислений. При этом ставка дисконтирования представляет собой альтернативные затраты на капитал.
3. Теория структуры капитала	Определяет необходимость и оптимальный размер привлечения заемного капитала.
4. Концепция влияния	Было доказано, что при определенных условиях так называемого идеального рынка, дивидендная политика не окажет никакого

дивидендной политики на курс акций	влияния на цену акций корпораций
5. Теория портфеля и оценки доходности финансовых активов	Согласно концепции требуемая доходность зависит от доходности свободной от риска, средней доходности рынка и индекса доходности конкретного финансового актива. При этом доходность это относительный показатель, определяющий отношение генерируемого активом дохода к инвестициям в актив. Премия за риск вложений в акции конкретной компании прямо пропорциональна средней рыночной премии за риск.
6. Теория ценообразования опционов	При покупке опциона приобретается не сам актив, а только право на его покупку. В таких условиях имеет значение цена реализации опциона и дата окончания контракта (срока существования опциона). Опцион позволяет учесть вероятность разного поведения цены базового актива в будущем. При этом цена опционов не стабильнее стоимости базовых активов.
7. Теория эффективности рынка и компромисса между риском и доходностью финансовых активов	Концепция базируется на наличии достоверной экономической информации, позволяющей субъектам рыночных отношений максимизировать доход (прибыль) от финансовых операций. При этом в реальности получение такой информации требует времени и денежных затрат. Поэтому модель эффективного рынка имеет свои разновидности: слабая (цены рынка отражают только информацию об их динамике в прошлом), умеренная (дополнительно к динамике цены отражают равнодоступную рыночную информацию) и сильная (цены отражают так же и конфиденциальную информацию) формы. Данная концепция тесно связана теорией доходности и риска, согласно которой они прямо пропорциональны. Цены финансовых активов, в общем и целом, являются достаточно объективными, и не позволяет по большому счету увеличить стоимость фирмы с помощью операций на финансовом рынке.
8. Концепция агентских отношений	В ситуации отделения собственника и управленца компании для преодоления возможных противоречий их интересов компании вынуждены нести агентские издержки, которые необходимо учитывать при определении при принятии финансовых решений. Однако отсутствие контроля деятельности менеджеров, может привести к еще большим потерям.
9. Концепция асимметрии информации	Содержание концепции в том, что отдельные участники рынка могут располагать информацией недоступной другим участникам, что непосредственно влияет на принимаемые решения.

Источник: составлено автором с использованием [27, с.18-23]

Конечно, механическое копирование и использование указанных концепций и моделей управления финансами на российских предприятиях не только не приемлемо, но и подчас невозможно. Поэтому инструменты и теории, принятые в зарубежной практике, безусловно, нуждаются в адаптации к российским условиям. Это связано и со спецификой отечественного

финансового рынка, и действующих систем налогообложения, бухгалтерского учета и в целом нормативно – правового регулирования. Одна из специфических особенностей российской экономики состоит в значительной доле государственного сектора.

Так, по словам министра экономического развития М. Орешкина, доля государства в экономике России в 2017 году выросла и приблизилась к отметке 50 процентов. Министр указал, что без снижения доли государства не удастся достичь цели по увеличению до 40% доли малых и средних предприятий в экономике. К сожалению, рост госсектора обеспечивается в основном кредитными ресурсами. Причем значительный рост долга госкомпаний далеко не всегда сопровождается ростом прибыли, что говорит о недостаточной эффективности инвестиций компаний госсектора и ведет к нарастанию рисков для государства. [48]

1.2 Особенности финансов унитарных предприятий

Как указывалось, финансовый менеджмент научно-прикладная область, связанная с управлением финансами хозяйствующего субъекта, который без преувеличения является центральным звеном, основной экономической ячейкой любой национальной экономики. Следует отметить, что в литературе встречается множество различных наименований хозяйствующих субъектов: фирма, компания, предприятие, организация, коммерческая структура, хозяйственное общество и другие. При этом в науке, чаще всего, оперируют словом фирма, а теория фирмы важная часть микроэкономики. Содержание данного понятия также отличается многообразием. Согласно одному из них фирма есть система отношений, возникающих, когда направление ресурсов начинает зависеть от предпринимателя. [19,с.21] Подразумевается, что понятие фирмы закреплено за субъектом предпринимательской деятельности, связанной с извлечением прибыли в ходе привлечения и использования, необходимых фирме ресурсов. Интересно отметить, что помимо разной содержательной нагрузки, имеются и терминологические отличия в зависимости от стран. Так в

англоязычных странах законодательно закреплён термин компания, корпорация. А в российском законодательстве чаще всего можно встретить термины предприятие и организация. Причем коммерческая организация является, по сути, синонимом предприятия. При этом в России предусмотрено множество различных организационно-правовых форм предприятий и организаций, именуемых по законодательству юридическими лицами.

В частности согласно ст. 48 Гражданского кодекса РФ (далее ГК РФ), юридическим лицом признается организация, которая имеет обособленное имущество и отвечает им по своим обязательствам, может от своего имени приобретать и осуществлять гражданские права и нести обязанности. Юридическое лицо должно быть зарегистрировано в едином государственном реестре юридических лиц в одной из организационно-правовых форм, предусмотренных ГК РФ. К юридическим лицам, на имущество которых их учредители имеют вещные права, относятся государственные и муниципальные унитарные предприятия, а также учреждения. К юридическим лицам, в отношении которых их участники имеют корпоративные права, относятся корпоративные организации. [1, ст.48]

Как видно одним из ключевых вопросов в отношении юридических лиц является вопрос вещных прав. Гражданским кодексом предусмотрено три основных типа таких прав, каждое из которых имеет свои особенности: право собственности, право хозяйственного ведения, право оперативного управления.

Разумеется, абсолютным вещным правом является право собственности. Оно подразумевает возможность владения (обладание, фактическое удержание вещи), пользования (извлечение плодов, полезных свойств вещи, в том числе доходов) и распоряжения (определение дальнейшей судьбы вещи с соблюдением норм действующего законодательства) имуществом и капиталом. [1, ст.209] Все остальные права, так или иначе, имеют ограничения. Так, право хозяйственного ведения и оперативного управления относятся только к государственной и муниципальной собственности.

Собственник имущества, находящегося в хозяйственном ведении, в соответствии с действующим законодательством решает вопросы создания предприятия, определения предмета и целей его деятельности, его реорганизации и ликвидации, назначает директора, осуществляет контроль относительно использования по назначению и сохранности принадлежащего предприятию имущества. Собственник имеет право на получение части прибыли от использования имущества, находящегося в хозяйственном ведении предприятия. Предприятие не вправе продавать принадлежащее ему на праве хозяйственного ведения недвижимое имущество, сдавать его в аренду, отдавать в залог, вносить в качестве вклада в уставный (складочный) капитал хозяйственных обществ и товариществ или иным способом распоряжаться этим имуществом без согласия собственника. Остальным имуществом, принадлежащим предприятию, оно распоряжается самостоятельно, если иное не предусмотрено действующим законодательством. [1, ст.295]

Учреждение и казенное предприятие, за которыми имущество закреплено на праве оперативного управления, владеют, пользуются этим имуществом в пределах, установленных законом, в соответствии с целями своей деятельности, назначением этого имущества и, если иное не установлено законом, распоряжаются этим имуществом с согласия его собственника. Собственник имущества вправе изъять излишнее, неиспользуемое или используемое не по назначению имущество, закрепленное им за учреждением или казенным предприятием либо приобретенное учреждением или казенным предприятием за счет средств, выделенных ему собственником на приобретение этого имущества. Имуществом, изъятим у учреждения или казенного предприятия, собственник этого имущества вправе распорядиться по своему усмотрению. [1, ст.296] Как видно, право оперативного управления еще более сужает возможности предприятия в части самостоятельности распоряжения имуществом предприятия по сравнению с правом хозяйственного ведения.

Помимо вопроса имущественных прав для предприятия не менее важен вопрос цели создания. Существуют две ключевые цели деятельности

предприятия, в зависимости от которых их подразделяют так же на две основные классификационные группы: коммерческие и некоммерческие. Как очевидно, основная цель коммерческой организации – извлечение прибыли, которая в последующем распределяется среди ее участников. Целью некоммерческой организации является, чаще всего, решение социально - значимых общественных задач. При этом если некоммерческая организация все же ведет предпринимательскую деятельность, то полученная прибыль должна вновь использоваться для социальных и иных общественно полезных целей, а не распределяться среди участников.

Среди коммерческих частных организаций в России наибольшую популярность завоевали общества с ограниченной ответственностью (ООО) и акционерные общества (публичные (ПАО) и непубличные (АО)). Во многом это связано с тем, что участники таких обществ несут обязательства только в пределах своих вкладов, правда даже и в случае если они не оплачены полностью. То есть эти организационно-правовые формы более или менее сходны в части гарантий интересов кредиторов. Разница между этими обществами, прежде всего, в количестве участников и в минимальном размере уставного капитала. Для ООО максимальное число участников 50, после этого предела оно в течение года должно быть преобразовано в АО, либо ликвидировано. [1, ст.88] Для непубличных АО с 01.09.2014 г. предельный уровень в 50 участников отменен и не регламентируется, то есть, как и для ПАО количество акционеров не ограничено. Однако, как и у общества с ограниченной ответственностью, уставный капитал непубличного АО не может быть меньше 10 тысяч рублей. У публичного акционерного общества, согласно ст. 26 Федерального закона «Об акционерных обществах», в общем случае (безотносительно отраслевой принадлежности и других особенностей) минимальный уставный капитал 100 тысяч рублей. Кроме того разница между публичными и непубличными АО заключается в возможности свободного обращения их акций.

Таким образом, публичные АО в России это крупные частные коммерческие компании. В каком-то смысле их можно считать аналогом зарубежных корпораций. Так же как и в экономически развитых странах доля АО как организационно-правовой формы в России не столь высока по сравнению с вкладом этих предприятий совокупный объем продукции и услуг. Обзор открытых источников, основанных на данных государственной статистики, свидетельствует, что на начало 2017 г. в России насчитывалось около 52 тысяч крупных и средних предприятий [56], против порядка 4 млн. субъектов малого бизнеса. При практически 98%-й численности вклад малых предприятий в экономику страны составил всего 20%, соответственно доля крупных и средних компаний методом исключения может достигать 80% ВВП. [45]

Следует отметить, что порядка 5% численности крупных предприятий, созданных в форме АО, имеют заметную долю государственного участия. Из них только половина являются финансово устойчивыми и рентабельными компаниями. При этом большинство таких предприятий сосредоточено в отраслях сельского хозяйства, строительства, ТЭКа. [50] Даже если учесть что кроме АО с государственным участием еще столько же федеральных государственных предприятий, то с учетом заявлений министра экономического развития о практически 50 % доле госсобственности в экономике, речь, очевидно, идет о самых крупных компаниях в наиболее значимых отраслях экономики России. Такое положение в сущности не вызывает большого удивления, поскольку в отечественной экономике роль государственного сектора всегда была довольно значима. Предельный охват государственным сектором наблюдался во времена централизованной или как ее еще называли административно - командной модели хозяйствования, длившейся вплоть до 80-х годов прошлого столетия. Переход к рынку осуществлялся достаточно сложно, что на наш взгляд и породило особые формы имущественных правоотношений. Одной из таких форм выступает унитарное предприятие.

С учетом того, что ставка на «невидимую руку рынка» не вполне оправдывает себя, когда речь идет об обеспечении общественно значимых и стратегически важных потребностей, роль унитарных предприятий в экономике трудно переоценить. Согласно действующему законодательству унитарное предприятие, может быть создано в различных случаях, которые объединены насущными задачами государства и общества, но не слишком различаются в зависимости от имущественных правоотношений такого предприятия, как это видно из Таблицы 4.

Таблица 4 – Перечень случаев для создания унитарных предприятий

Унитарные предприятия, основанные на праве хозяйственного ведения	Унитарные предприятия, основанные на праве оперативного управления
При необходимости использования имущества, <i>приватизация которого запрещена</i> , в том числе имущества, которое необходимо для <i>обеспечения безопасности РФ</i>	При необходимости использования имущества, <i>приватизация которого запрещена</i> , в том числе имущества, необходимого для <i>обеспечения безопасности РФ</i> , функционирования воздушного, железнодорожного и водного транспорта, реализации иных стратегических интересов РФ
При необходимости осуществления деятельности <i>в целях решения социальных задач</i> (в том числе реализации определенных товаров и услуг по минимальным ценам), а также организации и проведения закупочных и товарных интервенций для обеспечения продовольственной безопасности государства	При необходимости осуществления деятельности по производству товаров, выполнению работ, оказанию услуг, реализуемых по установленным государством ценам <i>в целях решения социальных задач</i>
При необходимости осуществления деятельности, предусмотренной федеральными законами <i>исключительно для государственных унитарных предприятий</i>	При необходимости осуществления деятельности, предусмотренной федеральными законами <i>исключительно для казенных предприятий</i>
При необходимости осуществления научной и научно-технической деятельности в отраслях, <i>связанных с обеспечением безопасности РФ</i>	При необходимости разработки и производства отдельных видов продукции, <i>обеспечивающей безопасность РФ</i>
При необходимости производства отдельных видов <i>продукции, изъятой из оборота</i> или <i>ограниченно оборотоспособной</i>	При необходимости производства отдельных видов <i>продукции, изъятой из оборота</i> или <i>ограниченно оборотоспособной</i>
При необходимости разработки и изготовления отдельных видов продукции, <i>находящейся в сфере интересов РФ</i> и <i>обеспечивающей безопасность РФ</i>	При необходимости осуществления отдельных <i>дотируемых</i> видов деятельности и ведения <i>убыточных производств</i> Если преобладающая или значительная

	часть производимой продукции, выполняемых работ, оказываемых услуг предназначена для обеспечения федеральных нужд, нужд субъекта РФ или муниципальных нужд
--	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Источник: [16, с.10]

Унитарные предприятия сегодня занимают достаточно прочные позиции в российской экономике. Так, например, по состоянию на начало 2017 г. Росстатом зафиксировано 1293 унитарных предприятий, находящихся в федеральной собственности (далее ФГП), основная доля которых (34%) в сфере связанной с операциями с недвижимым имуществом, арендой и предоставлением услуг, из них 20% в сфере научных исследований и разработок. Еще 20% ФГП сосредоточено в обрабатывающих производствах и 14% - в сельском хозяйстве. При этом 40% ФГП находятся в ведении Министерства промышленности и торговли (163 ед.), Федерального агентства научных организаций (153 ед.), Министерства обороны (98 ед.) и Министерства сельского хозяйства (86 ед.). [46] На уровне регионов и муниципалитетов действует немногим больше 20 тысяч унитарных предприятий. [16, с.13]

Правоотношения функционирования унитарных предприятий регулируются Гражданским Кодексом Российской Федерации и Федеральным законом от 14 ноября 2002 г. № 161-ФЗ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях». В соответствии действующим законодательством унитарное предприятие представляет собой коммерческую организацию, не наделенную правом собственности на закрепленное за ней имущество, то есть по форме собственности это государственное предприятие по целям функционирования коммерческое. В зависимости от собственника унитарные предприятия бывают государственные и муниципальные. [1, ст. 113] Государственные предприятия создаются органами федерального уровня, либо на уровне субъекта федерации. Правовой режим имущества унитарных предприятий, как указывалось выше, предполагает два варианта. Первый - право хозяйственного ведения. Такие правомочия имеют федеральные

государственные предприятия и государственные предприятия субъекта Российской Федерации (далее также - государственные предприятия), муниципальные предприятия. Второй - право оперативного управления. Такой режим у федеральных казенных предприятий, казенных предприятий субъекта Российской Федерации и муниципальных казенных предприятий (далее также - казенное предприятие).

Таблица 5 – Особенности двух типов унитарных предприятий

Отличительный признак	Унитарное предприятие, основанное на праве хозяйственного ведения	Унитарное предприятие, основанное на праве оперативного управления
Право распоряжаться имуществом	Не имеет права без согласования: - продавать, сдавать в аренду, отдавать в залог, вносить в уставный капитал; - совершать крупные сделки, предоставлять займы, поручительства, получать банковские гарантии, уступки требований, переводить долг и т.д.	Все сделки с имуществом осуществляются по согласованию с собственником
Изъятие имущества	Собственник не может изымать имущество	Собственник может изъять излишнее или используемое не по назначению имущество
Отношение собственника к обязательствам	Собственник не отвечает по обязательствам предприятия, за исключением случаев, если банкротство унитарного предприятия вызвано указаниями собственника	Собственник несет субсидиарную ответственность по обязательствам при недостаточности его имущества
Прибыль	Формируется в таком же порядке, как в других коммерческих организациях, является источником неналоговых доходов бюджета	
Порядок распределения доходов	Собственник утверждает порядок перечисления части прибыли от использования имущества, находящегося в хозяйственном ведении, в доход бюджета	Собственник: - утверждает смету доходов и расходов казенного предприятия; - может определять порядок распределения доходов казенного предприятия
Банкротство	Может объявить себя банкротом	Не может объявить себя банкротом
Особенность формирования финансов	Возможно использование целевых бюджетных источников финансирования (субвенций, субсидий)	

Источник: [16, с.8]

Соответственно цели и особенности создания унитарных предприятий не могут не отразиться на особенностях их финансов. Эти особенности, как

представляется, следует рассматривать в контексте трех основных направлений:

- формирования капитала унитарного предприятия;
- использование имущества и других активов унитарного предприятия;
- распоряжение финансовым результатом.

Что касается источников финансирования, то первый шаг это формирование уставного фонда. Уставный фонд государственного или муниципального предприятия может формироваться за счет денег, а также ценных бумаг, других вещей, имущественных прав и иных прав, имеющих денежную оценку. Для государственных и муниципальных предприятий уставный фонд формируется в размере не менее 5 000 и 1 000 размеров базовой суммы МРОТ, применяемой для исчисления налогов, сборов штрафов и других аналогичных платежей. Эта величина не менялась с 2001г. и составляет 100 руб. Соответственно минимальный уставный фонд ФГП 500 тысяч рублей, а МП - 100 тысяч рублей. В казенном предприятии уставный фонд не формируется. Уставный фонд может увеличиваться или уменьшаться при определенных условиях, что регламентируется статьями 14 и 15 161-ФЗ.

Кроме уставного фонда унитарное предприятие вправе формировать резервный фонд, за счет остающейся в его распоряжении чистой прибыли и иные фонды, в соответствии с уставом. Однако использование и резервного и иных фондов носят целевой характер, определенный законодательством и уставом унитарного предприятия. А средства резервного фонда используются исключительно на покрытие убытков унитарного предприятия.

Имея неделимый уставный фонд, не предусматривающий разделения на доли и выпуск долевых ценных бумаг, унитарное предприятие, не имеет возможностей пополнения собственных источников капитала за счет частных инвесторов. Вместе с тем унитарному предприятию доступны заемные источники ресурсов. Согласно ст. 24 161-ФЗ источники заемных средств у таких предприятий:

- банковские кредиты

- бюджетные кредиты, предоставляемые на условиях и в пределах лимитов, предусмотренных бюджетным законодательством РФ;
- выпуск облигаций или выдача векселей.

Но важно подчеркнуть, что заимствования осуществляются только по согласованию с собственником имущества унитарного предприятия объема и направлений использования привлекаемых средств.

Другим важнейшим аспектом деятельности унитарного предприятия являются пределы хозяйственной самостоятельности в части распоряжения его имуществом и активами. И здесь, как уже указывалось выше, имеют место ограничения. Так, согласно ст. 18, 19 161-ФЗ унитарное предприятие без согласия собственника не может распоряжаться имуществом. Кроме того движимым и недвижимым имуществом унитарное предприятие распоряжается только в пределах, не лишаящих его возможности осуществлять деятельность, цели, предмет, виды которой определены уставом такого предприятия.

И наконец, собственник имущества государственного или муниципального предприятия вправе рассчитывать на получение части прибыли от использования имущества, находящегося в хозяйственном ведении такого предприятия. Государственное или муниципальное предприятие ежегодно перечисляет в соответствующий бюджет часть прибыли, остающейся в его распоряжении после уплаты налогов и иных обязательных платежей, в порядке, в размерах и в сроки, которые определяются органами государственной власти соответствующего уровня. Они же определяют и порядок распределения доходов казенного предприятия, соответствующего уровня подчиненности.

Таким образом, любое унитарное предприятие в отличие от хозяйственных обществ, тесно связано с государством и чаще всего используется для удовлетворения каких-либо потребностей интересного обществу. Это влечет за собой ряд ограничений, как в области производства продукции и услуг (выбор номенклатуры), установления цен (тарифов), распределения и использования прибыли, так и в области формирования

капитала и распоряжения имуществом. В свою очередь, эти ограничения затрагивают финансовые отношения унитарных предприятий. Например, один из важных вопросов финансового менеджмента о стоимости капитала предприятия, с учетом таких ограничений имеет неоднозначное решение.

Для унитарного предприятия, как представляется, может быть три основных идеи по этому вопросу. [10, т.2, с.599]. Во-первых, нулевая стоимость капитала, так как государство не приветствует, но допускает убыточность деятельности унитарного предприятия путем, как указывалось, регламентации номенклатуры продукции и тарифной политики в интересах общества, а не по коммерчески соображениям, а так же путем регламентации вопроса распоряжения имуществом.

Другая точка зрения состоит в том, что отдача на капитал в случае унитарного предприятия должна быть не ниже нормы вложений без риска, то есть на уровне доходности государственных заимствований в экономике.

И, наконец, третья точка зрения исходит из мнения альтернативных затрат, согласно которому цена капитала не может быть ниже, чем у аналогичной в отраслевом плане и масштабу деятельности коммерческой организации.

По нашему мнению, выбор наиболее верного решения вопроса стоимости капитала связан со степенью хозяйственной самостоятельности унитарного предприятия относительно возможностей использования этого капитала. Соответственно у казенных предприятий, как очевидно, цена капитала будет стремиться к минимальной отметке, а у государственных и муниципальных – к среднеотраслевому значению. Отрицательная разница стоимости капитала унитарного предприятия по сравнению со среднеотраслевым значением может быть отнесена на счет так называемого социального эффекта.

1.3 Стоимость как критерий эффективности управления финансами предприятия

Как представляется целевой функцией финансового менеджмента хозяйствующего субъекта, является повышение эффективности деятельности

предприятия, а точнее эффективности использования привлеченных им ресурсов. И тут мы сталкиваемся с двумя, как отмечалось в параграфе 1.1, принципиальными позициями относительно критерия: максимизация прибыли или максимизация стоимости. Ответ на этот вопрос, на первый взгляд, не столь однозначен. Оба показателя прямо пропорциональны, то есть чем выше значение прибыли, тем больше стоимость. Казалось бы, в чем разница, ставим задачу максимизации прибыли и автоматически решаем задачу максимизации стоимости. Но различия есть, их как минимум два, и влияние их достаточно велико.

Чтобы понять различия обратимся к одной из базовых концепций корпоративных финансов приведенных нами в таблице 3 параграфа 1.1 – теории дисконтированного денежного потока (ДДП). Действительно, модель дисконтирования денежного потока демонстрирует, что прибыль, являющаяся частью денежного потока, как и денежный поток в целом всего лишь элемент стоимости уравновешенный риском. Стоимость же результат совокупности денежных потоков распределенных во времени включая, к слову, и ценность актива либо проекта по окончании прогнозного периода. Соответственно в отличие от прибыли учитывающей достижения самой компании, стоимость дополнительно учитывает и цену привлечения капитала, то есть точку зрения рынка на риски извлечения данной прибыли. При этом, важно, что максимизация прибыли обычно сопряжена с увеличением риска, действующего обратно пропорционально росту стоимости. То есть, имея только критерий максимизации прибыли менеджмент не видит сопряженных с этим опасностей, тогда как стоимость, учитывающая не только прибыль, но и риски, будет более объективным взглядом на деятельность компании.

Другая плоскость выбора между этими показателями лежит в понимании того факта, что задача максимизации прибыли, являясь отчасти тактической, может противоречить стратегической долгосрочной цели обеспечения устойчивого роста капитализации компании. То есть показатель стоимости учитывает ко всему прочему долгосрочные перспективы и не позволяет

принимать управленческие решения, благодаря которым наращение прибыли сегодня, может навредить ценности компании завтра. Иными словами при оценке стоимости определяется денежный поток, как бы растянутый во времени, причем с учетом всех его возможных изменений в динамике.

Таким образом, согласно модели ДДП стоимость учитывает не только прибыль как базовый элемент денежного потока, но и риск, связанный с его извлечением, и фактор времени получения потока доходов в будущем, что, безусловно, позволяет говорить о необходимости выбора в качестве критерия эффективности финансового менеджмента, именно стоимости капитала компании. Остается лишь добавить, что именно стоимость в большей степени отвечает интересам акционеров (владельцев, инвесторов), посредством которых происходит гармонизация всех других интересов как внутри предприятия, так и во внешней среде. К слову, в зарубежной литературе, можно встретить идеи, что фирма должна иметь так называемые не денежные цели и представлять соответствующую ценность для общества. Однако лояльность общества, которая естественно имеет свои издержки, в конечном итоге так же приводит к росту стоимости для акционеров.

Как критерий управления стоимость возникла в развитых рыночных экономиках во второй половине прошлого столетия под воздействием изменений экономической среды. Именно развитие рынка капитала, как представляется, подтолкнуло к выбору стоимости в качестве основного оценочного критерия. Изначально приоритет действительно отдавался прибыли, причем как таковая она в любом случае обладала низкой информативностью. Поэтому для оценки эффективности использовались в основном относительные показатели деятельности предприятия и разные аналитические модели на их основе.

Самой известной является факторная модель Дюпона, связывающая рентабельность капитала с рентабельностью продаж, деловой активностью компании и структурой ее капитала. Эта модель возникла в 20-е годы прошлого столетия. [34] К сожалению, использование относительных финансовых

показателей деятельности предприятия не стало универсальным мерилom эффективности финансового менеджмента, как нам кажется, во многом, потому что коэффициенты, рассматриваемые в отдельности, могут противоречить друг другу. Так, например, увеличение рентабельности собственного капитала может быть вызвано не ростом прибыли, а сокращением капитала. Это в свою очередь негативно отразится на финансовой устойчивости компании. А, например, высокая абсолютная ликвидность предприятия, вредит задаче роста, для которой необходимо, чтобы деньги не накапливались, а находились в обороте. Таким образом, финансовые коэффициенты не могли полностью решить проблему выработки управленческого критерия.

Дальнейшим прогрессивным шагом на пути поиска эффективных оценок управления финансами компании в 80-е годы XX столетия стало использование показателя денежного потока. Денежный поток помимо прибыли, являющейся его базовым элементом, отражает инвестиции и капиталоемкость компании, а так же структуру ее капитала. То есть позволяет оценить эффективность изменений капитала в ходе операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании. Именно поэтому в качестве доходной базы и сегодня актуален показатель денежного потока, а не прибыли.

Вместе с тем, как уже говорилось, сам по себе денежный поток всего лишь элемент более масштабного показателя стоимости, и соответственно он тоже не способен всеобъемлюще оценить эффективность управления предприятием, в отличие от концепции дисконтированного денежного потока (ДДП). Важно подчеркнуть, что теория ДДП учитывает не прошлые, а будущие денежные поступления предприятия и, как уже указывалось, учитывает фактор времени и неопределенности деятельности, то есть риска.

В 70-е годы прошлого столетия в связи с развитием фондового рынка, аналитики уже обратили внимание на стоимость публичных компаний, поскольку именно в этот период получили популярность показатели, так или иначе, связывающие прибыль и стоимость акций. В свою очередь в 90-х годах

прошлого столетия это дало основу возникновения концепции, названной в англоязычной литературе value-based management (VBM), а в русскоязычной - управление стоимостью компании. Эта концепция, изначально возникнув в странах с развитой рыночной экономикой, так или иначе, приживается и на российской почве, чему способствовали, с одной стороны, формирование частного капитала и развитие рыночных отношений в экономике, с другой, необходимость взаимодействия российских крупных компаний с зарубежными партнерами и выход отечественных компаний на развитые рынки капитала.

В этой связи не безынтересным представляется анализ этапов развития управления объектами собственности в России, представленный в Таблице 6.

Таблица 6 – Этапы развития управления объектами собственности в РФ

Примерный период этапа	Суть этапа	Краткое описание писание
1991-1993	Приватизация государственной собственности, создание новых предприятий	Передача общественной собственности гражданам путем выпуска особой ценной бумаги – ваучера. На этом этапе речь идет даже не столько об отсутствии управления, сколько об отсутствии в целом оценки рыночной стоимости компаний. Преобладание затратного подхода, а зачастую балансовой (восстановительной) стоимости при оценке материально-вещественной части активов (имущественных комплексов) предприятий. Доходность бизнеса не учитывалась, либо учитывалась путем экспертных надбавок / скидок к балансовой величине активов.
1994-1998	Консолидация собственности и получение контроля	Консолидация ваучеров, путем скупки у населения через созданные финансовые институты. Кроме того, банкротство предприятий, потерявших в ходе перестроечных процессов хозяйственные связи. Все это привело к концентрации капитала в руках ограниченного круга лиц. Оценка рыночной стоимости компаний активно развивается, хотя затратный подход остается преобладающим. Доходный подход используется гораздо реже, хотя парадоксальным образом он становится инструментом не всегда оправданной минимизации стоимости активов.
1999-2003	Реструктуризация собственности	Реформирование отраслей монополистов, и прежде всего электроэнергетики (РАО ЕЭС). Поиск иных способов увеличения стоимости компаний. Избавление от непрофильных активов. Вот основные вехи развития бизнеса в тот период. При

		этом уровень развития оценочной деятельности позволял, так или иначе, использовать все известные способы оценки, правда, в условиях ограниченности необходимой для оценки рыночной информации.
2004-2008	Внедрение принципов корпоративного управления	Осмысление необходимости управления компаний с позиций ее стоимости, как модного и широко популяризируемого прогрессивного способа менеджмента.
после 2009	Управление объектами собственности на основе стоимости	2008-2009гг. ознаменовались мировым финансовым кризисом, затронувшим и Россию, как страну, динамично интегрирующуюся в мировое рыночное пространство. Идеи управления стоимости и в этот период продолжают получать развитие, но более в теоретическом и научном плане. В прикладном аспекте эти идеи не находят широкого применения.

Источник: составлено автором с использованием [31, с.39-42]

В настоящее время существует, с одной стороны, ряд показателей для анализа результатов управления стоимостью компании, с другой, ряд подходов к стоимостному управлению. Последние в основном относятся к организации процесса управления.

Что касается аналитических показателей, то, на наш взгляд, достаточно объемно и системно они приведены и проанализированы в научной работе Д. Л. Волкова: [13, с.38-39]

1. Показатели, основанные на бухгалтерских (балансовых) оценках или смешанных базах:

- остаточная прибыль (RI) в качестве ключевого показателя;
- остаточная чистая прибыль (RE) в версии модели EВOP (Эдвардс, Белл, Олсон, Пинмен), или экономическая прибыль (EPM) в версии Marakon Associates (МакТаггарт, Контс, Манкинс);
- остаточная операционная прибыль (ReOI) по Пинмену, или экономическая прибыль (EPC) в версии McKinsey & Co. (Коупленд, Коллер, Муррин);
- чистый экономический доход (NEI) по Арнольду;

- добавленная экономическая стоимость (EVA) в зарегистрированной версии Stern Stewart & Co. (Стюарт, Грант, Эрбар);

- добавленная рыночная стоимость (MVA) в разных версиях;

2. Показатели, основанные на денежных потоках:

- денежная рентабельность инвестиций (CFROI) в версиях Boston Consulting Group (BCG) и HOLT Value Associates (Мадден);

- остаточная прибыль, основанная на рыночных (фундаментальных) стоимостях (RIMV) по Арнольду;

- добавленная акционерная стоимость (SVA) в версии LEC/Alcar Consulting Group (Раппапорт);

- добавленная денежная стоимость (CVA) в версии Boston Consulting Group (BCG);

3. Показатели, основанные непосредственно на рыночных оценках:

- общая акционерная отдача (TSR) и общая отдача бизнеса (TBR) в версии Boston Consulting Group (BCG).

Как видно, все показатели являются разработками зарубежных консалтинговых компаний и специалистов. Однако не безынтересна авторская оценка данных показателей с позиций создания будущей ценности, доступности показателя для понимания менеджментом и возможности разделения показателя на так называемые драйверы или факторы (целевые ориентиры), с помощью которых реально можно организовать процесс управления. По Д. Л. Волкову [13, с.40-42] из всех приведенных показателей результатов деятельности компании всем трем критериям удовлетворяют только остаточная операционная прибыль (ReOI) и так же с учетом более сложного уровня показателя добавленная экономическая стоимость (EVA) и добавленная денежная стоимость (CVA). Все остальные показатели либо сложны для понимания, либо плохо разлагаются на составляющие для организации процесса управления. Примерно такие же выводы можно видеть в работе В.В.Назаровой, в которой, правда, рассмотрен значительно меньший круг показателей. [32, с.408-411]

Что касается подходов к управлению стоимостью, то тут уже можно видеть не только зарубежные, но и отечественные разработки. Некоторые из них приведены ниже.

Таблица 7 – Основные подходы к управлению стоимостью компании

Название подхода // Автор	Содержание подхода
<p>Фундаментальные показатели стоимости. // Дамодаран А. [14]</p>	<p>Метод дисконтированных денежных потоков позволяет применять четыре способа создания стоимости компании:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) увеличивать денежные потоки, генерируемые имеющимися в наличии активами; 2) увеличивать темп роста денежных потоков; 3) увеличивать продолжительность высокого темпа роста денежных потоков; 4) снижать стоимость инвестированного капитала.
<p>Пентаграмма возможностей структурной перестройки (Оптимизационный подход) // Коупленд Т. [26]</p>	<p>Для принятия решения о целесообразности реструктуризации компании используется классическая пентаграмма структурной перестройки компании. Отправная точка анализа – текущая рыночная стоимость компании, затем оценивается стоимость компании с учетом внутренних и внешних улучшений. Полученные результаты соотносятся со стоимостью компании на открытом рынке, и делается вывод об эффективности реструктуризации для акционеров</p>
<p>Сбалансированность прибыли, оборотных активов и роста // Уолш К. [38]</p>	<p>Менеджерам необходимо определять баланс между прибылью, активами и ростом, поскольку перекося в любую сторону может вызвать серьезные осложнения в деятельности компании. Учитывая плюсы и минусы роста, менеджерам компании рекомендуется определить максимальные темпы роста, которые компания может выдержать безболезненно, то есть нормально обеспечить и остальные аспекты своей деятельности. К. Уолш вывел уравнение сбалансированного роста: отношение коэффициента доли нераспределенной прибыли в выручке к производству темпа роста выручки на коэффициент оборачиваемости оборотных активов. По Уолшу финансовая катастрофа неизбежна, если у компании одновременно высокие темпы роста, низкая прибыль и низкая оборачиваемость оборотного капитала</p>
<p>Чувствительность параметров производственного и финансового циклов бизнеса (Параметрическая модель) // Егерев И.А. [15]</p>	<p>Исследовано влияние параметров производственного и финансового циклов на стоимость компании (бизнеса): длительность производственного цикла, период оборачиваемости материалов и готовой продукции, длительность финансового цикла и т. д. На этой основе построена модель управления стоимостью циклов через анализ чувствительности.</p>
<p>Восприятие образа компаниями участниками рынка // Козырь Ю.В. [21]</p>	<p>Для повышения стоимости акционерного капитала компании ее руководство должно сосредоточиться на четырех блоках:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) производственная эффективность (объем и качество продукции, качество активов, темп роста, прибыльность); 2) взаимоотношения между акционерами и с кредиторами;

	<p>3) прозрачность финансовой отчетности;</p> <p>4) коммуникации с инфраструктурой фондового рынка (размещение акций и облигаций компании на торговых площадках)</p>
<p>Аналитический подход // Мордашов С.Н. [30]</p>	<p>Концепция основана на анализе коэффициентов чувствительности компонентов бизнеса. Чувствительность стоимости к изменению ее составляющих оценивается как эластичность, которая показывает, на сколько процентов изменится стоимость бизнеса, если исследуемый фактор изменится на 1 %. При этом основными факторами стоимости являются:</p> <ul style="list-style-type: none"> - выручка от продаж; - себестоимость реализованной продукции, скорректированная на процентные платежи; - ставка налога на прибыль; - дополнительные постоянные инвестиции сверх амортизации; - скорость роста денежного потока; - стоимость привлеченного капитала.
<p>Сбалансированная система показателей // Каплан Р., Нортон Д. [18]</p>	<p>Система сбалансированных показателей (ССП) - система управления, позволяющая руководителям компании переводить стратегические цели компании в четкий план оперативной деятельности подразделений и ключевых сотрудников и оценивать результаты их деятельности с точки зрения реализации стратегии с помощью ключевых показателей деятельности.</p> <p><u>Это система стратегического управления компанией на основе измерения и оценки ее эффективности по набору оптимально подобранных показателей, отражающих все аспекты деятельности компании, как финансовые, так и нефинансовые.</u></p>
<p>Технологический подход // Когденко В.Г. [20]</p>	<p>Увязывает стоимость компании с показателями в результате рыночной деятельности (продажи), операционной деятельности (производство продукта), финансовой деятельности (привлечение капитала) и инвестиционной деятельности (размещение капитала) компании. Минимизирует использование внешних рыночных данных, заменяя стоимость привлеченного капитала рентабельностью инвестированного капитала компании.</p>

Источник: составлено автором с использованием [31, с.43-44]

Этот далеко не исчерпывающий перечень идей и подходов говорит о достаточном их многообразии, правда объединенном одной общей идеей - необходимости оценки эффективности управления финансами предприятия с точки зрения критерия стоимости. Разница лишь в акцентах, которые расставлены и относительно главных и второстепенных параметров, и относительно сложности и простоты использования модели. Так, например, взгляд К. Уолша представляется нам наиболее простым в применении, его можно было бы использовать для оперативной диагностики. Некоторые подходы в меньшей степени некоторые в большей затрагивают вопросы

непосредственно организации процесса управления на базе стоимости. Наиболее известны в этом смысле идеи Р. Каплана и Д. Нортон. Построение системы измерения ценности компании для акционеров, предполагает выбор компанией собственной адекватной модели оценивания и разработку на основе этой модели системы инструментов, позволяющих принимать на всех уровнях управления организацией решения, обеспечивающие рост ценности для акционеров. [12]

Говоря о стоимости, следует отметить и такой момент, что выбор ее как критерия управления так же может зависеть от условий функционирования предприятия. Для предприятий, работающих в рыночных условиях и конкурирующих за источники ресурсов выбор однозначен – стоимость. Компания, деятельность которой осуществляется в слабо выраженной рыночной среде или вообще вне такой среды, вынуждена ориентироваться на прибыль, и, возможно этого будет достаточно. Тем не менее, говорить, что выбор должен зависеть в первую очередь от наличия развитого рынка капитала, как представляется, было бы не правильно. Прибыль или стоимость решается исходя из присущих этим показателям отличий, о которых указывалось выше.

Так же нельзя не отметить, что стоимости как показателю так же присущи определенные недостатки, основные из них связаны с проблемами информационного характера и с предвзятостью суждений аналитика. Какие бы не были идеальные количественные модели информация не всегда полная, не всегда достоверная и постоянно меняется, а специалист, выполняющий оценку, всегда имеет свой собственный взгляд. И, тем не менее, стоимость, как мы указали в данном параграфе, может быть определена как показатель, комплексно учитывающий все стороны функционирования предприятия, его стратегию и тактику, в отличие от менее информативных прибыли, денежного потока и финансовых коэффициентов. Соответственно стоимость становится ключевой характеристикой эффекта управления предприятием на современном этапе, и ее роль в этом плане трудно переоценить.

2 Подходы к оценке бизнеса и возможность их применения для ФГУП ВГТРК

2.1 Стоимостная характеристика объекта и способы ее оценки

Признание за стоимостью лидерства в качестве критерия оценки эффективности финансового менеджмента требует определения ее сущности, как экономической категории, которая, как представляется, не столь однозначна. Стоимость часто считают синонимом таких категорий как цена, затраты, себестоимость, ценность, полезность чего – либо. На наш взгляд, стоимость не является эквивалентом ни одного из этих понятий, однако все они учитываются при определении стоимости. Действительно если мы смотрим на стоимость с точки зрения рынка, то в ее основе будут цены сделок, если изучаем объект с точки зрения его создания, тогда предметом всестороннего анализа становится себестоимость, затраты на воспроизводство. Если же говорим о необходимости количественно учесть полезность и ценность объекта, то в основу стоимости ложатся выгоды, которые объект может генерировать, либо «оцифрованный» социальный эффект.

Таким образом, стоимость более емкая категория, вбирающая в себя все другие понятия, которые кроме всего прочего оказывают непосредственное влияние друг на друга. Конечно, если что-либо имеет полезность и ценность, соответственно оно будет предложено на рынке за адекватную этой полезности цену. Так же и с затратами, маловероятно, что кто-то согласится продать объект ниже размера усилий и благ, затраченных на его создание. Когда затраты на создание и полезность более или менее адекватны друг другу, вопросов не возникает. Сложнее с объектами, где себестоимость не оправдана полезностью, или полезность кратно выше себестоимости при определенных условиях. По существу такие ситуации, есть сигналы экономики, которые посредством разных взглядов на источники стоимости необходимо учитывать в цене. При этом выбор между двумя фундаментальными (внутренне присущими объекту) характеристиками ценности (затраты и полезность)

зависит от многих факторов, а главным образом от целевых установок, от того является ли анализируемый актив коммерчески - ориентированным, инвестиционным, то есть направленным на извлечение прибыли, либо носит общественно – значимый социальный характер. Соответственно стоимость это не только затраты, полезность и цена рынка, но еще и набор обстоятельств, факторов и самых разных условий. Поэтому в оценке выделяют не один, а несколько видов стоимости, выбор между которыми зависит от конкретной ситуации и задачи оценки.

Наиболее универсальными видами стоимости являются рыночная, ликвидационная, инвестиционная. Кроме них нормативно определено понятие кадастровой стоимости, которая имеет узкое применение для целей налогообложения недвижимого имущества и в данной работе внимание ей уделяться не будет. Так же стоит указать, что в международных стандартах оценки присутствует, с нашей точки зрения, полезное понятие справедливой стоимости, к сожалению не закрепленное в российском законодательстве, регулирующем оценочную деятельность.

Таблица 8 – Виды стоимости и их содержание

Вид стоимости и	Параметры сравнения	Содержание параметра
Рыночная	Определение	<p>Наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:</p> <ul style="list-style-type: none"> - одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение; - стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах; - объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки; - цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки, и принуждения к совершению сделки в

		отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было; - платеж за объект оценки выражен в денежной форме
	Нормативный документ	Ст. 3 Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ от 29.07.1998г. и Федеральные стандарты оценки (ФСО)
	Определение по МСО 2017	Расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен актива или обязательства на дату оценки между заинтересованным покупателем и заинтересованным продавцом в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон действовала бы, будучи хорошо осведомленной, расчетливо и без принуждения
	Отличительный признак	Любой покупатель и любой продавец. Информированность и добровольность
Ликвидационная	Определение	Расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции объекта оценки для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.
	Нормативный документ	Ст. 3 Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ от 29.07.1998г. и Федеральные стандарты оценки (ФСО)
	Определение по МСО 2017	Нет определения схожего с российским законодательством. Но рассматривается предпосылка оценки – вынужденная продажа, что отражает обстоятельства продавца. То есть «вынужденная продажа» есть описание ситуации, при которой происходит обмен, а не четко обозначенная база оценки. С другой стороны, в МСО 2017 имеется определение ликвидационной стоимости, которая связана с прекращением существования актива, как такового, в условиях, когда он распродается поэлементно. То есть по смыслу близко к процедуре утилизации актива или группы активов.
	Отличительный признак	Любой покупатель и особенный продавец Вынужденный характер и срочность
Инвестиционная	Определение	Стоимость объекта оценки для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки.
	Нормативный документ	Ст. 3 Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ от 29.07.1998г. и Федеральные стандарты оценки (ФСО)
	Определение по МСО 2017	Стоимость актива для конкретного владельца или потенциального владельца с учетом их индивидуальных инвестиционных или операционных хозяйственных целей. Отражает выгоды, получаемые экономическим субъектом от владения активом, и соответственно не предполагается какого-либо обмена активом.
	Отличительный признак	Особенный покупатель и любой продавец Имеет значение особый характер использования актива

Справедливая	Определение	В российском законодательстве, регулирующем оценку, данный вид стоимости отсутствует
	Нормативный документ	Нет
	Определение по МСО 2017	Расчетная цена при передаче актива или обязательства между конкретно идентифицированными, осведомленными и заинтересованными сторонами, которая отражает соответствующие интересы данных сторон. Акцент на сделку между конкретно определенными сторонами с учетом всех преимуществ или отрицательных свойств, которые каждая из сторон обретет по сделке. Дополнительно в стандартах приводятся прочие базы оценки справедливой стоимости, согласно МСФО, ОЭСР, а так же законодательству США и других стран
	Отличительный признак	Особенный покупатель и особенный продавец Имеют значение обстоятельства и условия конкретной сделки, которые не будут в целом характерны или доступны для участников рынка

Источник: составлено автором с использованием [4]; [29]

В сущности отличий в понимании видов стоимости в российском законодательстве и международных стандартах не так много, но они есть. Например, можно отметить отличия в трактовке рыночной стоимости. Согласно международным стандартам это расчетная сумма, что, по нашему мнению, лучше отражает суть рыночной стоимости, чем термин наиболее вероятная цена. Вообще слова «цена» и указание на «открытый рынок» даже в странах с более развитой рыночной экономикой не всегда могут быть применены при оценке. Также отличия касаются отношения к ликвидационной стоимости. В российской системе координат вынужденная продажа это повод для отдельной базы оценки, а в международных стандартах всего лишь указание на ситуацию. И наконец, обращает внимание наличие в МСО справедливой стоимости, которого на наш взгляд не хватает для достаточно большого сегмента оценок в условиях российской экономики.

Таким образом, рыночная стоимость, в любом случае может трактоваться как наиболее вероятная и расчетная денежная сумма, за которую может состояться, хотя и без гарантий, переход прав на объект сделки от продавца к покупателю. Понятно, что на решения участников сделки, в отношении указанной расчетной денежной суммы, будут влиять множество факторов.

Безусловно, в первую очередь, эти факторы можно рассматривать с позиции сил спроса и предложения.

С точки зрения спроса на рыночную стоимость оказывает влияние полезность актива, и если мы имеем дело с предприятием, то эта полезность, безусловно, заключается в возможностях предприятия генерировать будущие денежные доходы, характеристиками которых выступают их размер, график получения и риск, связанный с процессом их получения. С позиции предложения на стоимость влияют накопленные к моменту сделки активы как материально-вещественные, так и нематериальные. Активы в случае бизнеса, это то, что вложено предпринимателем в создание и развитие бизнеса и может рассматриваться как затраты. Понятно, что факторы стоимости можно также рассматривать не только в плоскости свойств, присущих объекту как таковому, но и с точки зрения субъектов сделки, а также и с учетом влияния рыночной внешней по отношению к объекту и участникам сделки среды. При этом рыночная среда характеризуется подвижностью, и на каждый момент времени может находиться в различных состояниях, в том числе и в достаточно редком и кратковременном состоянии равновесия, когда результаты всех точек зрения на стоимость более или менее совпадают.

Таким образом, с учетом сказанного, стоимость может рассматриваться с трех независимых позиций: полезности, затрат и рынка. Эти позиции лежат в основе хорошо известных в настоящее время способов или, как их еще называют, подходов к оценке стоимости предприятия: доходного, затратного и сравнительного (рыночного). При этом доходный подход, как принято говорить, отражает будущее, затратный способ - прошлое, а рыночный – настоящее, что тоже достаточно интересный взгляд, свидетельствующий об объективно присущих способам оценки отличительных особенностях. Каждый из подходов включает свои методы, имеет свои возможности и характеризуется ограничениями использования в зависимости от ситуации, как показано в Таблице 9.

Таблица 9 – Подходы и методы оценки бизнеса

Затратный подход		Сравнительный (рыночный) подход		Доходный подход	
Метод чистых активов	Метод ликвидационной стоимости	Метод компании-аналога, включая Метод сделок и Метод рынка капитала	Метод отраслевых коэффициентов, Метод регрессионного анализа	Метод дисконтирования дохода	Метод капитализации дохода
Применяется для действующей компании	Применяется для ликвидируемого предприятия	Применяется на основе исследования сделок, либо котировок конкретных компаний путем сравнения с оцениваемым бизнесом.	Применяется в относительно простых случаях при наличии соответствующих статистических данных	Применяется для любого потока доходов.	Применяется в ситуации стабильного долгосрочного потока дохода, растущего незначительными темпами.
Метод основан на оценке чистых активов компании скорректированных по рыночной стоимости	Метод строится на оценке дисконтированной рыночной стоимости чистых активов с учетом времени ликвидации, а также учитывает приведенные к дате оценки затраты, по ликвидации	Стоимость определяется на основе выбора и дальнейшего отбора аналогичных компаний, построения мультипликаторов и сравнения их с показателями и оцениваемым бизнесом	Методы основаны на статистических показателях мультипликаторов, либо на построении регрессионной зависимости стоимости от факторов ее определяющих.	Стоимость определяется путем суммирования дисконтированных величин доходов за прогнозный период и остаточной стоимости компании в конце периода владения (прогноза)	Стоимость определяется путем деления дохода на ставку капитализации
Подход основан на прошлом, отражает накопленные ресурсы, в том числе капитал		Подход отражает текущую ситуацию, проявляемую через конъюнктуру рынка компаний и мнение его участников		Подход нацелен на ожидания дохода в будущем, отражает характер использования ресурсов, отдачу капитала	
Подход не способен независимо учесть стоимость интеллектуального		Подход не применим при отсутствии рынка купли-продажи, и не годится для уникальных компаний		Подход может быть применен только в случае надежно определяемых, положительных доходов	

Источник: составлено автором с использованием [35]

Затратный подход, включает метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости. Оба метода основаны на оценке чистых активов компании скорректированных по рыночной стоимости. Однако при оценке ликвидационной стоимости рыночная стоимость чистых активов дополнительно дисконтируется с учетом времени ликвидации, а также корректируется на текущую стоимость затрат, связанных с ликвидацией. В виду этого, метод ликвидационной стоимости определяет стоимость предприятия при прекращении его функционирования, а метод чистых активов отражает стоимость действующего бизнеса. При этом если при ликвидации компании вопрос корректной и независимой от других критериев оценки интеллектуального капитала не ставится, то невозможность такой оценки в рамках метода чистых активов становится непреодолимым препятствием получения объективной стоимостной характеристики бизнеса. Еще большей проблемой это видится для медиа - компании, так как основной фактор стоимости здесь - аудитория.

Сравнительный (рыночный) подход включает метод компании-аналога, который в свою очередь разделяется на метод сделок и метод рынка капитала. Кроме того в рамках сравнительного подхода могут использоваться статистические и коэффициентные методы, а именно метод отраслевых коэффициентов и метод регрессионного анализа, возможность применения которых обусловлена исключительно наличием определенных рыночных данных.

И наконец, доходный подход, который составляют метод дисконтирования дохода и метод капитализации дохода. Подход применяется при наличии положительного потока доходов. В методе дисконтирования стоимость определяется путем суммирования дисконтированных величин доходов за прогнозный период и остаточной стоимости компании в конце периода владения (прогноза). Во втором случае стоимость определяется путем

деления одного усредненного дохода на ставку капитализации. Подход исходит из ожидания доходов в будущем, отражает характер использования ресурсов, отдачу капитала.

Применение того или иного подхода зависит от следующих условий:

- цель и задача оценки
- качество и доступность исходной информации
- состояние рыночного равновесия (точнее неравновесия)
- тип предприятия.

Выбор подходов в целом и методов оценки в частности достаточно важная процедура, требующая анализа многих факторов, а так же понимания преимуществ и недостатков самих подходов и методов, осознания их аналитических возможностей. Так, согласно Федеральным стандартам оценки доходный подход применяется, когда существует достоверная информация, позволяющая прогнозировать будущие доходы, которые объект оценки способен приносить, а также связанные с объектом оценки расходы. [6, №1, ст. 16] Преимущество доходного подхода состоит в возможности учета полезности предприятия как актива для потенциального владельца, то есть учета будущих, а не прошлых доходов. Однако будущее всегда носит вероятностный характер, что ограничивает объективность доходного подхода, так как точность прогнозов всегда ниже абсолюта. Более того, прогноз заметно осложняется, если в отчетном периоде компания демонстрировала убытки, либо когда речь идет о молодой компании, не имеющей истории доходов. Кроме того, сложность доходного подхода заключается и в адекватной оценке риска, связанного с деятельностью компании.

Сравнительный подход применяется, когда существует достоверная и доступная для анализа информация о ценах и характеристиках объектов – аналогов. Чтобы оценить компанию по сравнительному способу, нужны действительно аналогичные объекты, которые сложно подобрать, когда речь идет о таком уникальном активе как бизнес. Иными словами информационная база для реализации подхода, чаще всего не позволяет опираться на его

результаты в полной мере. Вторым моментом является то, что рыночный подход опирается на фактический материал, что одновременно достоинство и основной недостаток, поскольку такой способ не учитывает возможное изменение ситуации ни на предприятии, ни на рынке.

Затратный подход основан на оценке ресурсов компании, накопленных за период ее деятельности, его слабым местом является трудоемкость, особенно когда речь идет о крупных российских предприятиях, располагающих значительными капитальными активами. В виду того, что нормативно-правовые акты в области учета не стимулируют предприятия ежегодно проводить переоценку основных средств, эта статья их бухгалтерских балансов является одной из самых искаженных с точки зрения рыночных цен. Другой сложностью в рамках затратного подхода является трудность независимой оценки стоимости интеллектуального капитала бизнеса. Из-за этого затратный подход часто как бы недооценивает компанию, то есть оценке подвергаются только материальные и, возможно, идентифицируемые нематериальные активы предприятия, которые могут быть проданы отдельно по более или менее понятной цене. Поэтому затратный подход часто служит информационной основой предельно минимального уровня стоимости бизнеса, что помогает при оценке эффективности деятельности компании в рамках стоимостно-ориентированного подхода финансового менеджмента.

Для достижения наибольшей обоснованности выводов об оценке стоимости предприятия, в случае использования нескольких подходов и даже методов оценки, в соответствии с требованиями Федеральных стандартов оценки [6, №1, ст. 25], необходимо согласование результатов разных способов оценки. Как указывалось выше при согласовании, как и при выборе способов оценки нужно учитывать и цель оценки, и информационное обеспечение, и рыночную ситуацию. Вместе с тем, по нашему мнению, из перечисленного выше, самым важным является учет источника ценности компании, то есть типа предприятия. По большому счету, выбор делается между двумя основными ситуациями. Так, если прогнозируемая отдача от инвестиций мала, и (или) сам

прогноз не может быть достаточно надежен, то высока вероятность того, что при оценке такой компании применимы способы, основанные на анализе активов. В обратной ситуации, приоритет будут отдан методам, построенным на исследовании доходов. Некоторые условия, отнесения предприятия к одному, либо другому типу, и соответственно влияющие на выбор способа его оценки, представлены в Таблице 10.

Таблица 10 - Условия, влияющие на соотношение между применением разных методов оценки

Методы, основанные на анализе полезности, доходов	Методы, основанные на анализе затрат, активов
Будущая или текущая деятельность компании может быть надежно определена	У компании нет истории доходов или ее деятельность не может быть надежно установлена
Компания имеет солидную, поддающуюся прогнозированию потребительскую базу	Компания существенно зависит от конкурентных контрактных предложений и не имеет солидной, поддающейся прогнозированию потребительской базы
Компания имеет особые продукты, услуги или процессы, свидетельствующие о наличии нематериальной стоимости	Компания получает мало или вовсе не получает дополнительной стоимости от труда и нематериальных активов
Активы компании преимущественно составляют производственные активы, такие как машины и оборудование	Существенную часть активов компании составляют ликвидные активы или другие инвестиции (такие, как легко реализуемые ценные бумаги, инвестиции в недвижимость, права на разработку недр и т.п.)
Существуют серьезные барьеры для вхождения в отрасль связанные, например, с высокими требованиями к размеру вкладываемого капитала	Относительно легко войти в отрасль
Компания способна сохранять основной персонал, или ее уходящие сотрудники могут быть легко заменены без ущерба для бизнеса	Есть серьезные шансы растерять основной персонал, что может нанести серьезный ущерб для компании

Источник: [39, с. 28]

К слову, понимание о разных источниках ценности компании, помогает и в решении задач стоимостно – ориентированной модели управления финансами. Допустим, выясняется, что результат рыночной стоимости полученный доходным способом, ниже чем результат стоимости по затратам, тогда как предприятие относится скорее к доходному, а не затратному типу, то есть

соблюдается большая часть критериев из левой стороны таблицы. Такое несоответствие, по идее, должно привлечь внимание управляющего. Напротив, для компаний затратного типа ситуация когда результат доходного способа оценки ниже результата по затратам может быть нормальной.

Следует добавить, что предприятия редко относятся чисто к одному или второму типу. Большинство обладает характеристиками из обоих столбцов Таблицы 10, которые впрочем, не являются исчерпывающими. Поэтому в целом превышение результата доходного подхода над стоимостью по затратам является лучшим вариантом, чем обратное неравенство. Сравнение величин стоимости, полученных разными подходами, таким образом, крайне важно для принятия грамотных управленческих решений, что будет показано ниже при исследовании особенностей ФГУП ВГТРК, как специфического типа предприятия, и его попытке его стоимостной оценки.

2.2 Краткая характеристика деятельности и финансовых показателей ФГУП ВГТРК

Федеральное государственное унитарное предприятие «Всероссийская государственная телевизионная и радиовещательная компания», учрежденная в июле 1990г. Президиумом Верховного Совета РСФСР, на сегодняшний день является крупнейшим российским медиа-холдингом. Основной вид деятельности – деятельность в области телевизионного и радиовещания. Согласно Общероссийскому классификатору видов экономической деятельности № 60.20 «Деятельность в области телевизионного вещания». Компания так же имеет множество дополнительных видов деятельности в области средств массовой информации и коммуникаций. ВГТРК объединяет несколько теле, радио и интернет компаний, ее аудитория 98,5% населения Российской Федерации и 50 млн. человек из стран ближнего зарубежья. ВГТРК одна из крупнейших игроков российского интернета, ее новостные каналы имеют самую высокую посещаемость. [60]

По данным Федерального агентства по печати и массовым коммуникациям (Роспечать) ВГТРК – это:

- два федеральных телеканала: «Россия», «Культура»,
- более 80 региональных телерадиокомпаний, вещающих во всех субъектах Российской Федерации;
- первый в России круглосуточный информационный канал «Россия 24»;
- телеканал «РТР-Планета», выходящий за рубежом с 2002 года;
- русская версия телеканала «Евроныюз»;
- четыре радиостанции - «Радио России», «Маяк», «Культура», «ВестиФМ»
- государственный интернет-канал «Россия», который объединяет более двадцати интернет - ресурсов. [60]

Конкурентная среда компании достаточно агрессивна. На рынке присутствует множество компаний аналогичной направленности. Так по информации интернет - ресурса «ТестФирм», основному на базе данных Росстата по данному виду экономической деятельности функционирует порядка 700 организаций, [55] в том числе крупных компаний с выручкой более 2 млрд. рублей 15 единиц. По данным указанного ресурса у ФГУП ВГТРК, очевидно, лидирующие позиции на рынке страны по таким масштабным финансовым показателям как выручка и активы. Наиболее близким соперником является АО «Первый канал», в котором у государства 38,9 % пакет акций. [60]

Таблица 11 – Рейтинг телерадиовещательных компаний России по финансовым показателям на начало 2017 г.

№	Наименование компании	Показатели, млн.руб.		Регион
		выручка	активы	
1	АО Первый канал	27 733	33 530	Москва
2	ФГУП ВГТРК	26 951	51 625	Москва
3	АО Телекомпания НТВ	16 082	37 903	Москва
4	НЕПАО Национальная спутниковая компания	15 188	12 767	Москва
5	АО СТС	14 896	23 473	Москва

6	ООО Национальный спортивный телеканал	13 045	9 123	Москва
7	ООО Акцепт (ТК РЕН ТВ)	7 723	10 120	Москва
8	ОАО ТРК Петербург	6 840	8 062	Санкт-Петербург
9	ООО Открытие ТВ	5 521	1 878	Москва
10	ООО ТК ТВЗ	5 072	6 448	Москва
11	ООО Красный квадрат	4 419	5 377	Москва
12	ООО ТК Пятница	4 362	6 106	Москва
13	АО Новый канал	3 582	3 382	Москва
14	АО СТС - Регион	2 804	4 352	Москва
15	АО ТВ Центр	2 791	5 085	Москва

Источник [55]

При этом по показателям прочих доходов (обычно учитываются субсидии государства) и чистого убытка у ФГУП ВГТРК к началу 2017 года дела обстояли гораздо лучше 25,7 млрд. руб. против 5,2 млрд. руб. и 0,1 млрд. руб. против 3,2 млрд. руб. соответственно. По доле себестоимости в выручке лидирует напротив АО «Первый канал», себестоимость которого превышает выручку только на 30%, а не на 75% как у ВГТРК. Собственно этим вероятно и объясняется объем субсидий. [53]

ФГУП ВГТРК и АО «Первый канал» конкурируют и по охвату вещания. Наличие зрителей напрямую влияет на доходы вещателя. Реклама на телевидение и радио продается по так называемым пунктам рейтинга, отражающим количество зрителей и слушателей, увидевших, либо услышавших стандартный рекламный ролик. Чем меньше целевая аудитория канала, тем меньше пунктов рейтинга можно продать рекламодателю.

Рейтинг телеканалов – величина постоянно меняющаяся. Планирование рекламы требует обновлять информацию о позициях ведущих каналов страны в еженедельном режиме. Такой подход позволяет осуществлять постоянный мониторинг популярности той или иной программы, быстрее находить свою целевую аудиторию и, как результат, разумно вкладывать средства рекламодателя в продвижение товаров или услуг.

На середину 2017 года, примерный рейтинг телеканалов страны выглядит следующим образом:

- Россия 1 – 13,1%;
- Первый канал – 12,8%;
- ТНТ – 12,6%;
- НТВ – 10,2%;
- СТС – 8%;
- ТВЦ – 5,5%;
- РЕН – 5%;
- 5 канал – 4,7%;
- Россия 24 – 4%;
- ТВ3 – 4%;
- 2x2 – 3,6% и др.

В рейтинге отображены среднесуточные доли каналов. Они, безусловно, меняются, но не существенно. В пятерке лидеров неизменно остаются Россия 1, Первый, ТНТ, НТВ, СТС. Именно на их долю выпадает наибольшее количество зрителей. Во многом это связано с трансляцией рейтинговых программ, ориентированием на широкую аудиторию, возрастом от 6 до 70 лет. [49]

Следует отметить, что ФГУП ВГТРК имеет достаточно развитую региональную сеть. На территории Приморского края деятельность телерадиовещания осуществляет Филиал ФГУП ВГТРК ГТРК «Владивосток». ГТРК «Владивосток» является современным масс-медиа комплексом, объединяющим телевизионные и радиовещательные каналы. В число телеканалов входят «Россия 1», «Россия 24», «Россия К». Радиовещательные каналы представляют «Вести FM» (диапазон 89,8 МГц), «Радио России» (102,1 МГц, проводное вещание), «Радио Маяк» (диапазон 88,8 МГц). Кроме того Филиал имеет интернет-сайт «Вести: Приморье» на русском (www.vestiprim.ru), китайском (www.vestiprim.cn) и английском (www.vestiprim.com) языках. [60]

Ежедневно информационную программу «Вести Приморье» ГТРК «Владивосток» на телеканале «Россия 1» смотрят более 600 000 зрителей

Приморья. С 2012 года компания вещает на круглосуточном информационном канале «Россия 24».

Утром по будням в ежедневном режиме ГТРК «Владивосток» представлена информационной программой на телеканале «Россия К».

«Радио России Приморье» - старейший информационный радиоканал на Дальнем Востоке, выходит в эфир с 1 января 1926 года.

Радио «Вести FM Владивосток» (89,8 МГц) — выходит в эфир с лета 2012 года и стремительно набирает популярность у радиослушателей Приморского края.

Радио «Радио Маяк Владивосток» (88,8 МГц) — самая молодая радиостанция Приморья, которая выходит в эфир с декабря 2015 года.

Рождение телевидения отмечают с 28 июля 1955 года, так как именно этот день положил начало регулярным телевизионным трансляциям в Приморье. Этому предшествовало строительство первого телецентра на 192-метровой отметке сопки Орлиной, и установка 30-тиметровой телевизионной мачты, а также оборудование студий и аппаратных необходимой техникой. В то время Владивостокское телевидение только седьмым в России. Оно функционировало в режиме пять раз в неделю по 2,5 часа вещания, его работу обеспечивало 38 сотрудников, а финансирование осуществлялось за счет государственного бюджета.

На сегодняшний день ГТРК «Владивосток» вот уже 13 лет является филиалом ФГУП ВГТРК, и насчитывает 200 сотрудников. Основная аудитория это люди зрелого возраста и старше, в основном работающие и имеющие средний доход. Охват численности населения Приморского края (по данным Росстата 1,9 млн. чел.) теле и радиоканалами ГТРК «Владивосток» порядка 97%. [60]

Статус главной государственной телерадиокомпании Приморья определяет и основную цель деятельности ГТРК «Владивосток» — стремление как можно более полно удовлетворить интересы самых широких слоев телевизионной аудитории. Так, с октября 2017 года филиал ГТРК

«Владивосток» начал вещание в цифровом формате. Это значит, что теперь общедоступные обязательные российские каналы, такие как «Россия 1» и «Россия 24» доступны даже в удаленных уголках края.

Фиалиал успешно реализует свои проекты, такие как фестиваль морской теледокументалистики «Человек и море», работы на который присылаются со всей страны. К проектам ГТРК «Владивосток» относятся «Школьное радио» и «Детские вести», которые направлены на развитие подрастающего поколения и возможное ориентирование их на будущую профессию.

Кроме того, проекты реализуются и на радиоканалах. Существует проект «Ледокол», успешно рассказывающий о творчестве приморских музыкальных групп и певцов. Вообще, наличие радиоканалов и вещание на них – еще одна особенность ГТРК «Владивосток» от других телекомпаний края. В перспективе – запуск проекта «Восток 24» и внедрение его в кабельные сети отдельным каналом.

Ближайшим конкурентом ГТРК «Владивосток» является региональный телеканал ОТВ - Прим. Вместе с тем, недостаток конкурирующего вещателя заключается в нестабильном и неполном присутствии в удаленных уголках Приморского края. В крае имеется так же доступ к кабельному телевидению, по которому распространяется 8-й канал Владивосток. Основные игроки кабельного вещания «Подряд», «Vlad Link», «Ростелеком» и «Альянстелеком».

Для полноты информации о государственной телерадиокомпании был проведен анализ ее финансового состояния, который показал, что, к сожалению, по эффективности ФГУП ВГТРК выглядит в основном хуже среднеотраслевых значений соответствующих показателей. Ниже представлены статьи бухгалтерской отчетности компании за 2012 – 2016 годы. Следует отметить, что единственным источником финансовых показателей являются годовые отчеты, сдаваемые предприятием в Росстат, которые публикуются не ранее июня-июля года следующего за отчетным периодом.

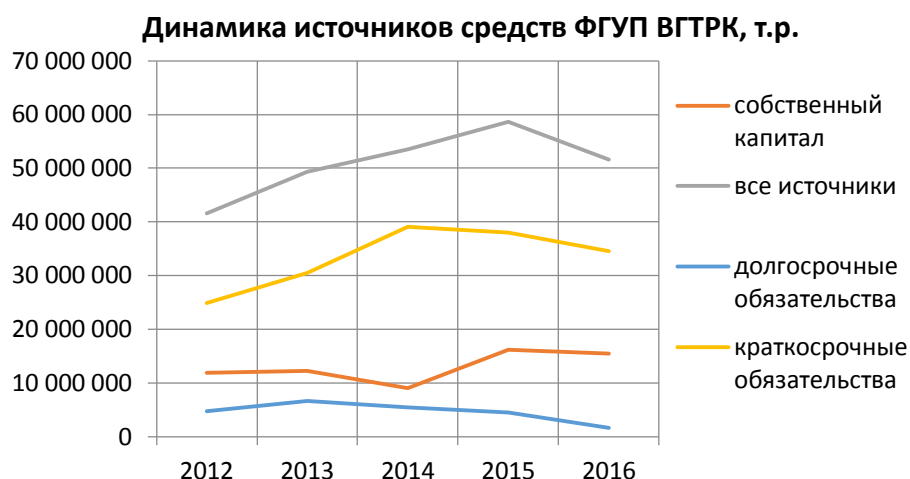
Поэтому использовать информацию по итогам 2017 года для целей настоящей работы не представляется возможным.

Таблица 12 – Основные показатели деятельности ФГУП ВГТРК, тыс. р.

Форма 1 Бухгалтерский баланс	Код строк и	2012	2013	2014	2015	2016
Внеоборотные активы	1100	30 531 269	36 681 051	42 404 386	44 490 243	41 851 989
Оборотные активы	1200	10 992 279	12 625 137	11 130 511	14 133 547	9 773 426
Активы	1600	41 523 548	49 306 188	53 534 897	58 623 790	51 625 415
Собственный капитал	1300	11 889 117	12 196 437	9 065 395	16 185 691	15 458 258
Долгосрочные обязательства	1400	4 735 642	6 669 307	5 389 223	4 442 171	1 632 095
Краткосрочные обязательства	1500	24 898 789	30 440 444	39 080 279	37 995 928	34 535 062
Форма 2 Отчет о прибылях и убытках	Код строк и	2012	2013	2014	2015	2016
Выручка	2110	31 112 469	31 219 501	31 906 898	26 618 887	26 951 368
Валовая прибыль (убыток)	2100	-18 630 195	-18 439 127	-20 945 360	-20 929 176	-20 082 722
Прибыль (убыток) до налога	2200	-18 630 195	-18 439 127	-20 945 360	-20 929 176	-20 082 722
Чистая прибыль (убыток)	2400	84 421	293 352	-2 845 732	6 251 413	-114 365

Источник [42]

Ресурсы компании, представлены в основном внеоборотными активами, доля которых на конец периода составила 81%. [Приложение Г] При этом самая большая доля из них (40% к итогу внеоборотных активов) приходится на нематериальные активы, что соответствует отраслевым особенностям, так как у медиабизнеса есть необходимость учета лицензий, объектов авторского права, иных аналогичных объектов. Думается, элементов интеллектуального капитала, основным из которых, безусловно, является контакт с обширной аудиторией, данная позиция не содержит в силу того, что они не подлежат бухучету согласно действующим нормативно - правовым актам.



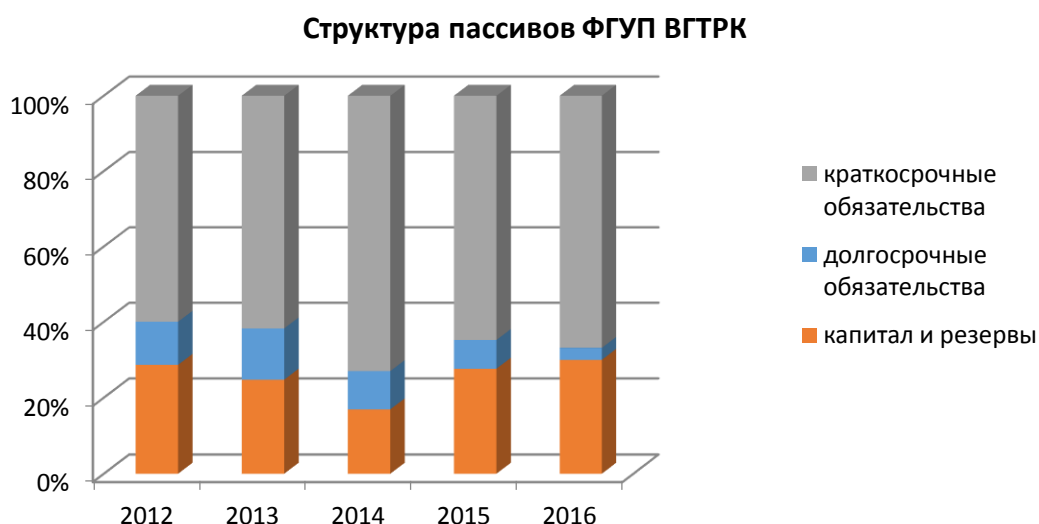
Источник [42]

Рисунок 1 – Динамика источников средств ФГУП ВГТРК, тыс. р.

Динамика активов (пассивов) в целом имеет положительную тенденцию и за период, несмотря на некоторое снижение в 2016 г. увеличилась на 24%.

[Приложение В]

В структуре пассивов обращает внимание значительная доля краткосрочных источников финансирования 60-73% на протяжении всего периода, что говорит о дефиците собственного оборотного капитала и низкой финансовой устойчивости.



Источник [42]

Рисунок 2 – Структура пассивов ФГУП ВГТРК, тыс. р.

Доходная часть у компании так же не отличаются высокой эффективностью. За исключением 2015 г. в течение всего анализируемого периода компания демонстрирует убытки. Правда, надо отдать должное, чистый убыток за 2016 г. едва ли заметен и находится в пределах математической погрешности по отношению к выручке. Наиболее же существенная за весь анализируемый период прибыль в 2015 г., согласно источникам в открытом доступе, [52] связана со сделкой по продаже частоты под спортивный телеканал «Матч ТВ».

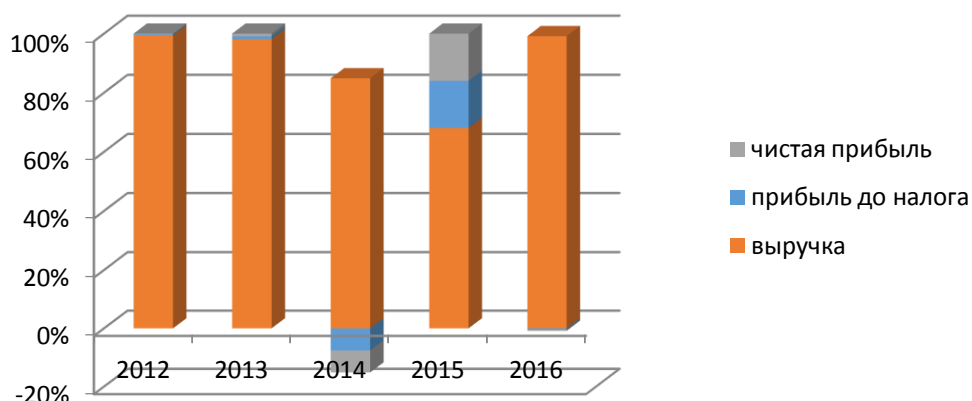


Источник [42]

Рисунок 3 – Динамика доходов ФГУП ВГТРК, тыс. р.

В целом доходы делятся на зарабатываемые и прочие (преимущественно субсидии государства) примерно в равном объеме к 2016 г. (51% к 49%), хотя в 2012 - 2014 гг. соотношение заработанных и полученных от государства доходов 60% к 40% было более типичным. Практически вся эта сумма, а она за весь период, исключая 2015г. с его крупным доходом от сделки, стабильно составляла порядка 52,5 млрд. р. расходуется предприятием на осуществление основной деятельности.

Структура доходов ФГУП ВГТРК



Источник [42]

Рисунок 4 – Структура доходов ФГУП ВГТРК, тыс. р.

Все указанные проблемные моменты (структура пассивов, убыточность), не могли не отразиться на финансовом состоянии компании, ее платежеспособности, финансовой устойчивости и рентабельности, что наглядно иллюстрирует Таблица 13.

Таблица 13 – Относительные показатели деятельности ФГУП ВГТРК

		2012	2013	2014	2015	2016
	Показатели финансовой устойчивости					
1	Коэффициент автономии	0,29	0,25	0,17	0,28	0,30
2	Коэффициент финансового левереджа	2,49	3,04	4,91	2,62	2,34
3	Коэффициент мобильности имущества	0,26	0,26	0,21	0,24	0,19
4	Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	-1,70	-1,94	-3,00	-2,00	-2,70
5	Коэффициент обеспеченности запасов	-14,50	-15,45	-22,20	-23,73	-30,88
6	Коэффициент покрытия инвестиций	0,40	0,38	0,27	0,35	0,33
7	Коэффициент маневренности собственного капитала	-1,57	-2,01	-3,68	-1,75	-1,71
	Показатели платежеспособности					
1	Коэффициент текущей ликвидности	0,44	0,41	0,28	0,37	0,28
2	Коэффициент быстрой ликвидности	0,38	0,36	0,24	0,33	0,25
3	Коэффициент абсолютной ликвидности	0,14	0,15	0,10	0,25	0,13
	Показатели рентабельности					
1	Рентабельность продаж	-59,9%	-59,1%	-65,6%	-78,6%	-74,5%
2	Рентабельность по ЕБИТ	2,4%	3,3%	-6,3%	27,9%	3,1%
3	Норма чистой прибыли	0,3%	0,9%	-8,9%	23,5%	-0,4%
4	Коэффициент покрытия процентов к	1,15	1,42	-2,39	6,16	0,88

	уплате					
5	Рентабельность активов	0,2%	0,6%	-5,5%	11,1%	-0,2%
6	Рентабельность собственного капитала	0,7%	2,4%	-26,8%	49,5%	-0,7%
7	Фондоотдача	4,21	3,55	2,94	2,39	2,70
	Показатели оборачиваемости					
1	Оборачиваемость оборотных активов, в днях	129	138	136	173	162
2	Оборачиваемость запасов, в днях	15	17	18	18	14
3	Оборачиваемость дебиторской задолженности, в днях	71	72	68	61	52
4	Оборачиваемость активов, в днях	487	531	588	769	747

Источник составлено автором с использованием [55]

Вместе с тем анализ особенно ценен, когда имеются так называемые эталонные значения, в качестве которых для целей настоящей работы были приняты средние по медиане идентичные показатели финансового положения [Приложение Д] по 15-ти крупнейшим компаниям (выручка свыше 2 млрд. р.), занимающимся аналогичным видом деятельности, согласно общероссийскому классификатору ОКВЭД. Эти среднеотраслевые значения представлены в приложении к настоящей работе, [Приложение Е] тогда как в Таблице 14 приведены отклонения показателей ФГУП ВГТРК от среднеотраслевых значений.

Таблица 14 – Отклонения относительных показателей деятельности ФГУП ВГТРК от среднеотраслевых значений

		2012	2013	2014	2015	2016
	Показатели финансовой устойчивости					
1	Коэффициент автономии	-0,46	-0,40	-0,41	-0,23	-0,13
2	Коэффициент финансового левереджа	2,21	2,58	4,54	1,69	1,63
3	Коэффициент мобильности имущества	-0,04	-0,17	-0,22	-0,33	-0,34
4	Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	-1,85	-2,08	-3,08	-2,17	-2,79
5	Коэффициент обеспеченности запасов	-16,69	-18,66	-25,82	-30,40	-42,09
6	Коэффициент покрытия инвестиций	-0,40	-0,36	-0,44	-0,32	-0,27
7	Коэффициент маневренности собственного капитала	-1,71	-2,22	-3,90	-1,93	-1,93
	Показатели платежеспособности					
1	Коэффициент текущей ликвидности	-0,80	-0,82	-1,08	-1,15	-0,89
2	Коэффициент быстрой ликвидности	-0,74	-0,59	-0,98	-0,89	-0,76
3	Коэффициент абсолютной ликвидности	-0,04	0,00	0,01	0,03	-0,09

Показатели рентабельности						
1	Рентабельность продаж	-0,71	-0,76	-0,75	-0,85	-0,80
2	Рентабельность по EBIT	-0,15	-0,06	-0,11	0,17	-0,03
3	Норма чистой прибыли	-0,12	-0,04	-0,11	0,16	-0,04
4	Коэффициент покрытия процентов к уплате	-38,47	-3,60	-3,37	2,34	-2,67
5	Рентабельность активов	-0,14	-0,05	-0,07	0,04	-0,06
6	Рентабельность собственного капитала	-0,18	-0,07	-0,32	0,41	-0,15
7	Фондоотдача	-19,43	-25,88	-31,53	-19,74	-20,48
Показатели оборачиваемости						
1	Оборачиваемость оборотных активов, в днях	13,96	-6,94	-10,12	-8,79	-27,11
2	Оборачиваемость запасов, в днях	11,09	13,78	17,66	15,47	13,86
3	Оборачиваемость дебиторской задолженности, в днях	9,12	-1,93	-9,83	-43,64	-30,07
4	Оборачиваемость активов, в днях	105,14	173,96	265,23	381,96	323,55

Источник составлено автором с использованием [55]

Как видно из таблицы, кроме показателей рентабельности пп. 2 – 6 за 2015 г., и показателей оборачиваемости оборотных активов и дебиторской задолженности в период 2013– 2016 гг. во всех остальных случаях ФГУП ВГТРК демонстрирует результаты хуже среднеотраслевых.

Что касается филиала компании ГТРК «Владивосток», то ее доля в общих показателях ФГУП ВГТРК малозаметна. По выручке доля колеблется в пределах 0,24 - 0,27%, при этом сокращение выручки на 14% за период. По активам, доля в среднем 0,33%, и так же имеет место снижение к концу анализируемого периода на 8%. Чистые активы не просто низки, а вообще не заметны по отношению к суммарным активам и стремятся к нулевой отметке. В целом, можно говорить, о том, что филиал в основном повторяет пропорции головной компании, а имеющиеся отличия, к сожалению, носят скорее негативный, а не позитивный характер. Конкретно это касается динамики активов -8% за весь анализируемый период против +24% и доли чистых активов 0,01% за 2016 г. против 30%, которые в головной компании выглядят несколько лучше.

Таблица 15 – Основные финансовые показатели ГТРК «Владивосток», тыс. р.

	2013	2014	2015	2016
Выручка, тыс. р.	80 602	75 821	70 860	69 637

Внеоборотные активы	123 172	179 128	153 260	119 489
Оборотные активы	28 270	38 983	31 626	20 490
Всего активы	151 442	218 111	184 886	139 979
Чистые активы	174	96	18	11
Чистая прибыль (убыток)	0	0	0	0

Источник [42]

Несмотря на негативные показатели эффективности и по выручке, и по активам ГТРК «Владивосток», очевидно, занимает лидирующие позиции в крае, о чем свидетельствуют данные ресурса ТестФирм [55] приведенные ниже. Всего на ресурсе приморских организаций со схожим видом деятельности, чья отчетность была доступна, 18 единиц. Но даже у лидера списка и выручка и активы в 1,5 и 2,8 раза соответственно ниже, чем у филиала.

Таблица 16 – Рейтинг телерадиовещательных компаний Приморского края по финансовым показателям на начало 2017 г.

№	Наименование компании	Показатели, млн.руб.		Регион
		выручка	активы	
1	ООО Альянстелеком	46,2	49,4	Приморье
2	ООО Телекомпания Новая волна	43,8	12,4	Приморье
3	ООО СТС-Восход	41,4	17,9	Приморье
4	МУП ТК Телемикс Уссурийского ГО	33,9	9,9	Приморье
5	ООО Фокино-Телеком	29,7	26,7	Приморье
...	...			
18	ООО ТРК Даль-ТВ	0,59	0,88	Приморье

Источник [55]

По результатам анализа можно констатировать безусловное лидерство ФГУП ВГТРК и его филиала в Приморском крае по масштабу деятельности, что выражается и в охвате телерадиовещанием и в объемных финансовых показателях. Однако эффективность деятельности унитарного предприятия и его филиала оставляет желать много лучшего. В определенной мере это объективный момент, поскольку создание качественного медийного продукта, равно как и покупка прав на интересный контент, дело затратное, тогда как рекламный рынок со временем сужается, в виду постепенного смещения

интереса аудитории в сторону других источников информации, в первую очередь в сеть интернет.

Роль финансового анализа в оценке стоимости предприятия трудно переоценить, его результаты помогают, объективнее строить прогнозы и оценивать риски, подбирать более сопоставимые аналоги, представлять ресурсную базу компании и источники ее капитала. Иными словами анализ финансового состояния крайне важный этап, предваряющий стоимостную оценку предприятия и делающий ее более объективной

2.3 Ценностно-ориентированные способы оценки ФГУП ВГТРК и их возможности

Как указывалось, методология стоимостной оценки опирается на три основных подхода: доходный, затратный и сравнительный. При этом два первых исходят из так называемых фундаментальных ценностных характеристик самого предприятия, его ресурсов (затратный способ), одной стороны, и эффективности их использования (доходный способ), с другой. Сравнительный же подход является так называемым внешним взглядом, точкой зрения рынка на характеристики предприятия. Такое разделение достаточно условно, поскольку все взаимосвязано, и рынок так же учитывает ценностные характеристики компаний, но, тем не менее, оно имеет место быть.

Далее последовательно рассмотрим суть названных способов оценки бизнеса применительно к ФГУП ВГТРК. Цель исследования данного вопроса, во-первых, обозначить саму возможность такой оценки, и понять при каких условиях она может быть выполнена, причем максимально объективно. Второе, дать ориентир стоимости компании исходя из имеющейся информации, или, по крайней мере, ориентиры иных параметров, что позволило бы повысить продуктивность финансового менеджмента на базе применения стоимостно - ориентированного подхода.

Способность предприятия приносить доход определяет его полезность и в конечном итоге стоимость для потенциального покупателя (инвестора). Поэтому

для целей оценки бизнеса доходный подход, на наш взгляд, является ключевым способом оценки.

Основным методом, используемым в оценке доходным подходом, является метод дисконтированных денежных потоков (ДДП). Во-первых, денежный поток наиболее надежная доходная база (особенно для капиталоемких компаний и любых других структур, у которых разница между прибылью и денежным потоком существенна в виду амортизации). Во-вторых, метод дисконтирования в большей степени, чем метод капитализации отвечает условиям неопределенности, в которых функционирует сегодня отечественный бизнес.

Основные шаги метода ДДП:

- составление прогноза будущих денежных потоков с учетом времени их получения;
- определение остаточной стоимости компании по истечении прогнозного периода
- оценка риска, связанного с получением денежных потоков и определение нормы дисконтирования;
- приведение всех будущих денежных потоков к текущей стоимости.

При оценке организации по доходу ожидаемый предстоящий срок ее деятельности делят на два периода: прогнозный и оставшийся. При этом на прогнозный период составляют ежегодный план денежных потоков. Длительность этого периода, как правило, среднесрочная, то есть от пяти до семи лет. Для остаточного периода рассчитывается стоимость, которая может быть получена по окончании периода прогноза. Методы оценки остаточной стоимости бизнеса могут быть разные, но в основном, для действующего предприятия применяют модель Гордона, которая, по существу, представляет собой формулу капитализации дохода.

Согласно этой модели стоимость предприятия на дату окончания прогнозного периода - $t_{ост}$ определяется по формуле:

$$P_{ост} = \frac{P_0 * (1 + g)}{i - g} \quad (1)$$

Где:

$P_{ост}$ – Стоимость бизнеса в остаточный период времени

P_0 – Денежный поток последнего прогнозного периода

i – ставка дисконтирования, отражающая уровень риска и адекватную ему норму доходности

g –долгосрочный годовой темп изменения денежного потока

При этом крайне важно чтобы величина темпа роста (g) была существенно ниже размера ставки дисконта (i), так как в противном случае теряется экономический смысл делителя, что автоматически ведет к значительной переоценке стоимости предприятия.

Ключевым условием оценки стоимости бизнеса является наличие у компании дохода.

Таблица 17 – Финансовые результаты деятельности ФГУП ВГТРК

Показатель	2013	2014	2015	2016	Источник
Чистая прибыль	293 352	-2 845 732	6 251 413	-114 365	ф. 2 стр. 2400
Разница между конечным и начальным сальдо по строке Денежные средства	1 284 538	-702 921	5 512 891	-4 985 844	ф.1 сальдо по стр. 1250
Сальдо денежных потоков за отчетный период	1 261 990	-1 227 427	5 257 126	-4 822 095	ф. 4 стр. 4400

Источник составлено автором с использованием [42]

Как видно из Таблицы 17, ФГУП ВГТРК или низко доходно (2013 г.) или убыточно, хоть убыток и не всегда значительный (2014 г.; 2016г.) Исключительная ситуация 2015 г. не является типичной, так как связана с крупной сделкой. В виду отсутствия прибыли и денежного потока, применение доходного подхода фактически невозможно. Единственная рекомендация, которая может быть дана в этой связи, провести ревизию расходной части бизнеса и выявить все возможные резервы экономии затрат. Однако здесь возможны две ситуации, установление каждой из которых требует

дополнительного более глубокого анализа, и соответственно информации. Одна ситуация заключается в том, что экономить уже не на чем, так как доходов объективно не хватает, в виду регулируемых тарифов и нормативов финансирования. Вторая ситуация связана с тем, что в силу особенностей функционирования унитарного предприятия, оно может быть не слишком заинтересовано в сокращении расходной части и выявлении резервов повышения эффективности.

Вторым важным условием объективности доходного способа является понимание адекватной нормы дисконтирования, отражающей уровень риска вложений в капитал компании. Здесь так же следует отметить, что измерение рыночной нормы доходности затруднено. Для этого, в идеале, должен быть достаточно активный рынок компаний соответствующей отрасли, который позволил бы на основе сравнения стоимости и дохода измерить ту самую норму, пользуясь традиционными моделями, принятыми в странах с развитым рынком.

В качестве заменителя можно предложить среднеотраслевой показатель рентабельности собственного капитала. Проблема, однако, в том, что он рассчитывается по ряду компаний на основе отношения чистого дохода к балансовой стоимости их собственного капитала. Поэтому объективность ориентира достаточно сомнительна. Отличаться может как балансовая и рыночная стоимости собственного капитала, так и чистая прибыль от денежного потока. При этом вероятность того, что рыночная стоимость выше балансовой величины достаточно велика. Тогда как отклонение же денежного потока от чистой прибыли предсказать крайне сложно, что к слову демонстрируют и данные ФГУП ВГТРК. Денежный поток может быть выше положительной чистой прибыли за счет добавления амортизации. Но при этом не должно быть ни вложений в активы, ни погашения источников финансирования, превышающих сумму амортизации. В результате, с большой долей условности можно предположить, что реальная норма дохода равна или ниже представленных в Таблице 18 среднеотраслевых значений. Что касается,

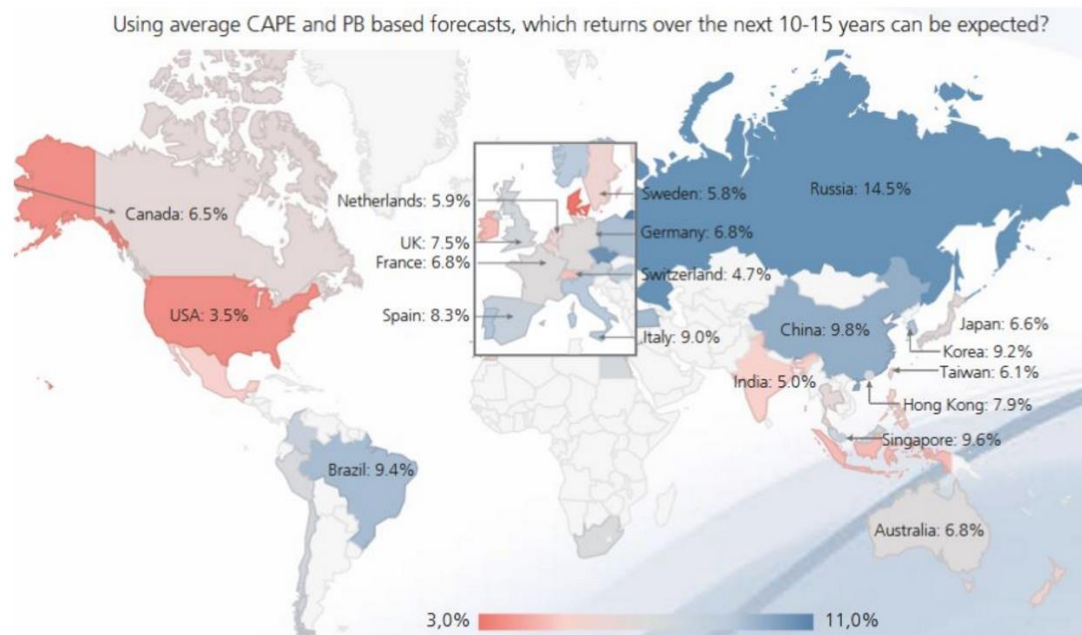
нижней границы то вероятно следует отталкиваться от доходности облигаций соответствующих сроков погашения. [44]

Таблица 18 – Ориентиры норм доходности крупных компаний телевидения и радиовещания

Показатель	2013	2014	2015	2016	Среднее по медиане	Источник
Отношение чистой прибыли к среднегодовой величине собственного капитала	9,2%	5,1%	8,8%	14,3%	9,00%	по 15 крупным телерадиокомпаниям
Бескупонная доходность государственных облигаций, 10-тилетние	7,99%	13,15%	9,56%	8,45%	9,01%	По данным ЦБ РФ
Отклонение	1,21%	-8,05%	-0,76%	5,85%	-0,01%	

Источник составлено автором с использованием [55]; [44]

Данные таблицы свидетельствуют, что только в 2016 году наши предположения имеют экономический смысл. В остальные периоды среднеотраслевая доходность, принятая за максимум незначительно больше или даже не покрывает доходности вложений без риска. К слову отраслевая доходность 2016г. в 14,3% практически совпадает с ожидаемой доходностью российского фондового рынка 14,5% по прогнозу от компании StarCapital, данному по итогам первого полугодия 2017 г. на 10-15 ближайших лет.



Источник [58]

Рисунок 5 – Ожидаемая доходность по странам мира на 10 - 15 лет

Как представляется, представленный на рисунке выше уровень доходности для оценки крупной российской компании вполне может быть использован. В то же время, очевидно, что российские компании при таком показателе доходности самые недооцененные в мире. А с учетом результатов, представленных в таблице 18, можно предложить другое решение. Так, в качестве универсального и простого в применении ориентира ставки дисконтирования вполне разумно будет предложить норму по государственным облигациям средних сроков погашения (принято 10 лет) плюс 1 процентный пункт на отличие инвестиций в обязательства государства и в капитал государственного унитарного предприятия. К тому же эта доходность умеренно выше большинства аналогичных показателей по странам, что отражает специфические риски российской экономики.

Вместе с тем, как указывалось, эти допущения не помогут оценить ФГУП ВГТРК, с точки зрения доходного способа оценки, в виду его убыточности. Единственное что можно сказать по этому поводу, так это то, что компания не может позволить иметь годовой денежный поток на собственный капитал ниже

1,5 млрд. р. (эквивалент 10% доходности). В противном случае, рыночная стоимость капитала предприятия будет ниже балансовой величины, что на наш взгляд экономически не обосновано.

Соответственно в плане реализации стоимостно - ориентированного подхода в системе финансового менеджмента государственного унитарного предприятия в рамках доходного способа оценки можно предложить внедрение целевого ориентира, а именно пороговое минимальное значение денежного потока на собственный капитал. Рассчитываться этот ориентир должен исходя из стоимости собственного капитала по бухгалтерскому балансу и безрисковой нормы доходности, в качестве которой предлагается доходность по 10-тилетним государственным облигациям, увеличенной на 1 процентный пункт по обратной формуле капитализации дохода. В нашем случае по приведенной выше информации, пороговое минимальное значение денежного потока в конце 2016 г. составит: $15,46 \times (0,09 + 0,01) = 1,55$ млрд. р. Как видно компания по итогам деятельности в 2016г. продемонстрировала худшие показатели.

Когда речь идет о подходе, основанном на затратном принципе, надо иметь в виду, что выгоды здесь реализуются исходя из представлений о вероятной продаже активов организации. При этом, в случае рассмотрения бизнеса как действующего, то есть когда его стоимость реализуется в процессе гипотетической продажи всех активов предприятия, применяется метод чистых активов. Если же говорить о прекращении деятельности компании, то используется метод ликвидационной стоимости. В этом случае учитывается и график продажи активов и затраты связанные с их реализацией, что отличает метод ликвидационной стоимости от метода чистых активов.

Суть метода чистых активов заключается в том, что все активы компании и материальные, и нематериальные, и финансовые оценивают по рыночной стоимости и суммируют. Из полученной суммы вычитают также переоцененную, либо учетную стоимость всех долговых обязательств организации, если оценка выполняется на базе собственного капитала. Итоговая

величина показывает рыночную стоимость собственного капитала коммерческой структуры. Базовой формулой в затратном подходе является:

$$\text{Собственный капитал} = \text{Сумма активов} - \text{Сумма обязательств} \quad (2)$$

Как указывалось в п.2.1 затратный способ оценки трудоемок и требует информации о характеристиках активов. В противном случае оценить стоимость невозможно. Второй узкий момент это то, что зрелая компания отличается от новой организации тем, что прошла стадию становления и закрепления на рынке. То есть собрать воедино все имеющиеся активы и начать работать не то же самое что, используя эти же активы успешно работать не один год. Этот момент хорошо описан в работах Козыря Ю.В., [23] который математически вывел и предложил расчет и учет в затратном способе оценки трех поправок на:

1. дополнительные издержки на узнавание и налаживание связей;
2. потери дохода по сравнению со зрелыми компаниями, из-за более низких цен, либо в виду не отлаженных бизнес-процессов и др.;
3. потери стоимости из-за более высоких рисков старта.

Эти поправки, рассчитанные как компенсация стоимости, добавляются к результату оценки других активов компании, что позволяет повысить объективность затратного подхода. Однако и этого не достаточно, потому что у каждой компании имеется свой уникальный неотделимый от нее нематериальный ресурс, заключенный в сотрудниках, бизнес-процессах и клиентах.

Современная экономическая мысль признает, что такой ресурс как интеллектуальный капитал компании играет если еще не всегда ведущую, то крайне важную роль в формировании ценности организации. Предпосылки столь революционных взглядов лежат в изменениях, происходящих в экономической жизни. В частности, увеличение доли услуг в ВВП, и использование достижений научно-технического прогресса в промышленности, развитие информационных технологий и рост компьютерных сетей, глобализация рынков,

нежизнеспособность иерархической системы управления и другие факторы, действительно и неизбежно ведут к переменам в экономике. [37]

Интеллектуальный капитал определяется по-разному, но чаще всего в него включают три основных элемента. Первый - человеческий капитал, или хорошо обученный персонал компании, имеющий соответствующие таланты, опыт и знания. Второй элемент структурный капитал, под которым подразумеваются процессы организации, включая и информацию, и технологии, и изобретения, и базы данных, и публикации, и многое другое, что в том числе можно запатентовать и защитить законами об авторском праве, коммерческой тайне и ноу-хау. И наконец, третий элемент – это потребительский или клиентский капитал, представляющий собой долговременные и привилегированные контакты с клиентами. Названные элементы интеллектуального капитала, к сожалению, очень сложно поддаются оценке. Как и любой нематериальный актив их трудно оценить с точки зрения затрат на создание, к тому же эти затраты обычно совсем не связаны с полезностью такого актива. Неотделимый нематериальный ресурс компании невозможно измерить рынком, так как отдельно он не передается, да и уникальность затрудняет сопоставление. Поэтому не остается ничего иного, а только брать за основу денежный поток компании. Иными словами, любая стоимостная оценка интеллектуального капитала фирмы не обходится без показателей ее дохода. При этом конкретные методики могут быть разные, например применение к денежному потоку компании коэффициента клиентского капитала (доли дохода приходящего на клиентский капитал, выведенной экспертно на основе качественных оценок). Либо есть методы прямого подсчета денежных потоков приносимых клиентами с учетом расходов на их удержание. Другая оценка исходит из идеи остаточного дохода компании, остающегося после распределения между всеми иными ресурсами предприятия. Следует отметить, что все эти методы страдают от наличия тех или иных допущений, и соответственно не лишены недостатков. С другой стороны, ничего иного пока не предложено.

В результате можно сделать следующий вывод, что если у компании нет положительных денежных потоков, то и объективная оценка ее стоимости становится невозможной, так как доходный подход не выполним, а результат затратного метода недооценен. Казалось бы, это логично, если компания терпит убытки, то наилучшее решение ее ликвидировать и распродать ее отдельные материальные и нематериальные активы, что и покажет в такой ситуации затратный подход.

Однако в данном случае, как представляется, такое решение не соответствует реальности. ФГУП ВГТРК, во-первых, государственное унитарное предприятие и наличие у него прибыли хотя и важно, но все же вторично, имея в виду задачи государства. Во-вторых, компания, очевидно, имеет лидерство по доле рынка, согласно различным замерам, у нее широкая аудитория и узнаваемость, что однозначный сигнал наличия у компании клиентов. При этом методики учитывающей стоимость элементов интеллектуального капитала в условиях отсутствия дохода, к сожалению нет. Остается надеяться только на сравнительный или рыночно - ориентированный способ оценки, в рамках которого мы можем использовать и иные финансовые показатели, такие как выручка или активы, а также что важно и нефинансовые параметры отраслевой направленности. В данном случае таким, конечно же, является аудитория, на которую распространяется телерадиовещание.

3 Применение стоимостной оценки в системе управления финансами предприятия

3.1 Рыночно – ориентированный способ оценки ФГУП ВГТРК

Сравнительный способ оценки позволяет определить наиболее вероятную стоимость бизнеса с точки зрения спроса и предложения на рынке. Метод компаний-аналогов позволяет оценить рыночную стоимость капитала организации путём непосредственного сравнения оцениваемой структуры с сопоставимыми аналогами, по которым известны цены сделок и определенный набор их характеристик. Теоретически данный способ мог бы являться основополагающим в оценке, так как он отражает точку зрения рынка, а что может быть еще более объективным. Но в случае с компанией мы имеем дело с таким абсолютно несерийным, уникальным объектом как бизнес и с таким неэффективным рынком как рынок готовых бизнесов.

Сравнительный подход может быть выполнен на основе либо индивидуальной проработки небольшого числа аналогичных компаний, либо на базе массива компаний. Последние требуют действительно большого количества данных, которые затем обрабатываются методами статистического анализа. К так называемым обобщенным методам оценки относят метод отраслевых коэффициентов (среднеотраслевых зависимостей между стоимостью и каким-либо показателем) и метод корреляционно - регрессионного анализа.

К сожалению, информационная база для реализации указанных методов фактически отсутствует. В качестве примера, по данным ресурса Слияния и поглощения в России [54] за период с 2009 по 2014 г. было найдено только 2 объекта соответствующей отраслевой принадлежности, оба в 2014 г. Один отраслевой коэффициент, равный одной величине выручки относился к производителю телевизионного контента. Другой коэффициент равный четырем размерам выручки относился к радиостанции. С такой информационной базой, как представляется, объективная оценка будет затруднена по причинам:

1. Указанные коэффициенты не являются среднеотраслевыми, а относятся к конкретным компаниям;
2. Среди этих компаний нет организации телерадиовещания;
3. Два источника данных недостаточно;
4. Один мультипликатор недостаточен;
5. Разница между значениями мультипликаторов, четырехкратна, что существенно.

Что касается методов компаний–аналогов, то они подразумевают два основных способа оценки: метод рынка капиталов и метод сделок. Данные методы по процедуре практически идентичны друг другу, отличает их лишь источник исходной информации, и соответственно, качество результата оценки. Метод рынка капитала базируется на информации о так называемых регулярных котировках, или сделках с пакетами акций аналогичных коммерческих структур на биржевом, либо внебиржевом рынке, и, следовательно, определяет стоимость компании по цене малого (миноритарного) пакета, что требует введения корректировок. Метод сделок основан на информации о прямой продаже организаций, то есть речь идет о сделках с контрольными (мажоритарными) долями. Очевидно, что акция или иной единичный показатель малой доли должна стоить дешевле, чем акция пакета контрольного. Отличие стоимостей миноритарной и мажоритарной доли должно корректироваться на фактор контроля над бизнесом и фактор ликвидности. [41]

Соответствующий образец компании-аналога отбирается на основании критерия сравнимости. Идеальными компаниями-аналогами считаются те, которые удовлетворяют одновременно всем перечисленным ниже условиям:

- а) действуют в той же отрасли, что и оцениваемая организация;
- б) ведут схожие финансовые операции;
- в) имеют сравнимую номенклатуру продуктов или услуг;
- г) компании близки по размеру;
- д) находятся примерно на одинаковых стадиях жизненного цикла и т.п.
- е) компании подвержены влиянию идентичных экономических факторов;

Обычно требуется не менее 5 таких аналогов для составления адекватной базы данных, с целью ее использования в сравнительном подходе. Для каждой компании – аналога, рассчитывается несколько стоимостных индикаторов (или ценовых мультипликаторов). Наиболее распространены ценовые мультипликаторы: «цена компании / выручка», «цена компании / денежный поток», «цена компании / стоимость чистых активов» и др. После того, как данные показатели будут рассчитаны для каждой компании-аналога, на основе анализа рисков и финансовых характеристик подбирается подходящий мультипликатор, который применяется к соответствующей финансовой информации оцениваемого бизнеса. В результате применения мультипликатора к финансовым показателям оцениваемой организации появляется предварительная оценка ее рыночной стоимости. Эта предварительная стоимость должна быть скорректирована в зависимости от ряда факторов, основными из которых являются наличие у коммерческой структуры в сравнении с аналогами избыточных активов, излишка или дефицита собственного оборотного капитала и др.

Для иллюстрации возможности применения сравнительного подхода для ФГУП ВГТРК, была исследована база данных, полученная по подписке на ресурсе «Слияния и поглощения в России». [54] Период исследования 2014 - 2017г. рассматривались только компании сферы СМИ. Следует отметить, что телерадиовещательных компаний представлено совсем незначительное количество. При этом все они не сопоставимы с ФГУП ВГТРК, и в первую очередь по масштабу деятельности, хотя имеют место и другие существенные отличия. Кроме того, очевидно, что информации в представленной базе для оценки стоимости с точки зрения рынка недостаточно. Так, из 24 позиций только у 15 имеется стоимость. [Приложение Ж] Из них стоимость можно сопоставить с выручкой всего в 3-х случаях, а с аудиторией дополнительно еще в 4-х случаях. Итого 7 условных аналогов с мультипликаторами, в числе которых только 3 телеканала, один из которых иностранный. [Приложение З] Два остальных телеканала не только основаны на слабо подтвержденных

данных, но и, к сожалению, дают практически 1000-кратный разброс мультипликатора, как показано в таблице 19.

Таблица 19 – Информация для оценки ФГУП ВГТРК методом сделок

№	Детализация	Цена, руб.	Цена / Выручка , раз	Цена / Аудитор ия, раз	Комментарии
1	ВВС America // Телевидение, кабельное и спутниковое	7 145 420 000		89 - 91	Иностранная компания, доля 50%
2	Шансон // Радио	5 052 950 000	0,57	723	Радиокомпания, выручка определена ориентировочно. Тем не менее, можно принять как ориентир стоимости, доля 100%
3	Муз-ТВ кабельный музык-й ТВ канал с 1996г.// Телеканал	2 800 000 000	10,37	6 667	В стоимости компании 1,5 млрд. руб. (54%) обязательства. В информации отмечалось, что с учетом этого цена слишком высока, доля 100%.
4	ТВ канал «Живи», с 2008г. // Телекомпания	37 453 000	0,31	7	Указана стоимость, желаемая владельцами против фактической суммы сделки, которая еще ниже, дело в суде, доля 100%
5	Ам.ру (автоклассифайд), с 2008г // Сайт	569 518 000		1 102	Сайт, на стадии снижения интереса, доля 100%
6	Auto.ru //Сайт	56 951 800 000		9 653	Сайт, лидер среди аналогов, доля 100%
7	Овкусе.ру // Сайт	421 285 200		94	Сайт, с меньшими возможностями заработка на рекламе, в сравнении сайтами продаж, доля 100%

Источник составлено автором с использованием [54]

Данные таблицы 19 свидетельствуют, что ориентир Цена/аудитория выглядит крайне ненадежно, в виду сильного разброса значения показателя. Возможно, одной из причин является разница в подсчетах аудитории. Определенный интерес представляет аналог № 1, так как аудитория

американского телеканала порядка 80 млн. чел. сопоставима с ФГУП ВГТРК. Однако мультипликатор порядка 90 руб./ед., при, допустим, 120-миллионной аудитории дает всего 10,8 млрд. рублей, что на 30% ниже балансовой стоимости собственного капитала унитарного предприятия.

Мультипликатор к выручке, за исключением экстремального значения, выглядит более стабильно и составляет в среднем 0,44 (средняя между 0,57 и 0,31, оба мультипликатора на 2015 г.), что дает стоимость предприятия по методу сделок 23,16 млрд. р. с учетом соответствующих контроля и ликвидности.

Следует отметить, что, несмотря на полученную оценку, ее надежность и объективность остается под вопросом, так как удалось найти всего два аналога и рассчитать по ним только один, относительно надежный мультипликатор, что немного.

Не лучшим образом обстоят дела и с информацией биржевого рынка.

Сектор: МЕДИА

Ср.дн.объем от: 0

Капитализация от: 0

Ср.дн.объем до:

Капитализация до:

Собственность: Любая

Рынок: Любой

Котировки акций ММВБ

№	Время	Название	Тикер	Цена, посл	Изм, %	Объем, млн руб ↓	1 нед, %	1 м, %	ytd, %	Капит-я млрд руб	Капит-я млрд \$
1	18:45:26	РБК ао	RBCM	5.12	+1.79%	1.67	+0.5%	+12.3%	-11.3%	1.87	0.03
2	18:16:58	МедиаВим	MGVM	0.59	0%	0.04	0	-0.8%	-24.4%	0.03	0.00
3	17:05:55	Медиахолд	ODVA	0.1615	0%	0.01	+1.3%	-10.8%	-13.6%	0.11	0.00

Источник [47]

Рисунок 6 – Котировки компаний, выбранных по отраслевому признаку

По отраслевому признаку было найдено всего три компании, из которых внимание заслуживает лишь АО «РБК». Во-первых, акционерное общество

ближе всех по капитализации по отношению к исследуемому предприятию, во-вторых, активнее других торгуется и имеет сведения об отчетных показателях, позволяющие рассчитывать стоимостные мультипликаторы, что видно на рисунке 6.

Следует отметить, что финансовое состояние компании - аналога не лучше, чем у ФГУП ВГТРК. Так, АО «РБК» имеет низкую рентабельность продаж, либо терпит убытки, а его чистые активы отрицательны, в виду чего у акционерного общества дефицит собственных оборотных средств и низкая финансовая устойчивость. Тем не менее, это не мешает компании успешно котироваться на биржевых торгах и иметь рыночную капитализацию, значительно превышающую ее балансовую стоимость. Попытаемся провести оценку унитарного предприятия по имеющимся данным АО «РБК»

Таблица 20 – Рыночная стоимость ФГУП ВГТРК методом рынка капитала

Показатели	2015	2016	2017	в среднем
Выручка, АО «РБК», млрд. р.	5,09	5,58	5,93	
Активы, АО «РБК», млрд. р.	-	3,87	3,82	
Капитализация, АО «РБК», млрд. р.	1,72	2,81	1,87	
Мультипликатор Цена/Выручка (P/S), раз	0,34	0,50	0,32	0,39
Мультипликатор Цена/Активы (P/A), раз	-	0,73	0,49	0,61
Выручка ФГУП ВГТРК, млрд. р. (с учетом государственных субсидий)		52,63		
Активы ФГУП ВГТРК, млрд. р.		51,63		
Стоимость ФГУП ВГТРК по P/S, млрд. р.		20,29		
Стоимость ФГУП ВГТРК по P/A, млрд. р.		31,40		
Стоимость ФГУП ВГТРК, в среднем, млрд. р.		25,85		
Надбавка за контроль, K=0,6, млрд. р.		43,08		
Скидка за низкую ликвидность, K=1,35, млрд. р.		31,91		
Балансовая стоимость собственного капитала ФГУП ВГТРК, млрд. р.		15,46		
Коэффициент Рыночная/Балансовая стоимость собственного капитала ФГУП ВГТРК, раз		2,06		

Источник составлено автором с использованием [42]; [47]

Метод компании аналога предполагает, что оценка целой компании исходит из стоимости малой доли. Как видно на рисунке 6 в данном случае доля составляет всего 0,1% (1,67 / 1870). Это означает, что стоимость 25,85 млрд. р. не учитывает контрольный, с одной стороны, и низко ликвидный, с

другой, характер мажоритарной доли унитарного предприятия. Соответственно было сделано две поправки. Одна повышающая коррекция на контроль, с минимально возможной долей контроля, учитывая объем торгов, 0,6. [5] Другая корректировка, действующая в обратном направлении, скидка на низкую ликвидность принята на основании средней величины диапазона, достигающего 70%, то есть 1,35. [57]

Итак, стоимость ФГУП ВГТРК по методу рынка капитала составила 31,91 млрд. руб., что в 2 раза выше стоимости собственного капитала унитарного предприятия в бухгалтерском учете.

Надежность и объективность полученной стоимости, как в предыдущих случаях, оставляет желать лучшего. Основная причина видится в недостатке информации. Один аналог и всего два мультипликатора, к тому же построенных на показателях исключая влияние структуры, как активов, так и продаж, это весьма незначительная информация. Да и в целом можно ли говорить, что у ФГУП ВГТРК есть аналоги. Субъективизма добавляет необходимость внесения, по сути, экспертных значений поправок на контроль и низкую ликвидность.

В результате исследования, можно заключить, что представленная выше оценка ФГУП ВГТРК, хоть и не характеризуется высокой надежностью, но все же практически выполнима. Стоимость собственного капитала компании по рынку оценивается нами в диапазоне 23 – 32 млрд. руб. или в среднем 27,5 млрд. руб., что составляет 1,8 к балансовой стоимости. На наш взгляд это достаточно взвешенная оценка, так как мультипликаторы, превышающие выручку, как представляется, не соответствуют реалиям, равно как и показатели дающие стоимость ниже величины чистых активов предприятия. Что касается методов оценки, то у сравнительного способа имеется явное преимущество в виду более широких возможностей в использовании параметров компании, чем не отличаются ценностно-ориентированные доходный и затратный подходы. Вместе с тем, очевидно, что рыночно - ориентированный способ оценки нуждается в достаточном количестве

открытой и достоверной рыночной информации. Такая ситуация приводит к выводу, что стоимостно – ориентированный подход в системе финансового менеджмента унитарного предприятия лучше применять локально, например к отдельным бизнес - проектам, но не для управления финансами компании в целом. К тому же у собственника в лице государства, мотивация несколько отличается от мотивации частного инвестора или акционера. Существенная разница в том, что для государства обеспечение прибыльной деятельности важно, но все же вторично по отношению к решению целей и задач, ради которых унитарное предприятие было создано.

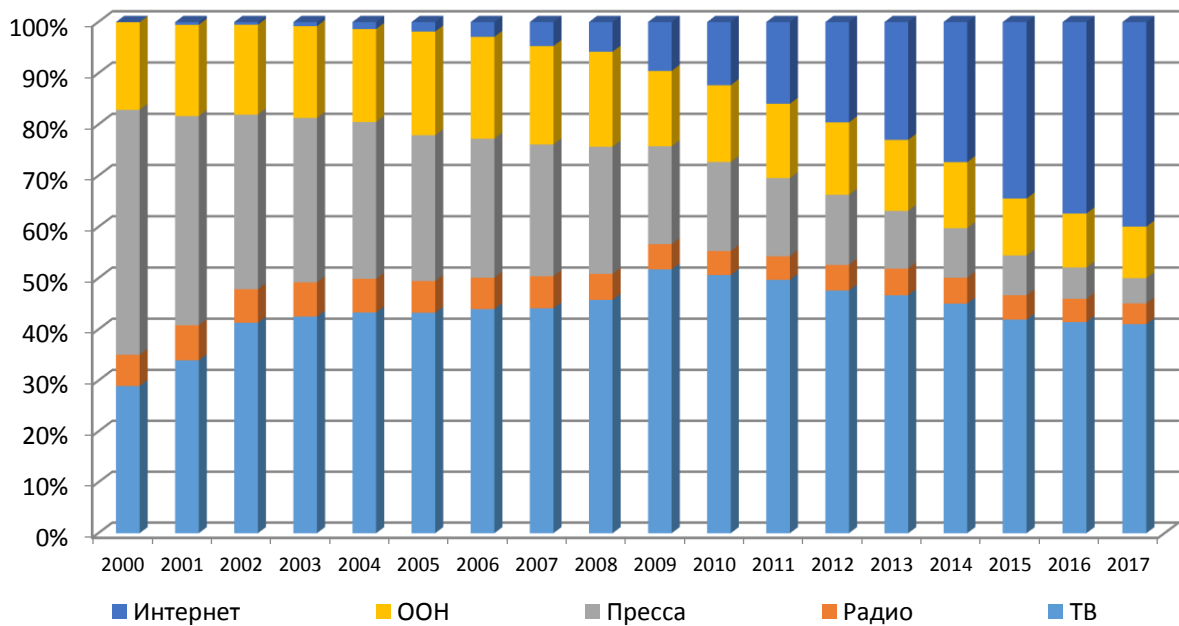
Далее будут представлены два проекта филиала ФГУП ВГТРК - ГТРК «Владивосток», один из которых направлен на экономию затрат, другой на развитие перспективного направления основной деятельности.

3.2 Оценка эффективности проекта по развитию интернет-телеканала «Восток 24»

В 2017 году общий объем рекламного рынка (без учета наружной рекламы) составил более 416,5 миллиардов рублей, которые распределялись следующим образом:

- Телевидение — 170,9 млрд. р. (41%)
- Радио — 16,9 млрд. р. (4%)
- Печатные СМИ — 20,5 млрд. р. (5%)
- Out of Home (наружная и т. п. реклама) — 41,9 млрд. р.(10%)
- Интернет — 166,3 млрд. р. (40%)

Структура рекламного рынка в России 2000-2017 гг.

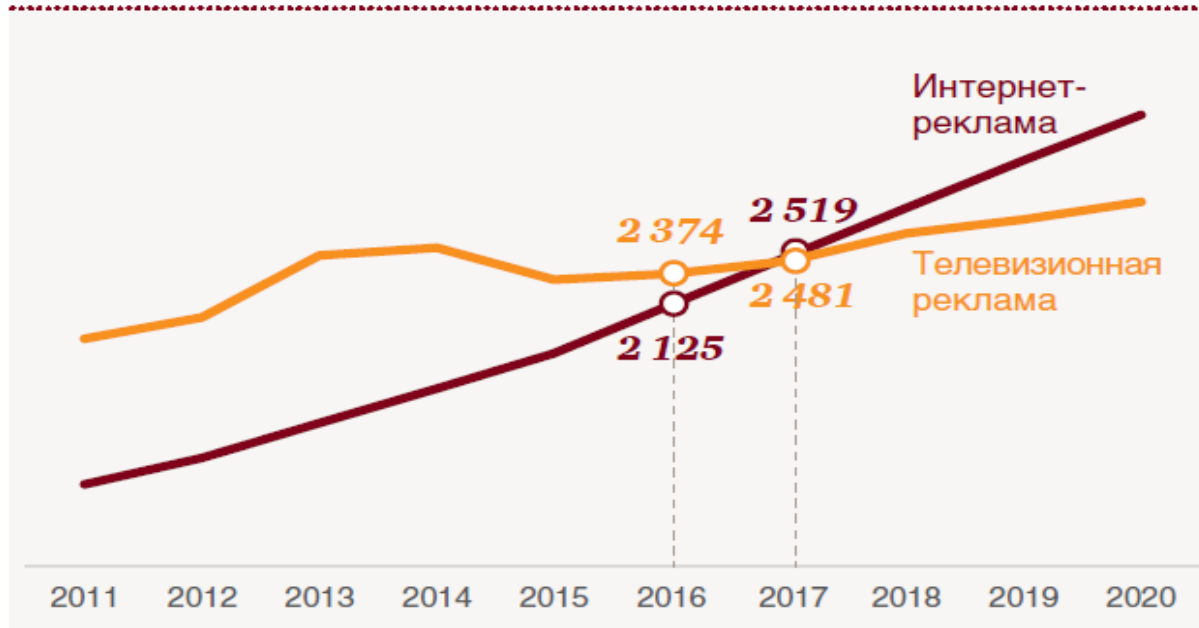


Источник: составлено автором на основе [51]

Рисунок 7 – Структура рекламного рынка в России 2000-2017гг.

Как видно, Россия находится в рамках общемировых трендов, когда телевидение и печатные СМИ, еще недавно, являясь безоговорочными лидерами медиарынка, постепенно сдают позиции Интернету. Причем, как видно на рисунке 7 пресса теряет долю рынка быстрее телевидения и сегодня это всего 5% вместо 48% в 2000 году (в глобальном рынке около 15%). Телевидение, в свою очередь, практически сравнялось с интернетом по объемам рекламы 41% и 40% соответственно (в глобальном рынке цифровой маркетинг примерно 38%, а телевидение 36%) и к 2020г. ожидается, что доля телевидения в рекламе будет уступать, как показано на рисунке 8.

Развитие сегментов интернет-рекламы и телевизионной рекламы в 2011–2020 гг. (млн долл.США)



Источник: [43]

Рисунок 8 – Перспективы рынка интернет – рекламы в России

В целом, за период с 2000 по 2017 гг. объем рекламного рынка в России вырос без малого в 20 раз. Падение рынка в целом было зафиксировано лишь в 2009г. и в 2015 г. на 28% и 8% соответственно. [Приложение И] Но даже в эти годы темп роста рекламы в сети интернет сохранял позитивную динамику (+19% и +16% соответственно). В целом до 2020 года ожидаемый прогнозный среднегодовой темп роста рекламного рынка составит уровне 6,3%, что достаточно высоко. Однако интернет является самым динамично развивающимся медиа внутри сегмента, поскольку рост его объемов в России на период до 2020 года прогнозируется со среднегодовым темпом 16,2%. Тот же прогноз по рынку рекламы на телевидении всего 4,9%, а печатные СМИ и радио, как предполагается, будут неуклонно терять долю. [43]

Следует отметить, что внутри самого интернета происходят определенные тенденции. Так, например, в мире в 2017г. доля mobile (просмотр

контента с мобильных устройств) в интернет – рекламе уже превысила 50%, уменьшив тем самым влияние desktop (просмотр контента на компьютерах).

Кроме того, переход в интернет меняет и саму модель продаж медийного бизнеса. По оценкам специалистов в обозримом будущем в мире доходы от рекламы уступят место доходам от подписки, на рынок которой выходят уже не только СМИ, но и различные сервисы и даже крупные производители техники. В России стратегии перехода от рекламной модели на подписную модель успешно апробирует телеканал «Дождь».

В этой связи ФГУП ВГТРК и ее Приморский филиал также планируют усиление своих позиций в сети Интернет. В качестве такого наиболее перспективного проекта для ГТРК «Владивосток» выступает создание круглосуточного информационно-публицистического интернет - телеканала «Восток 24», который во всех аспектах освещал бы реализацию государственной политики по развитию крупнейшего федерального округа, обеспечил бы жителей самого удаленного региона важной и нужной информацией о социально-экономической ситуации на Дальнем Востоке.

Необходимость столь широкого освещения различных тем вызвана приданием ДВФО статуса региона с опережающим экономическим развитием, возросшим интересом жителей центральных регионов страны и иностранных резидентов к Дальнему Востоку. Создание единого межрегионального канала «Восток 24» будет способствовать усилению экономической, туристической, социально – культурной привлекательности Дальнего Востока. Кроме того, существует необходимость интеграции в единое информационное пространство всех субъектов ДВФО, географически весьма удаленных друг от друга.

Важно отметить, что так называемый технический охват вещания не ограничен какой-либо целевой группой, поскольку распространение контента не только посредством кабельных сетей, а и через глобальную сеть Интернет позволяет подключаться к каналу в любом месте независимо от местонахождения.

И, наконец, с учетом динамично меняющейся внешней среды, существует вероятность того, что подобный проект будет реализован сторонней компанией. Это приведет к потере возможных доходов и оттоку аудитории, в то время как реализация проекта внутри ВГТРК будет способствовать укреплению ее имиджа, а также укреплению взаимоотношений филиала ГТРК «Владивосток» с другими филиалами ДВФО. Соответственно создание канала это путь к усилению позиций всех региональных филиалов ВГТРК в ДВФО среди местных СМИ и привлечению внимания именно к ФГУП ВГТРК.

Рассмотрим данный проект с точки зрения финансово-экономических показателей.

1. Доходная часть формируется от размещения рекламы в рамках сетки вещания. Основные виды программ в сетке вещания интернет - ТВ - канала «Восток 24» это:

1. Информационно-публицистические (выпуски новостей, специальные репортажи, интервью, документальные фильмы и др.) - занимают основное время вещания до 75% эфирного времени;

2. Культурно-просветительские (трансляция событий, программы о культуре, природе, живые творческие встречи) – около 12,5%;

3. Информационно - графические рубрики (факты, цифры, анонсы) - графическая информация, которая лучше воспринимается благодаря визуализации. Является основой для «бесшовного перехода» перехода между основными программами эфира – около 12,5%.

Эфирную сетку интернет - телеканала составляют преимущественно оригинальные проекты дальневосточных филиалов ВГТРК. Для наполнения сетки канала необходимо регулярное получение от дальневосточных ГТРК телевизионной продукции следующего типа:

1. Выпуск региональных вестей — главная информационная программа региональной ГТРК.

2. Интервью

- протокольное интервью — диалог с официальным лицом высокого ранга (губернатор, вице-губернатор, министры, начальники департаментов);

- информационное интервью — получение сведений из разных сфер жизни общества, информация о том, что полезно и нужно знать резидентам региона для улучшения качества жизни. Этот тип интервью затрагивает и событийную проблематику региона (актуальное обсуждение текущей проблемы, события, происшествия региона);

- интервью-опрос или анкета - блиц-опрос жителей региона по определенной теме, который записывается вне студии (мнения о важном событии в регионе, мире, городе);

- интервью-дискуссии и интервью-портреты. Возможны в эфире в зависимости от текущей социально-экономической и политической конъюнктуры в конкретный период, а также при наличии потребности общества получить особые сведения о «герое дня».

3. Специальные репортажи — симбиоз новостного репортажа и/или расследования. При этом под расследованием понимается не разоблачение проступков героев, а освещение (исследование) темы, выходящей за рамки обычного новостного сюжета.

4. Публицистические программы (документальные фильмы) при наличии производства подобного жанра в филиале ГТРК.

5. Рубрики (экономика, туризм, технология жилья и др.)

В качестве партнеров по распространению продукта создаваемого канала планируется привлечь операторов кабельных сетей в Приморском крае таких как «Владлинк», «Альянстелеком», «Редком-Регион», «Ростелеком», «Подряд» и других. Кроме операторов кабельных сетей Приморского края планируется привлечь к сотрудничеству операторов всех субъектов ДВФО.

Как уже указывалось, реализация интернет - ТВ - канала предусматривает размещение рекламных материалов. Рекламные возможности круглосуточного канала, реализуемого посредством кабельного вещания и сети интернет достаточно широки. Здесь и размещение рекламных роликов, и

производство и размещение рекламных сюжетов в информационных программах, спонсорство программ, и разработка собственного продукта под партнера (ток-шоу, линейной программы, межпрограммного проекта).

Запуск проекта планируется с 01 августа 2018 г. Доходы от рекламы в августе - сентябре ожидаются на уровне 150 тысяч рублей в месяц. Далее предусматривается, что доходы будут расти с ежегодным темпом 10%, что соответствует общероссийскому прогнозу, приведенному выше. Причем в четвертом квартале 2018 г. 10% рост доходов является квартальным. В периоде за горизонтом трехлетнего прогноза, предусмотрен долгосрочный темп роста на уровне одной десятой нормы дохода проекта (стоимости капитала).

Таблица 21 – Выручка ГТРК «Владивосток» в связи с проектом создания и развития интернет – телеканала «Восток 24»

Период	Общая сумма оплаты за услуги за период, руб.	Общая сумма оплаты за услуги за месяц, руб.
1 квартал 2018 год	-	-
2 квартал 2018 год	-	-
3 квартал 2018 год	300 000	150 000
4 квартал 2018 год	495 000	165 000
Всего за 2018 год	795 000	159 000
Всего за 2019 год	2 178 000	181 500
Всего за 2020 год	2 395 800	199 650

Источник составлено автором

2. Расходная часть формируется исходя из того, что стационарной площадкой канала «Восток 24» является производственно-техническая база ГТРК «Владивосток».

Технологическую платформу дальневосточного ИТК запланировано сформировать на базе отдела интернет - вещания ГТРК «Владивосток». Процесс предполагает формирование плейлиста из контента дальневосточных филиалов ВГТРК администратором канала, а также подачу выхода эфирной аппаратной на вход станции формирования потока, размещенной на технической платформе ГТРК «Владивосток». Сформированный поток

передается на сервер ретрансляции, который доступен для просмотра по настраиваемой ссылке из любой точки мира и позволяет осуществлять просмотр сформированной программы на сайте ГТРК «Владивосток» или по ссылкам для мобильных устройств.

Видео для станции предполагается брать из нескольких источников:

1. Собственные готовые сюжеты и программы в виде видеофайлов выгружаются в определенную папку собственных материалов для последующей загрузки на станцию формирования IP видеопотока.

2. Материалы, получаемые через FTP-сервер от внешних контрагентов других регионов в виде видеофайлов, проверяются редактором и выгружаются в определенную папку региональных материалов для последующей загрузки на станцию формирования IP видеопотока.

3. Рекламные материалы (видеоролики и блоки в виде видеофайлов) выгружаются в определенную папку рекламных материалов для последующей загрузки на станцию формирования IP видеопотока.

Полученные материалы в виде видеофайлов загружаются на сервер и прописываются в плейлисте для воспроизведения. Предполагается, что все загружаемые на станцию видеоматериалы будут иметь необходимые титры и графику.

Для осуществления включения выпусков прямого эфира ГТРК в программе в ручном режиме выбирается в качестве источника видеовход сервера, на который подается видеосигнал из аппаратной эфира.

Предполагается осуществлять трансляции в SD качестве (с возможностью увеличения потока до Full HD, при наличии контента соответствующего качества) и с поддержкой просмотра на мобильных устройствах.

Для реализации проекта необходимо следующее материальное обеспечение:

- станция формирования IP потока с программным обеспечением, работающим по плейлисту (строится на базе мощного компьютера i7 и платой

видеозахвата SDI потока) стоимостью 300 000 рублей и сроком полезного использования 10 лет;

- интернет подключение для загрузки материалов от регионов и трансляции потока на сервер ретрансляции, лицензия на регистрацию стоимостью 20 000 рублей;

- сервер ретрансляции с необходимым аппаратно - программным обеспечением и широким интернет - каналом для обеспечения множественных клиентских подключений (арендуется у партнеров за 35 000 рублей в месяц или 420 000 рублей в год).

Творческий и инженерно-технический персонал входит в штатное расписание ГТРК «Владивосток». Работа по проекту будет осуществляться в рамках внутреннего совмещения с использованием потенциала имеющихся вакантных должностей. Иными словами компания будет изыскивать внутренние скрытые резервы для работы над проектом в рамках штатной численности сотрудников без изменений, путем перераспределения обязанностей между существующими работниками. Поскольку нагрузка на людей увеличится, предусматривается доплата в процентном соотношении.

Таблица 22 – Расчет занятости сотрудников ГТРК «Владивосток» в работе над проектом создания и развития интернет – телеканала «Восток 24»

Наименование штатной должности	Зарботная плата работника, рублей в месяц	Процент занятости в реализации проекта / количество часов на человека в месяц	Оплата труда работника за участие в реализации проекта, рублей в месяц	Кол-во месяцев участия работника в реализации проекта	Общая сумма оплаты труда, рублей в год
Заместитель начальника службы информации ТВ и РВ	70 000	0,30 /48	21 000	12	252 000
Шеф-редактор	45 000	0,30 /48	13 500	12	162 000
Начальник отдела информационных технологий	70 000	0,20 /32	14 000	12	168 000

Руководитель группы интернет вещания	45 000	0,20 /32	9 000	12	108 000
Режиссер	45 000	0,10 /16	4 500	12	54 000
Режиссер (работа с архивом)	30 000	0,30 /48	9 000	12	108 000
Монтажер	35 000	0,30 /48	10 500	12	126 000
Итого:					978 000
НДФЛ и страховые взносы на фонд оплаты труда					0,302
Сумма страховых взносов					295 356
Накладные расходы от фонда оплаты труда					0,300
Сумма накладных расходов					293 400

Источник составлено автором

Определив основные расходы и денежный поток на собственный капитал, исходя из соответствующих прогнозных данных, можно построить расчет чистой приведенной стоимости проекта, которая и будет являться критерием эффективности или неэффективности проекта.

Следует отметить, что риски рассматриваемого проекта в принципе не высоки, так как инвестиции составляют всего 320 тысяч рублей, что должно окупиться достаточно быстро. При этом потоки доходов запланированы по вполне реалистичному сценарию и учитывают умеренный рост показателей. В этой связи приведенный ниже расчет проекта осуществлен по минимальной, как нам представляется, норме дохода равной 10 % (вопрос о возможных размерах ставок обсуждался в параграфе 2.3 работы).

Таблица 22 – Расчет стоимости проекта создания и развития интернет – телеканала «Восток 24» при заданной норме отдачи на капитал

Период		2018	2019	2020	Период за горизонтом прогноза
Выручка от услуг, руб.		795 000	2 178 000	2 395 800	
Затраты:					
Зарплата с начислениями, руб.		1 273 356	1 273 356	1 273 356	

Накладные расходы, руб.		293 400	293 400	293 400	
Аренда оборудования, руб.		175 000	420 000	420 000	
Всего расходы, руб.		1 741 756	1 986 756	1 986 756	
Итого финансовый результат, руб.		-946 756	191 244	409 044	
Налог на прибыль из расчета 20%, руб.		0	38 249	81 809	
Амортизация (линейный метод 10% в год), руб.		12 500	30 000	30 000	
Рост собственного оборотного капитала при условии 30 дневной потребности, руб.		65 342	113 671	83 244	
Капитальные вложения, руб.		320 000			
Рост долгосрочных заимствований, руб.		0	0	0	0
Денежный поток, руб.		-1 319 598	69 324	273 991	3 074 792
Риск получения, в %	10,00%	0,9091	0,8264	0,7513	0,7513
Чистая приведенная стоимость (NPV) проекта, руб.	1 373 648	-1 199 635	57 293	205 854	2 310 137

Источник составлено автором

Как видно из таблицы проект при такой величине стоимости капитала является достаточно выгодным, его стоимость положительна и превышает инвестиции в 4,3 раза. Соответственно при более высокой стоимости привлечения капитала NPV проекта будет снижаться. Пороговое значение при прочих равных условиях или внутренняя норма дохода (IRR) проекта равна 20%, что вполне привлекательно для инвестирования в текущих экономических условиях. При этой ставке показатель NPV, как известно, равен нулю. Вместе с тем интуитивное определение достаточности, либо недостаточности стоимости инвестиционных ресурсов, как представляется основная трудность применения стоимостно – ориентированного подхода в финансовом менеджменте в рамках нетипичного проекта. Отсутствие рыночных (независимых, внешних) критериев оценки не позволяет делать однозначные выводы об эффективности управления финансами проекта, и как следствие предприятия в целом. Поэтому в данной ситуации можно лишь предложить установить такой критерий экспертно, на основе стоимости капитала, инвестируемого в другие направления. В идеале они должны быть аналогичны по сфере приложения капитала и соответственно риску, в

противном случае придется опираться на доходность совершенно иных инструментов, что не всегда оправдано.

Надо сказать, что, как будет показано ниже, проблемы «угадывания» величины критерия эффективности не существует в управлении финансами проекта, для которого есть рынок и соответственно существуют независимые рыночные данные.

3.3 Стоимостной подход в управлении непрофильными активами ГТРК «Владивосток»

Рыночные отношения требуют от унитарных предприятий не только повышения общей эффективности деятельности, но и рационального использования закрепленного за ними на праве хозяйственного ведения государственного имущества. Поэтому не менее значимым проектом Филиала ФГУП ВГТРК «ГТРК «Владивосток» является управление непрофильными активами в составе:

1. Земельный участок 25:28:050089:10, категория земель: земли населенных пунктов, разрешенное использование: для строительства и дальнейшей эксплуатации киносъёмочной базы, общей площадью 27359 кв. м, местонахождение установлено относительно ориентира, расположенного за пределами участка. Ориентир мыс Крутой (бухта Лазурная). Участок находится примерно в 4522 от ориентира по направлению на юго-запад. Адрес ориентира Приморский край, г. Владивосток, бухта Лазурная.

2. Здание незавершенное строительством киносъёмочной базы, площадь застройки 1043,8 кв. м (четырёхэтажное с техническим этажом и подвалом), готовность 51%, адрес: Приморский край, г. Владивосток, бухта Лазурная, 33 (основное здание).

3. Двухэтажное здание базы отдыха 251,4 кв м, адрес: Приморский край, г. Владивосток, бухта Лазурная, 33 (вспомогательное здание).

Филиал ФГУП ВГТРК «ГТРК «Владивосток» ежегодно несет затраты в размере 1,5 млн. рублей связанные с содержанием указанных объектов

недвижимости, не извлекая доход, что непосредственно отражается на финансовых результатах деятельности унитарного предприятия. Будучи незавершенным, основное здание не используется и постепенно приходит в негодность. Поэтому в работе предлагается разработка варианта наиболее эффективного использования указанных активов, который должен учитывать их коммерческий потенциал, не игнорируя при этом имеющиеся ограничения, как финансового, так и нормативно - правового характера.

В свою очередь разработка эффективного варианта использования возможна только на базе стоимостно - ориентированного подхода. Иными словами наилучшим вариантом эксплуатации земельного участка будет являться законодательно, физически и финансово возможный проект, при котором стоимость этого участка будет максимальной и естественно будет выше стоимости продажи аналогичных свободных участков. Анализ наилучшего использования земли обычно предшествует исследованию окружения и экономической целесообразности того или иного типа застройки. Соответствующий вариант использования в обязательном порядке должен учитывать все эти моменты.

С точки зрения окружения объект недвижимости находится на побережье Уссурийского залива, в курортной экономико-планировочной зоне Владивостока в 4522 м по направлению на юго-запад по побережью от м. Крутой (бухта Лазурная). Недвижимость не слишком удалена от центральных районов города, ориентировочное расстояние 25 км, которое можно преодолеть как на личном, так и на общественном транспорте по автодороге федерального значения. [Приложение К] Исследуемый земельный участок входит в территориальную зону объектов отдыха, спорта, туризма и развлечений (Р-2). Поэтому значительные площади, как самого участка, так и соседних земель заняты лесным массивом. Немногочисленная окружающая застройка – в основном объекты рекреационного назначения, ведомственные и вневедомственные дома отдыха, пансионаты и т.п. Участок расположен поблизости от морского побережья. Все это свидетельствует о том, что

дальнейшее развитие местоположения возможно и целесообразно в рекреационных целях.

Учитывая, что земельный участок застроен, следующий вопрос, на который необходимо ответить, каким образом может использоваться участок с существующими на нем улучшениями. В одном случае это прямо следует из наименования объекта, речь о небольшом двухэтажном деревянном здании базы отдыха, выполняющем вспомогательные функции. В другом случае, речь о четырехэтажном капитальном объекте с техническим этажом и подвалом, который конструктивно так же подходит для размещения туристов или гостей, правда является завершенным всего на 51%. Соответственно имеющаяся застройка способствует заявленным для свободного участка рекреационным целям, с учетом его местоположения и окружения.

Рыночная ситуация также свидетельствует, что объекты рекреационного назначения вполне востребованы. Причем капитальная недвижимость может использоваться в качестве круглогодичной гостиницы, пансионата или базы отдыха. Рынок коллективных средств размещения (далее по тексту КСР) в последние годы растет экстенсивно, причем достаточно высокими темпами, так за период с 2000- по 2016 гг., количество КСР утроилось. В частности, в 2014 г. по данным Росстата в России было 15 590 гостиниц, пансионатов и баз отдыха, из них 10 714 гостиницы, в совокупности номерной фонд всех КСР составил 670 762 единиц. В 2015 г. было зафиксировано уже 20 136 коллективных средств размещения, в том числе 13 958 гостиниц или совокупно 771 тысяча номеров. При этом как очевидно, прирост осуществлялся за счет небольших объектов (на единицу прироста места размещения приходилось 22 единицы прироста номеров). В 2016 году рост продолжился, и количество средств размещения составило 24 191, в том числе гостиниц 14 948. В 2016 г. объем российского рынка гостиничных услуг (с учетом выручки от деятельности ресторанов и баров в составе гостиничных комплексов) составил больше 110 млрд. рублей. Следует сказать, что, по данным профессиональных операторов рынка, Росстат не учитывает множество небольших средств размещения,

хостелы, апартаменты, а соответственно номерной фонд может быть и больше официальных цифр. Тем не менее, считается, что Россия отстает от европейских стран по коэффициенту номеров на 1000 жителей в 2 – 4 раза. А это означает, что потенциал спроса на средства размещения имеется. Тем более такая ситуация актуальна для Владивостока, который в последнее время в виду либерализации визового режима пользуется неизменной популярностью со стороны иностранных туристов, а благодаря возможностям морского отдыха Владивосток не обойден вниманием и российских туристов. По данным Ростуризма за 2016 г. в Приморском крае во всех КСР (по тем же данным около 40 тысяч ед.) было размещено более 1 млн. человек или 41% от общего числа в ДВФО. Недаром в крае инициировано ряд масштабных проектов, наиболее известные из которых, развитие развлекательно-туристического комплекса игровой зоны, строящиеся для обслуживания высоких гостей всевозможных международных форумов пятизвездочные отели Hyatt, и предназначенная для круглогодичного оздоровительного отдыха пятизвездочная гостиница на 182 номера в пос. Славянка Хасанского района Приморского края.

Прежде чем, рассматривать варианты использования непрофильной недвижимости ГТРК «Владивосток» определим ориентиры ее стоимости по состоянию на апрель – май 2018 года. Воспользуемся для этого основным информационным ресурсом по рынку недвижимости в городе Владивостоке - «Фарпост». [61]

Как видно из таблицы 23, составленной по данным рыночных предложений, ориентир стоимости для свободного от застройки земельного участка в районе бухты Лазурной, с учетом его назначения, размера и статуса составит порядка 2 000 руб. за квадратный метр, что выше кадастровой стоимости. Участок с объектом незавершенного строительства будет стоить около 8 000 руб. за проектный квадратный метр строения. При таких заданных условиях, стоимость свободной земли - 55 млн. р., что на 10% дороже стоимости участка с незавершенным строительством (50 млн. р.). Такая

ситуация свидетельствует о том, что в существующем виде здание ничего не добавляет к стоимости единого объекта недвижимости и его следует либо достраивать, улучшая земельный участок, либо снести, освободив участок для альтернативного более эффективного проекта. Об этом же говорит и стоимость затрат на строительство, составляющая порядка 18 000 рублей за квадратный метр строения.

Таблица 23 – Ценовые рыночные ориентиры для исследуемой недвижимости

№	Краткое описание предложений	Цена, руб./кв. м
1	Земельный участок, свободный от улучшений	
1.1	Участок в районе Шаморы (бухта Лазурная) Площадь участка – 8 000 кв. м. Вид права - аренда (для кап. строительства). Находится в зоне Р-2. Право Аренда. Цена 6 000 000 руб.	750
1.2	Участок 1,9 га расположен в центральной части Шаморы (б. Лазурная), с левой стороны дороги, вдоль центрального пляжа. Проект утвержден, можно строить. Участок находится в аренде на 49 лет. Участок можно использовать для строительства базы отдыха, кафе и всего, что связано с досугом, туризмом и спортом Цена 55 000 000 руб.	2 895
1.3	Участок непосредственно примыкает к бухте Шамора (б. Лазурная). Площадь участка – 395 012 кв. м (39,5 га). Вид права – собственность. Цена 800 000 000 руб.	2 025
1.4	Аренда свободного земельного участка. 10 р. / квадратный метр в месяц Площадь участка 2 414 кв. м. Участок находится на Шаморе, 2й пляж. Первая линия от моря. Свой въезд с трассы.	10 руб./кв. м в месяц
1.5	Кадастровая стоимость участка площадью 27 359 кв. м 23 857 000 руб. (официальные данные Росреестра)	872
2	Земельный участок с незавершенным зданием, пригодным под гостиницу и иное КСР	
2.1	Продаётся участок площадью 5 081 кв. м и 4хэтажное здание (объект незавершенного строительства) площадью 6 380 кв. м на о. Русский. Имеется свежий градостроительный план. Объект находится в собственности, может использоваться под медицинский центр, пансионат, иной объект отдыха. Цена 25 000 000 руб.	3 919
2.2	Предлагается в районе Садгорода объект незавершенный строительством общей площадью 1 500 кв. м Объект планировался под гостиницу для водителей дальномеров. Участок 16 соток собственность. Подведено электричество, вода (скважина), канализация (септик). Цена 12 000 000 руб.	8 000
2.3	Продается объект незавершенного строительства, многоквартирный жилой дом, ул. Чернышевского, 5а, застроенная площадь 10 901,5 кв. м, степень готовности 39%, земельный участок площадью 19 373 кв. м, все собственность, цена 157 300 000 руб.	14 430
2.4	Стоимость строительства незавершенного объекта без учета	17 970

	стоимости земельного участка, но с учетом износа, согласно отчету независимого оценщика - 112 537 000 руб. при расчетной площади 6 263 кв. м (6-тикратная площадь застройки, пропорционально этажности)	
2.5	То же в расчете на единый объект недвижимости (земля и здание) при условии стоимости участка 2 000 руб. за кв. м или всего 167 255 000 руб.	26 705
3	Земельный участок с завершенным и оборудованным зданием, пригодным под гостиницу и иное КСР	
3.1	Предлагается к продаже гостиницу, с отдельно стоящим зданием бассейна, всего 840 кв. м, расположенную на участке 1 929 кв. м., в районе бухты Шамора. Подъездные пути асфальтированные. Высокий кирпичный забор, видеонаблюдение по всему периметру, удобная парковка. Коммуникации: электроэнергия, вода и канализация городские, также есть скважина. Четырехэтажное кирпичное здание общей площадью 572 кв. м и здание площадью 270 кв. м с большим бассейном, сауной, спортзалом, кухней, комнатой отдыха, спальней, террасой. Цена 30 000 000 руб.	35 714
3.2	Продается здание гостиницы с кафе на территории ЦО Комета (Шамора). Здание подключено к электричеству, воде и канализации. Земля и здание в собственности. Общая площадь дома: 450 кв. м., цена 25 000 000 руб.	55 556

Источник составлено автором [61]

Если здание будет достроено, оборудовано и готово к эксплуатации, то ориентир его стоимости, по данным таблицы 23, может быть 45 000 рублей за квадратный метр. При этом необходимо учесть, что мебель и другое оборудование занимает до 20% стоимости объекта и дополнительно 10% надо учитывать на наличие иных компонентов не связанных с недвижимостью, в том числе оборотные активы КСР и даже нематериальные. Вычислив, исходя из процента готовности, стоимость строительства объекта (без учета износа), можно проверить его экономическую целесообразность при указанных выше параметрах и рыночных данных.

Таблица 24 – Расчет условий эффективности завершения основного здания

№	Наименование	Вариант 1 (45,0 тыс. руб./кв. м строения)	Вариант 2 (75,0 тыс. руб./кв. м строения)
1	Здание готовое к приему гостей	281 826 000	469 710 000
2	Оборудование и компоненты не связанные с недвижимостью 30%	84 547 800	140 913 000
3	Рыночная стоимость участка из	54 718 000	54 718 000

	расчета 2 000 руб./ кв. м		
4	Стоимость затрат на строительство с учетом 51% готовности и износа 30%	112 537 000	112 537 000
5	Возможные затраты на достройку 49% по данным рынка	30 023 200	161 542 000
6	Стоимость достройки исходя из стоимости строительства 49%	154 462 549	154 462 549
7	Дефицит / избыток стоимости	-124 439 349	7 079 451
8	То же в процентах от инвестиций	-81%	5%

Источник: составлено автором

Расчеты показывают, что достраивать объект можно только в случае возможности его гипотетической реализации за сумму не менее 75 тысяч рублей за один метр квадратный, что не подтверждается данными рынка представленными в таблице 23. Это что касается вывода в отношении объекта недвижимости. С точки же зрения расчетов, как видно, они достаточно просты и могут быть проведены без составления инвестиционного проекта (то есть без параметров чистого дохода и нормы отдачи на капитал), хотя и не исключают его. Действительно, инвестиционный проект, во-первых, требует прогнозирования большего круга показателей, и, следовательно, имеет более высокую вариативность расчетов. Единственным же условием выполнимости приведенного в таблице 24 анализа является наличие относительно развитого рынка и более или менее надежных рыночных данных, что в представленном примере имеется. К слову, рынок можно и нужно использовать и при проработке других идей, в том числе и при расчете инвестиционного проекта, который, как указывалось, не исключается из рассмотрения, являясь альтернативной точкой зрения. Так, в Приложении Л приведен один из вариантов дальнейшей эксплуатации исследуемой недвижимости в качестве круглогодичной гостиницы среднего класса, который при рыночной норме дохода 12% дает положительную стоимость объекта в состоянии «как есть» на уровне 61,3 млн. рублей или 9 872 руб. за метр квадратный расчетной площади здания. Очевидно, что при условии положительной чистой текущей стоимости

и внутренней нормы доходности на уровне 15,5% проект все равно не выдерживает сравнения с затратами на участок и строительство (26 705 руб./кв. м), и только на 18% превышает рынок (8 000 руб./кв. м), что делает достройку объекта целесообразной лишь формально. Иными словами в случае развития ситуации по негативному сценарию достаточный запас прочности у данного проекта отсутствует. Дополнительно надо сказать, что средств на достраивание недвижимости в бюджете унитарного предприятия, и без того терпящего убытки, не предусмотрено, равно как и денежных средств, на снос и расчистку территории, который по самым скромным подсчетам обойдется порядка 5 млн. рублей. Таким образом, имеет место не только низкая эффективность проекта по завершению основного здания и дальнейшего развития территории, но и отсутствие финансовой возможности его воплощения. Что касается варианта отчуждения имущественного комплекса в состоянии «как есть», то здесь возникают сложности нормативно – правового характера, так как имущество государственное. В этом смысле гораздо более простой путь - заключение договора аренды недвижимости, при этом еще более простой вариант сдача в сезонную аренду участка и улучшений без права капитального строительства, которое требует оформления пакета разрешительных документов. При этом в случае возникновения юридических сложностей с оформлением договора на аренду земли, такой договор можно будет оформить на вспомогательное здание базы отдыха. Тогда как экономически, как представляется, большую ценность имеет земельный участок, поскольку и площадь застройки указанным зданием составляет всего 0,7% и рыночная стоимость участка значительно выше. Поэтому если опираться на рыночную аренду здания, то на основании коэффициента плотности застройки для аналогичного типа недвижимости нужно вычислить избыток земли и добавить стоимость аренды этой земли дополнительно. Кроме того, базы отдыха обычно не сдаются исходя из площади, а по номерам, что требует другого расчета. Поэтому для простоты вычислений ниже в таблице 25 приведены расчеты на земельный участок и определен эквивалент арендной платы в случае оформления документов в

привязке к зданию. По понятным причинам (избыточный размер участка по отношению к площади застройки зданием) этот эквивалент получился, по нашему мнению, в 2 – 2,5 раза выше рынка.

Как указывалось, расходы на содержание комплекса недвижимого имущества составляют 1 527 500 рублей в год, в том числе охрана (заработная плата с начислениями) 915 500 рублей, содержание имущественного комплекса и связь 210 500 рублей, налог на землю и имущество 394 000 и 7 500 рублей соответственно. Эквивалент дохода от аренды при такой сумме издержек составит 4,65 рубля за квадратный метр в месяц, что очевидно ниже рыночных 10 рублей, даже при условии, что участок для отдыха обычно сдается не круглогодично. Так, например, при занятости 6 месяцев в году, фактическая арендная плата в расчете на год может составлять, например, 5 рублей за квадратный метр в месяц. Передав, хотя бы на сезон, заботы, по содержанию и охране территории арендаторам (как показано в таблице 25) то есть, оставив за унитарным предприятием только налоговую нагрузку, при прочих равных условиях, можно говорить уже о получении хорошего дополнительного дохода в размере до 677 тысяч рублей в год.

Таблица 25 – Расчет условий эффективности сдачи имущественного комплекса в аренду

Показатели	Вариант 1 базовый	Вариант 2 распределения затрат между сторонами аренды (50/50 в сезон кроме налогов)	Вариант 2 в расчете на площадь здания базы отдыха, в случае заключения договора в привязке к зданию
Расходы на заработную плату с начислениями, руб.	915 500	457 750	457 750
Расходы на содержание имущественного комплекса и связь, руб.	210 500	105 250	105 250
Расходы на уплату налога на землю, руб.	394 000	394 000	394 000
Расходы на уплату налога на	7 500	7 500	7 500

имущество, руб.			
Итого затраты, руб.	1 527 500	964 500	964 500
Площадь участка, кв. м	27 359	27 359	251,4
Рыночная ставка аренды, руб./кв. м / мес.	10	10	1 088,3
Загрузка, мес. в году	6	6	6
Доход от аренды в год, руб.	1 641 540	1 641 540	1 641 540
Прибыль проекта в год, руб.	114 040	677 040	677 040
Рентабельность проекта, руб.	7%	70%	70%

Источник: составлено автором

Таким образом, в плане выводов по проекту можно сказать, что наиболее эффективным, а так же и финансово и юридически приемлемым вариантом использования непрофильного актива является сдача его в аренду. В работе рассмотрен пример краткосрочной аренды на сезон, однако не исключен и вариант долгосрочных арендных отношений. Главное, что рыночные данные такого варианта использования подтверждают, что в этом случае ГТРК «Владивосток» и в итоге ФГУП ВГТРК не только не несет убытки, но и получает определенную прибыль. Это подтверждает необходимость применения стоимостно – ориентированного подхода в управлении финансами, которое достаточно оправдано при наличии возможности использования в анализе и принятии решений разнообразных рыночных критериев.

Заключение

В последнее время много говорится о стоимостном подходе в управлении предприятием. Однако на практике этот подход не находит широкого применения. Действительно к чему ориентироваться на критерий стоимости, если ее величина прямо пропорциональна фундаментальным характеристикам компании, активам и доходам, зарабатываемым материальными и нематериальными активами предприятия. На наш взгляд, этого было бы достаточно, если бы компания не находилась в неопределенной и неоднородной рыночной среде с ее многочисленными участниками и их интересами. При наличии рынка не только продуктов, но и капиталов, предприятие перестает быть в вакууме, и вынуждено вести эффективную политику продажи собственной продукции и привлечения капитала. Соответственно это и требует при принятии решений ориентироваться в равной степени как на фундаментальные показатели, определяющие стоимость предприятия, так и на независимые рыночные индикаторы.

Понятно, что российский рынок имеет особенности, и механическое копирование и использование различных зарубежных концепций и моделей управления финансами на российских предприятиях не только не приемлемо, но и подчас невозможно. Поэтому инструменты и теории, принятые в зарубежной практике, безусловно, нуждаются в адаптации к российским условиям. Одна из специфических особенностей российской экономики, на наш взгляд, состоит в значительной доле государственного сектора. Несмотря на то, что в России большинство предприятий частные, основную долю рынков практически во всех ключевых отраслях контролируют либо унитарные предприятия, либо компании с государственным участием. Не является исключением и отрасль телевидения и радиовещания, где лидерство принадлежит ФГУП ВГТРК и АО «Первый канал», первое является полностью государственным, а во втором высокая доля государственного участия.

В этой связи целью работы являлся поиск возможностей применения современного стоимостно – ориентированного подхода в системе финансового менеджмента унитарного предприятия, которое обладает своими особенностями.

В соответствии действующим законодательством унитарное предприятие представляет собой коммерческую организацию, не наделенную правом собственности на закрепленное за ней имущество, то есть по форме собственности это государственное предприятие по целям функционирования коммерческое. Правовой режим имущества унитарных предприятий, предполагает два варианта: право хозяйственного ведения и право оперативного управления (казенное предприятие). Из этого следуют особенности финансов унитарного предприятия, капитал которого формируется государством и которое ограничено в правах распоряжения как имуществом и другими активами, так и финансовыми результатами.

В работе в качестве примера была рассмотрена деятельность ФГУП ВГТРК и его филиала в Приморском крае ГТРК «Владивосток». Анализ показал безусловное лидерство федеральной телерадиовещательной компании, а на территории Приморья ее филиала по масштабу деятельности, что выражается и в охвате телерадиовещанием и в объемных финансовых показателях. Однако эффективность деятельности унитарного предприятия и его филиала оставляет желать много лучшего. В определенной мере это объективный момент, поскольку рекламный рынок со временем сокращается, в виду постепенного смещения интереса аудитории в сторону других источников информации, в первую очередь в сеть интернет. Однако независимо от причин предприятию следует предпринимать шаги по повышению эффективности. Если говорить об эффективности в контексте управления, то первым таким шагом, по нашему мнению, является анализ деятельности компании с позиций стоимости.

Оценка компании с точки зрения доходного и затратного способов оценки, с одной стороны, и рыночного подхода, с другой, показала

несостоятельность фундаментально-ориентированных методов оценки, и относительную применимость, рыночно - ориентированного оценочного инструмента. Неприменимость доходного подхода, связана с тем, что унитарное предприятие несет убытки. Кроме того есть сложности с определением рыночной нормы дохода на капитал. Затратный подход не только трудоемок, но и не позволяет независимо оценить интеллектуальные ресурсы компании. При этом ФГУП ВГТРК, очевидно, имеет лидерство на рынке, согласно различным замерам, у нее широкая аудитория и узнаваемость, что однозначный сигнал наличия у компании элементов интеллектуального капитала. Соответственно сравнительный или рыночно - ориентированный способ оценки, в рамках которого можно использовать и иные финансовые показатели, такие как выручка или активы, а также что важно и нефинансовые параметры отраслевой направленности, становится единственным способом объективной оценки.

Такая оценка, и практически выполнима, и относительно объективна, хотя ее надежность зависит от характера исходной информации. В работе стоимость собственного капитала компании по рынку оценивается нами в диапазоне 23 – 32 млрд. руб. или в среднем 27,5 млрд. руб., что составляет 1,8 к балансовой стоимости. На наш взгляд это достаточно взвешенная оценка. Соответственно у сравнительного способа имеется явное преимущество в виду более широких возможностей в использовании параметров компании, чем не отличаются ценностно-ориентированные доходный и затратный подходы. Вместе с тем, очевидно, что рыночно - ориентированный способ оценки нуждается в достаточном количестве открытой и достоверной рыночной информации. Отсутствие широкой рыночной информации приводит к выводу, что стоимостно – ориентированный подход в системе финансового менеджмента унитарного предприятия лучше применять локально, например к отдельным бизнес - проектам, но не для управления финансами компании в целом. К тому же у собственника в лице государства, мотивация несколько отличается от интересов частного инвестора или акционера. Существенная

разница в том, что для государства обеспечение прибыльной деятельности, безусловно, важно, но все же вторично по отношению к решению целей и задач, ради которых унитарное предприятие было создано.

Как показано в работе проекты так же могут быть разные, что требует и различных подходов к их стоимостной оценке. В работе рассматривались два проекта ГТРК «Владивосток» (филиал ФГУП ВГТРК), один из которых направлен на развитие перспективного направления основной деятельности, другой на экономию затрат.

Первый проект по развитию интернет–теле–канала «Восток 24» является экономически эффективным, так как его стоимость положительна и превышает инвестиции в 4,3 раза и составляет 1 373 648 рублей. Пороговое значение при прочих равных условиях или внутренняя норма дохода (IRR) проекта равна 20%, что вполне привлекательно для инвестирования в текущих экономических условиях. Вместе с тем интуитивное определение стоимости инвестиционных ресурсов, как представляется основная трудность применения стоимостно – ориентированного подхода в финансовом менеджменте в рамках такого проекта. Отсутствие рыночных (независимых, внешних) критериев оценки не позволяет делать однозначные выводы об эффективности управления финансами проекта, и как следствие предприятия в целом. Поэтому в данной ситуации можно лишь предложить установить такой критерий экспертно, на основе стоимости капитала, инвестируемого в другие аналогичные по риску направления.

В рамках другого проекта экономии затрат связанных с содержанием непрофильных недвижимых активов также может быть получен положительный результат на уровне до 677 040 рублей. При этом расчеты ясно показывают, что развитие замороженного здания киносъёмочной базы в текущих экономических условиях не перспективно. Что только подтверждает необходимость применения стоимостно – ориентированного подхода в управлении финансами предприятия, которое более чем оправдано при наличии возможности использования в анализе и принятии решений разнообразных

рыночных критериев. Иными словами, для второго проекта проблема «угадывания» величин параметров эффективности не существует, поскольку рынок недвижимости достаточно хорошо развит и соответственно имеются независимые рыночные данные.

Таким образом, по результатам проведенного исследования можно заключить, что внедрение стоимостно – ориентированного подхода в системе финансового менеджмента унитарного предприятия не только возможно, но и необходимо. Реальная польза такого подхода в управлении финансами предприятия оценивается тем выше, чем больше возможность получения надежных и достоверных независимых рыночных данных. На сегодняшний день информационно более развитым является рынок недвижимости. Поэтому внедрение стоимостно - ориентированного подхода в управление предприятием можно рекомендовать начинать с управления основными активами. Прибыль, добавленная в рамках оптимизации использования основных активов, автоматически добавляется к общему финансовому результату компании. Поэтому, как представляется, через принятие основанных на стоимости управленческих решений в отношении активов одновременно будет происходить и рост эффективности унитарного предприятия в целом.

Список использованных источников

1. Гражданский кодекс Российской Федерации: часть первая: [по состоянию на 29 декабря 2018 г.: подписан 30 ноября 1994]. – Консультант Плюс – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/
2. О государственных и муниципальных унитарных предприятиях, № 161-ФЗ: [по состоянию на 29 декабря 2017 г.: подписан 14 ноября 2002]. – Консультант Плюс – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_39768/
3. Об акционерных обществах, № 208-ФЗ: [по состоянию на 07 марта 2018 г.: подписан 26 декабря 1995]. – Консультант Плюс – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/
4. Об оценочной деятельности в Российской Федерации, № 135-ФЗ: [по состоянию на 29 июля 2017 г.: подписан 29 июля 1998]. – Консультант Плюс – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/Cons_doc_LAW_19586/
5. Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества, Постановлению Правительства РФ № 87 [по состоянию на 02 апреля 2018 г.: подписан от 14 февраля 2006 г.]. – Консультант Плюс – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_58486/
6. Федеральные стандарты оценки [по состоянию на 04 мая 2018г. – 12 действующих стандартов, утвержденных Приказами Минэкономразвития в период с октября 2010 по ноябрь 2016]. – Консультант Плюс – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_126896/
7. Баранников, Л. И. Оценка материальной и интеллектуальной собственности: монография / Л.И. Баранников, А.Г. Чернявский. – Москва: КНОРУС, 2017. – 290 с. – Прил.: [Электронный ресурс: <http://www.book.ru>]. – (Ligitimitate legem et ordinem).
8. Бланк, И.А. Финансовый менеджмент: Учебный курс. – 2-е изд., перераб. и доп. – Киев: Эльга, Ника – Центр, 2004. – 656 с.

9. Бригхем, Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: в 2-х т. / пер. с англ. Под ред. В.В. Ковалева. – СПб: Экономическая школа, 2004. Т. 1 – XXX+497 с.

10. Бригхем, Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс: в 2-х т. / пер. с англ. Под ред. В.В. Ковалева. – СПб: Экономическая школа, 2004. Т. 2 – 669 с.

11. Бухвалов, А.В. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А.В. Бухвалов, Д.Л. Волков // Вестник СПбГУ. - 2014. - Вып.1. - №8.

12. Волков, Д. Л. Управление ценностью: показатели и модели оценки // Российский журнал менеджмента.-2005.- Том 3. - №4.- с. 67-76.

13. Волков, Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: система, модели и показатели измерения ценности: Автореф. дис. докт. эконом. наук: 08.00.05 /Д. Л. Волков. — СПб, 2007. — 46 с.

14. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. – 7-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2011.-1323 с.

15. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: искусство управления: Учебное пособие. – М.: Дело, 2003. – 480 с.

16. Золотько, Т. А. Актуальные вопросы реформирования унитарных предприятий / Т. А. Золотько // Имущественные отношения в РФ.-2017.- № 6 (189).- с. 6-16

17. Ивашковская, И. В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров. – М: ИНФРА-М, 2012.– 430 с. – (Научная мысль).

18. Каплан, Р. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Р. Каплан, Д. Нортон; Пер. с англ. – 3-е изд., испр. и доп. - М.: Олимп-Бизнес, 2017. – 320 с.

19. Ковалев, В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. – 3-е изд., перераб. и доп. – Москва: Проспект, 2014. – 1104 с.

20. Когденко, В. Г. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент: учебник для бакалавров и магистров, обучающихся по направлениям «Экономика», «Менеджмент» / В.Г.Когденко, М.В. Мельник.- М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2014. - 447 с. - (Серия «Корпоративная финансовая политика»).

21. Козырь, Ю. В. Стоимость компании: Оценка и управленческие решения. – 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Издательство «АльфаПресс», 2009. — 376 с.

22. Козырь, Ю. В. Элементы и принципы стоимостной оценки.- Издательство: LAP Lambert Academic Publishing, 2012. – 492 с.

23. Козырь, Ю. В. Элементы стоимостной оценки бизнеса. — М.: ООО «Издательский дом Опцион», 2014. — 480 с.

24. Корягина, Ю.А. Управление стоимостью компании.- Издательство: LAP Lambert Academic Publishing, 2011. – 96 с.

25. Косорукова, И. В. Оценка стоимости имущества: Учебник / под ред. И. В. Косоруковой, авт. Н.В. Мирзоян, О.М. Ванданимаева, Н.Н. Ивлиева и др.. – 2-е изд., перераб. и доп. – М: Синергия, 2017. – 760 с. – Университетская серия.

26. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин; Пер. с англ. под ред. Н.Н. Барышникова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Олимп-Бизнес, 2008. – 576 с.

27. Леонтьев, В.Е. Корпоративные финансы: учебник для академического бакалавриата / В.Е. Леонтьев, В.В. Бочаров, Н.П. Радковская. – 2-е изд., перераб. и доп. – М: Издательство Юрайт, 2016. – 331 с. – Серия: Бакалавр. Академический курс.

28. Лялина, Ж. И., Кривец В.В., Гончарова Т.Г. Подход к оценке эффективности основных активов университета по подготовке курсантов морских специальностей // Морские интеллектуальные технологии.-2015.- № 3 (29) т.1. - с. 168-174

29. Международные стандарты оценки 2017 / пер. с англ. под ред. И. Л. Артеменкова, С. А. Табаковой.- М.: Саморегулируемая общероссийская общественная организация «Российское общество оценщиков», 2017. – 168 с.

30. Мордашов, С.Н. Рычаги управления стоимостью компании / С.Н. Мордашов // Рынок ценных бумаг. - 2001. - № 15. - С. 51 - 55

31. Новиков, А. В., Новикова И. Я. Финансовые инструменты создания стоимости компании / А. В. Новиков // Имущественные отношения в РФ.- 2012.- №8 (131).- с. 39-53.

32. Назарова, В. В., Бирюкова Д. С. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент».-2014.- № 3. - с. 393-414.

33. Петров, В.И. Оценка стоимости земельных участков: учебное пособие / В.И. Петров; под ред. д-ра экон. наук, проф. М.А. Федотовой. — 5-е изд., перераб. — Москва: КНОРУС, 2017. — 286 с. — (Бакалавриат и специалитет).

34. Рассказов, С.В., Рассказова А.Н. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании // Финансовый менеджмент.-2002.- № 3.

35. Салтыков, М.А. и др. Основы финансов организаций: учебное пособие: для бакалавров профиля «Экономика» всех форм обучения / М.А. Салтыков, А.А. Бессонова, В.В. Кривец, Е.Д. Рубинштейн, Е.Н. Стенькина. — Курск: Из-во ЗАО «Университетская книга», 2017. — 192 с.

36. Сироткин, В.Б. Управление стоимостью компании / В.Б. Сироткин. — М, 2014. - 110 с.

37. Стюарт, Т. Интеллектуальный капитал. Новый источник богатства организаций / Пер. с англ. В. Ноздриной. — М.: Поколение, 2007. — 368 с.

38. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании; Пер. с англ. - 2-е издание - М.: Дело, 2001, 360 с.

39. Фишмен, Д. Руководство по оценке стоимости бизнеса/ Фишмен Джей, Пратт Шеннон, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт; Пер. с англ. Л.И. Лопатников. – М.: ЗАО «Квинто-консалтинг», 2000.- с. 388.

40. Фрезе, А.В. Управление стоимостью предприятия. Сущность и содержание.- Издательство: LAP Lambert Academic Publishing, 2011. – 248 с.

41. Эскиндаров, М.А. Оценка стоимости бизнеса: учебник / коллектив авторов; под ред. М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. – М.: КНОРУС, 2015.- 320 с.- (Бакалавриат).

42. Pratt, Reilly, and Schweihs. Valuing A Business, The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 5th ed. New York, McGraw-Hill, 2007 – 310 с.

43. Fishman, Pratt, Morrison. Standards of Value: Theory and Applications. John Wiley & Sons, Inc., NJ, 2007 – 400 с.

44. Бухгалтерская отчетность и другая информация о деятельности ФГУП ВГТРК [по состоянию на 04 мая 2018 г.]. – База данных «Контрагент».– Режим доступа: <https://www.k-agent.ru/catalog/7714072839-1027700310076>

45. Всемирный обзор индустрии развлечений и СМИ: прогноз на 2016–2020 годы. Ключевые тенденции мирового и российского рынков. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.pwc.ru/ru/entertainment-media/assets/e-media-outlook-2016.pdf>

46. Значения кривой бескупонной доходности государственных облигаций (% годовых) [по состоянию на разные даты; Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/hd_base/zcyc_params/

47. Инфографика: как российские власти «помогли» малому бизнесу [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://xn--b1ae2adf4f.xn--p1ai/article/43281-infografika-kak-possiyskie-vlasti-pomogayut-malomu-biznesu.html>

48. Количество унитарных предприятий, находящихся в федеральной собственности, по видам экономической деятельности на 01.01.2017 [Электронный

ресурс]. – Режим доступа: gks.ru/free_doc/new_site/gosudar/pok_effect/unit-2017.xlsx

49. Котировки акций ММВБ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://smart-lab.ru/q>

50. Максим Орешкин: доля государства в экономике России приблизилась к 50% [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://economytimes.ru/novosti/maksim-oreshkin-dolya-gosudarstva-v-ekonomike-rossii-priblizilas-k-50>

51. Обзор ведущих российских телеканалов: доли, аудитория, специфика [по состоянию на 15 июня 2017 г.; Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.formula-advert.ru/stati/obzor-vedushhix-rossijskix-telekanalov-doli-auditoriya-speczifika#par13>

52. Общая характеристика акционерных обществ с государственным участием [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://kapital-rus.ru/articles/article/obschaya_harakteristika_akcionerных_obschestv_s_gosudarstvennym_uchastiem/

53. Объём рекламного рынка России в 2000-2017 гг., млрд. руб., без учёта НДС [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.akarussia.ru/node/7849>

54. Почему «Матч ТВ» решили передать в управление сооснователю Comedy Club [по состоянию на 09 октября 2017 г.; Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.rbc.ru/technology_and_media/09/10/2017/59db50cf9a79479058a56baf

55. Российские федеральные телеканалы отчитались о выручке за 2016 год [по состоянию на 31 июля 2017 г.; Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://tvnews.by/analytics/11315-rossiyskie-federalnye-telekanaly-otchitalis-o-vyruchke-za-2016-god.html>

56. Слияния и поглощения в России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://mergers.ru/>

57. Финансовый анализ компаний в разрезе видов и масштаба деятельности [по состоянию на 04 мая 2018 г.]. – База данных «ТестФирм». – Режим доступа: https://www.testfirm.ru/rating/60_20/

58. Число крупных и средних предприятий и организаций в РФ, 2004—2017 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://rationalnumbers.ru/all/chislo-krupnyh-i-srednih-predpriyatiy-i-organizaciy-v-rf-2004-20/>

59. Яскевич, Е. Е. Скидки и надбавки при продаже российских пакетов акций. Оценка влияния привилегированных пакетов акций. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://cpcpa.ru/Publications/001/>

60. Официальный сайт компании StarCapital [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.star-capital.ru/>

61. Официальный сайт компании Банка России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/>

62. Официальный сайт ФГУП ВГТРК [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://vgtrk.com/#page/183>

63. Официальный сайт Фарпост [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.farpost.ru>

Приложение А

Таблица А.1 – Исходные данные бухгалтерского баланса ФГУП ВГТРК, тыс. р.

АКТИВ	Код строки	2012	2013	2014	2015	2016
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ						
Нематериальные активы	1110	13 080 984	14 974 556	16 637 025	17 326 872	16 901 270
Результаты исследований и разработок	1120	0	0	0	0	0
Нематериальные поисковые активы	1130	0	0	0	0	0
Материальные поисковые активы	1140	0	0	0	0	0
Основные средства	1150	7 385 870	10 207 747	11 527 587	10 751 981	9 179 337
Доходные вложения в материальные ценности	1160	0	0	0	0	0
Финансовые вложения	1170	1 077 353	1 093 292	1 173 488	1 155 447	1 207 986
Отложенные налоговые активы	1180	37 752	41 488	41 428	38 724	34 638
Прочие внеоборотные активы	1190	8 949 310	10 363 968	13 024 858	15 217 219	14 528 758
<i>Итого по разделу I</i>	<i>1100</i>	<i>30 531 269</i>	<i>36 681 051</i>	<i>42 404 386</i>	<i>44 490 243</i>	<i>41 851 989</i>
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ						
Запасы	1210	1 286 046	1 585 196	1 501 508	1 192 740	854 643
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	138 522	176 336	83 480	89 010	84 445
Дебиторская задолженность	1230	6 062 244	6 266 543	5 652 163	3 297 595	4 371 149
Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	1240	196 000	0	0	0	0
Денежные средства и денежные эквиваленты	1250	3 302 614	4 587 152	3 884 231	9 397 122	4 411 278
Прочие оборотные активы	1260	6 853	9 910	9 129	157 080	51 911
<i>Итого по разделу II</i>	<i>1200</i>	<i>10 992 279</i>	<i>12 625 137</i>	<i>11 130 511</i>	<i>14 133 547</i>	<i>9 773 426</i>
БАЛАНС	1600	41 523 548	49 306 188	53 534 897	58 623 790	51 625 415
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ						
Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	1310	2 416 961	2 416 961	3 657 890	3 657 890	3 657 890
Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	0	0	0	0	0
Переоценка внеоборотных активов	1340	0	0	0	0	0
Добавочный капитал (без переоценки)	1350	1 181 656	1 240 928	0	523 800	523 800
Резервный капитал	1360	120 848	120 848	120 848	182 894	182 894

Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	8 169 652	8 417 700	5 286 657	11 821 107	11 093 674
<i>Итого по разделу III</i>	<i>1300</i>	<i>11 889 117</i>	<i>12 196 437</i>	<i>9 065 395</i>	<i>16 185 691</i>	<i>15 458 258</i>
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА						
Долгосрочные заемные средства	1410	4 510 826	6 509 785	5 224 742	4 306 667	1 504 850
Отложенные налоговые обязательства	1420	155 047	159 522	164 481	135 504	127 245
Оценочные обязательства	1430	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обязательства	1450	69 769	0	0	0	0
<i>Итого по разделу IV</i>	<i>1400</i>	<i>4 735 642</i>	<i>6 669 307</i>	<i>5 389 223</i>	<i>4 442 171</i>	<i>1 632 095</i>
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА						
Краткосрочные заемные обязательства	1510	2 453 634	3 375 000	4 817 502	4 437 501	3 000 000
Краткосрочная кредиторская задолженность	1520	5 563 564	4 671 004	7 399 621	3 910 702	3 633 768
Доходы будущих периодов	1530	16 604 109	22 040 993	26 424 422	29 238 243	27 588 278
Оценочные обязательства	1540	276 707	351 573	437 713	348 836	304 996
Прочие краткосрочные обязательства	1550	775	1 874	1 021	60 646	8 020
<i>Итого краткосрочных обязательств</i>	<i>1500</i>	<i>24 898 789</i>	<i>30 440 444</i>	<i>39 080 279</i>	<i>37 995 928</i>	<i>34 535 062</i>
БАЛАНС	1700	41 523 548	49 306 188	53 534 897	58 623 790	51 625 415

Источник [42]

Приложение Б

Таблица Б.1 – Исходные данные отчета о прибылях и убытках ФГУП ВГТРК,
тыс. р.

Наименование	Код строки	2012	2013	2014	2015	2016
Выручка	2110	31 112 469	31 219 501	31 906 898	26 618 887	26 951 368
Себестоимость продаж	2120	49 742 664	49 658 628	52 852 258	47 548 063	47 034 090
Валовая прибыль (убыток)	2100	-18 630 195	-18 439 127	-20 945 360	-20 929 176	-20 082 722
Коммерческие расходы	2210	0	0	0	0	0
Управленческие расходы	2220	0	0	0	0	0
<i>Прибыль (убыток) от продаж</i>	<i>2200</i>	<i>-18 630 195</i>	<i>-18 439 127</i>	<i>-20 945 360</i>	<i>-20 929 176</i>	<i>-20 082 722</i>
Доходы от участия в других организациях	2310	10 042	24 236	415 959	32 480	46 615
Проценты к получению	2320	84 565	87 098	65 833	33 287	48 139
Проценты к уплате	2330	645 142	717 225	837 741	1 206 123	948 905
Прочие доходы (в т.ч. субсидия от государства)	2340	20 978 977	20 690 002	20 817 565	32 267 847	25 675 943
Прочие расходы	2350	1 701 809	1 343 553	2 355 953	3 972 911	4 857 614
<i>Прибыль (убыток) до налогообложения</i>	<i>2300</i>	<i>96 438</i>	<i>301 431</i>	<i>-2 839 697</i>	<i>6 225 404</i>	<i>-118 544</i>
Текущий налог на прибыль	2410	35 709	0	0	0	0
в т.ч. постоянные налоговые обязательства (активы)	2421	10 772	59 492	0	0	18 852
Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	50 216	6 248	6 136	26 225	-8 657
Изменение отложенных налоговых активов	2450	3 683	5 454	451	-1 741	-3 800
Прочее	2460	-70 225	7 285	350	-1 524	678
<i>Чистая прибыль (убыток)</i>	<i>2400</i>	<i>84 421</i>	<i>293 352</i>	<i>-2 845 732</i>	<i>6 251 413</i>	<i>-114 365</i>
СПРАВОЧНО:						
Результат от переоценки внеоборотных активов, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2510	0	0	0	0	0
Результат от прочих операций, не включаемый в чистую прибыль (убыток) периода	2520	-8 573	-9 077	593	345 083	12 073
<i>Совокупный финансовый результат периода</i>	<i>2500</i>	<i>75 848</i>	<i>284 275</i>	<i>-2 845 139</i>	<i>6 596 496</i>	<i>-102 292</i>

Источник [42]

Приложение В

Таблица В.1 – Динамика основных финансовых показателей ФГУП ВГТРК

Форма 1 Бухгалтерский баланс	Код строк и	2013	2014	2015	2016	за период
Внеоборотные активы	1100	20%	16%	5%	-6%	37%
Оборотные активы	1200	15%	-12%	27%	-31%	-11%
Активы	1600	19%	9%	10%	-12%	24%
Собственный капитал	1300	3%	-26%	79%	-4%	30%
Долгосрочные обязательства	1400	41%	-19%	-18%	-63%	-66%
Краткосрочные обязательства	1500	22%	28%	-3%	-9%	39%
Форма 2 Отчет о прибылях и убытках	Код строк и	2013	2014	2015	2016	за период
Выручка	2110	0%	2%	-17%	1%	-13%
Валовая прибыль (убыток)	2100	-1%	14%	0%	-4%	8%
Прибыль (убыток) до налога	2200	213%	-1042%	-319%	-102%	-223%
Чистая прибыль (убыток)	2400	247%	-1070%	-320%	-102%	-235%

Источник: составлено автором на основе [42]

Приложение Г

Таблица Г.1 – Структура основных финансовых показателей ФГУП ВГТРК

Форма 1 Бухгалтерский баланс	Код строк и	2012	2013	2014	2015	2016
Внеоборотные активы	1100	74%	74%	79%	76%	81%
Оборотные активы	1200	26%	26%	21%	24%	19%
Активы	1600	100%	100%	100%	100%	100%
Собственный капитал	1300	29%	25%	17%	28%	30%
Долгосрочные обязательства	1400	11%	14%	10%	8%	3%
Краткосрочные обязательства	1500	60%	62%	73%	65%	67%
Форма 2 Отчет о прибылях и убытках	Код строк и	2012	2013	2014	2015	2016
Выручка	2110	100%	100%	100%	100%	100%
Валовая прибыль (убыток)	2100	-60%	-59%	-66%	-79%	-75%
Прибыль (убыток) до налога	2200	0%	1%	-9%	23%	0%
Чистая прибыль (убыток)	2400	0%	1%	-9%	23%	0%

Источник: составлено автором на основе [42]

Приложение Д

Таблица Д.1 – Описание показателей оценки финансового состояния

№	Показатели	Описание показателя
	Показатели финансовой устойчивости	
1	Коэффициент автономии	Отношение собственного капитала к общей сумме капитала. Формула (строки Баланса): $1300/1600$
2	Коэффициент финансового левереджа	Отношение заемного капитала (всех обязательств) к собственному. Формула (строки Баланса): $(1700-1300)/1300$
3	Коэффициент мобильности имущества	Отношение оборотных средств к стоимости всего имущества. Формула (строки Баланса): $1200/1600$
4	Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	Отношение собственных оборотных средств к общей сумме оборотных активов. Формула (строки Баланса): $(1300-1100)/1200$
5	Коэффициент обеспеченности запасов	Отношение собственных оборотных средств к величине материально-производственных запасов. Формула (строки Баланса): $(1300-1100)/1210$
6	Коэффициент покрытия инвестиций	Отношение собственного капитала и долгосрочных обязательств к общей сумме капитала. Формула (строки Баланса): $(1300+1400)/1700$
7	Коэффициент маневренности собственного капитала	Показывает, какая часть собственного капитала используется для финансирования текущей деятельности, т.е. вложена в оборотные средства, а какая часть капитализирована. Формула (строки Баланса): $(1300-1100)/1300$
	Показатели платежеспособности	
1	Коэффициент текущей ликвидности	Отношение текущих активов к краткосрочным обязательствам. Формула (строки Баланса): $1200/1500$
2	Коэффициент быстрой ликвидности	Отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам. Формула (строки Баланса): $(1230+1240+1250)/1500$
3	Коэффициент абсолютной ликвидности	Отношение высоколиквидных активов к краткосрочным обязательствам. Формула (строки Баланса): $(1240+1250)/1500$
	Показатели рентабельности	
1	Рентабельность продаж	Величина прибыли от продаж в каждом рубле выручки от реализации. Формула (строки Отчета о финансовых результатах): $2200/2110$
2	Рентабельность по EBIT	Отношение прибыли до процентов и налогов (EBIT) к выручке. Формула (строки Отчета о финансовых результатах): $(2300+2330)/2110$
3	Норма чистой прибыли	Чистая прибыль на рубль выручки от продаж (Profit Margin). Формула (строки Отчета о финансовых результатах): $2400/2110$
4	Коэффициент покрытия процентов к уплате	Коэффициент покрытия процентов к уплате (Interest Coverage Ratio) характеризует величину нагрузки на организацию по обслуживанию заемных средств.

		Формула (строки Отчета о финансовых результатах): (2300+2330)/2330
5	Рентабельность активов	Отношение чистой прибыли к среднегодовой стоимости активов. Формула: $\Phi 2[2400]/((\Phi 1н [1600] + \Phi 1к [1600])/2)$, где: Φ2 – Отчет финансовых результатах; Φ1н – Баланс на начало года; Φ1к – Баланс на конец года.
6	Рентабельность собственного капитала	Отношение чистой прибыли к среднегодовой величине собственного капитала. Формула: $\Phi 2[2400]/((\Phi 1н [1300] + \Phi 1к [1300])/2)$, где: Φ2 – Отчет финансовых результатах; Φ1н – Баланс на начало года; Φ1к – Баланс на конец года.
7	Фондоотдача	Отношение выручки к средней стоимости основных средств (Fixed-Asset Turnover Ratio). Формула: $\Phi 2[2110]/((\Phi 1н [1150] + \Phi 1к [1150])/2)$, где: Φ2 – Отчет финансовых результатах; Φ1н – Баланс на начало года; Φ1к – Баланс на конец года.
	Показатели оборачиваемости	
1	Оборачиваемость оборотных активов, в днях	Отношение средней за период величины оборотных активов к среднедневной выручке. Формула: $((\Phi 1н [1200] + \Phi 1к [1200])/2)/(\Phi 2[2110]/365)$, где: Φ2 – Отчет финансовых результатах; Φ1н – Баланс на начало года; Φ1к – Баланс на конец года.
2	Оборачиваемость запасов, в днях	Отношение средней за период величины запасов к среднедневной выручке. Формула: $((\Phi 1н [1210] + \Phi 1к [1210])/2)/(\Phi 2[2110]/365)$, где: Φ2 – Отчет финансовых результатах; Φ1н – Баланс на начало года; Φ1к – Баланс на конец года.
3	Оборачиваемость дебиторской задолженности, в днях	Отношение средней за период величины краткосрочной дебиторской задолженности к среднедневной выручке. Формула: $((\Phi 1н [1230] + \Phi 1к [1230])/2)/(\Phi 2[2110]/365)$, где: Φ2 – Отчет финансовых результатах; Φ1н – Баланс на начало года; Φ1к – Баланс на конец года.
4	Оборачиваемость активов, в днях	Отношение средней за период стоимости активов к среднедневной выручке. Формула: $((\Phi 1н [1600] + \Phi 1к [1600])/2)/(\Phi 2[2110]/365)$, где: Φ2 – Отчет финансовых результатах; Φ1н – Баланс на начало года; Φ1к – Баланс на конец года.

Источник [55]

Приложение Е

Таблица Е.1 – Отраслевые показатели оценки финансового состояния компаний по виду деятельности (в области телевидения и радиовещания) и масштабу выручки (более 2 млрд. р.) по медиане (15 компаний)

		2012	2013	2014	2015	2016
	Показатели финансовой устойчивости					
1	Коэффициент автономии	0,75	0,65	0,58	0,51	0,43
2	Коэффициент финансового левереджа	0,28	0,46	0,37	0,93	0,71
3	Коэффициент мобильности имущества	0,30	0,43	0,43	0,57	0,53
4	Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	0,15	0,14	0,08	0,17	0,09
5	Коэффициент обеспеченности запасов	2,19	3,21	3,62	6,67	11,21
6	Коэффициент покрытия инвестиций	0,80	0,74	0,71	0,67	0,60
7	Коэффициент маневренности собственного капитала	0,14	0,21	0,22	0,18	0,22
	Показатели платежеспособности					
1	Коэффициент текущей ликвидности	1,24	1,23	1,36	1,52	1,17
2	Коэффициент быстрой ликвидности	1,12	0,95	1,22	1,22	1,01
3	Коэффициент абсолютной ликвидности	0,18	0,15	0,09	0,22	0,22
	Показатели рентабельности					
1	Рентабельность продаж	10,8%	17,3%	9,1%	6,8%	5,1%
2	Рентабельность по ЕВІТ	17,1%	9,2%	4,7%	10,7%	6,3%
3	Норма чистой прибыли	12,6%	5,0%	2,3%	7,2%	4,0%
4	Коэффициент покрытия процентов к уплате	39,62	5,02	0,98	3,82	3,55
5	Рентабельность активов	14,1%	6,1%	1,7%	7,2%	5,7%
6	Рентабельность собственного капитала	18,7%	9,2%	5,1%	8,8%	14,3%
7	Фондоотдача	23,64	29,43	34,47	22,13	23,18
	Показатели оборачиваемости					
1	Оборачиваемость оборотных активов, в днях	115	145	146	182	189
2	Оборачиваемость запасов, в днях	4	3	0	3	0
3	Оборачиваемость дебиторской задолженности, в днях	62	74	78	105	82
4	Оборачиваемость активов, в днях	382	357	323	387	423

Источник [55]

Приложение Ж

Таблица Ж.1 – Данные о слияниях в России за период 2014 – 2017гг., выборка компаний сферы СМИ из всего 24 сообщений (только компании, имеющие стоимость, поэтому нумерация не сплошная).

№ ¹	Сфера	Детализация	Дата	Активы	Выручка	Прибыль	Аудитория	Доля	Цена	Ед.	Курс валют, в руб.
1	Телерадио	Уральская окружная ТРК Ермак	01.07.2014	н/д	н/д	низкие	низкая	100%	12 500 000	руб.	
2	Телевидение	BBC America	31.07.2014	н/д	н/д	н/д	80 млн	50%	200 000 000	Долл.	36
4	Радио	Шансон	20.04.2015	н/д	8,8 млрд.р.	н/д	6,99 млн	100%	100 000 000	Долл.	51
4a	Радио	Дорожное радио		н/д	н/д	н/д	ближ конкур-т	50%	60 000 000	Долл.	51
5	Телевидение	Mediaset (платное ТВ) Италия 11%	27.04.2015	н/д	н/д	н/д	н/д	100%	900 000 000	Евро	55
6	Телеканал	Муз-ТВ кабельный музык-й ТВКанал с 1996г.	11.08.2015	н/д	270 млн. р.	н/д	0,42 млн	100%	2 800 000 000	руб.	
8	Телекомп	ТВКанал Живи, с 2008г.	13.10.2015	н/д	119,6 млн. р.	-159,9 млн. р.	5,03 млн	100%	37 453 000	руб.	
9	Телекомп	Ленинградская областная ТК, основной акционер Правит-во ЛенОбл	11.11.2015	н/д	н/д	н/д	н/д	25,10%	9 154 000	руб.	
9a				н/д	н/д	н/д	н/д	26,40%	200 000	Долл.	64
13	Телерадио	ТРК РИО, Самара	28.03.2016	н/д	н/д	н/д	3 города Самарской обл.	8%	860 000	руб.	
14	Радио	радиохолдинг Европейская медиагруппа (ЕМГ)	23.05.2016	н/д	н/д	н/д	24,9% всех радиослушателей	75%	10 000 000 000	руб.	
16	Радио	Русская медиагруппа РМГ	13.09.2016	н/д	н/д	н/д	н/д	100%	3 500 000 000	руб.	
17	Сайт	Am.ru (автокласифайд), 2008г	03.05.2017	н/д	н/д	н/д	0,517 млн	100%	10 000 000	Долл.	57
17a		Auto.ru		н/д	н/д	н/д	5, 9 млн	100%	1 000 000 000	Долл.	57
18	Телерадио	Пермская ТРК	19.05.2017	н/д	н/д	н/д	н/д	99%	8 500 000	руб.	
22	Сайт	Овкусе.ру	14.07.2017	н/д	н/д	н/д	4,5 млн	100%	7 000 000	Долл.	60
23	Издательство	типография им Дзержинского Уфа	14.07.2017	н/д	н/д	н/д	3 000 м2 недвижимсти	100%	75 500 000	руб.	
24	Издательство	Изд-во Детская литература	19.07.2017	н/д	н/д	н/д	н/д	100%	120 000 000	руб.	

¹Нумерация с литерой «а» означает, что информация содержалась в одном основном объявлении, с одноименным номером.

Приложение 3

Таблица 3.1 – Расчет мультипликаторов, по имеющейся информации.

№	Сфера	Детализация	Дата	Выручка, руб.	Аудитория, чел.	Цена, руб.	Цена / Выручка	Цена / Аудитория	Комментарии
2	Телевидение, кабельное и спутниковое	BBC America	31.07.2014	н/д	80 000 000 78 400 000	7 145 420 000		89 - 91	Иностранная компания
4	Радио	Шансон	20.04.2015	8 800 000 000	6 990 000	5 052 950 000	0,57	723	Радиокомпания, выручка определена ориентировочно. Тем не менее, можно принять как ориентир стоимости
6	Телеканал	Муз-ТВ кабельный музык-й ТВ канал с 1996г.	11.08.2015	270 000 000	42 0 000	2 800 000 000	10,37	6 667	В стоимости компании 1,5 млрд. руб. обязательства. В информации отмечалось, что цена слишком высока
8	Телекомпания	ТВ канал «Живи», с 2008г.	13.10.2015	119 600 000	5 030 000	37 453 000	0,31	7	Стоимость, желаемая владельцами против фактической суммы сделки, которая еще ниже, дело в суде
17	Сайт	автокласифайд Ам.ру, с 2008г	03.05.2017	н/д	517 000	569 518 000		1 102	Сайт, на стадии снижения интереса
17a	Сайт	Auto.ru		н/д	5 900 000	56 951 800 000		9 653	Сайт, лидер среди аналогов
22	Сайт	Овкусе.ру	14.07.2017	н/д	4 500 000	421 285 200		94	Сайт, с меньшими возможностями заработка на рекламе, в сравнении сайтами продаж

Источник: составлено автором

Приложение И

Таблица И.1 – Объем рекламного рынка России, его динамика и структура

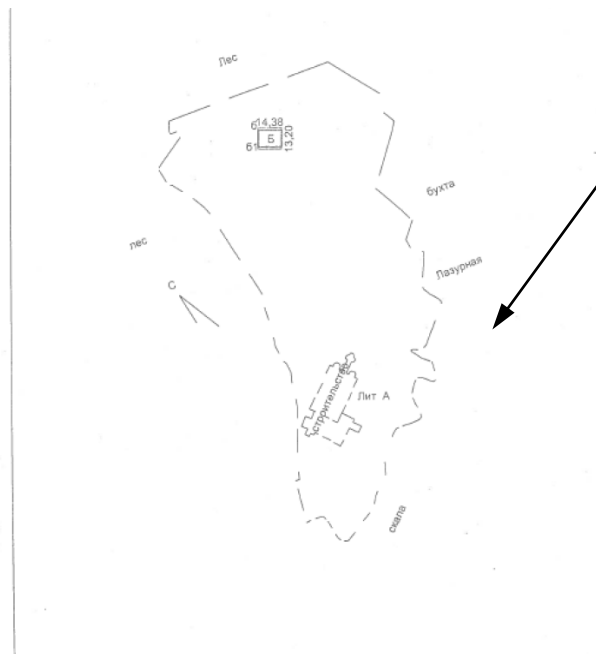
Объем, млрд.р.	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ТВ	6,6	12,4	24,0	31,8	41,5	55,8	72,8	95,9	117,7	96,4	110,8	131,5	143,4	156,2	159,8	136,7	150,8	170,9
Радио	1,4	2,5	3,8	5,0	6,3	8,0	10,2	13,6	13,1	9,2	10,3	12,1	15,1	17,4	17,9	15,5	16,5	16,9
Пресса	10,9	14,9	19,8	24,0	29,3	36,7	44,9	55,9	63,8	35,6	38,0	40,4	41,2	37,7	34,3	25,3	22,3	20,5
ООН	3,9	6,5	10,2	13,4	17,4	26,1	32,9	41,7	47,7	27,4	32,8	38,4	42,6	46,4	45,7	36,2	38,3	41,9
Интернет	0,0	0,2	0,3	0,6	1,3	2,4	4,8	10,2	14,9	17,8	27,0	42,2	59,0	77,0	97,0	112,3	136,0	166,3
Итого	22,8	36,5	58,1	74,8	95,8	129,0	165,6	217,3	257,2	186,4	218,9	264,6	301,3	334,7	354,7	326,0	363,9	416,5

Динамика	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	за период
ТВ	88%	94%	33%	31%	34%	30%	32%	23%	-18%	15%	19%	9%	9%	2%	-14%	10%	13%	26
Радио	79%	52%	32%	26%	27%	28%	33%	-4%	-30%	12%	17%	25%	15%	3%	-13%	6%	2%	12
Пресса	37%	33%	21%	22%	25%	22%	24%	14%	-44%	7%	6%	2%	-8%	-9%	-26%	-12%	-8%	2
ООН	67%	57%	31%	30%	50%	26%	27%	14%	-43%	20%	17%	11%	9%	-2%	-21%	6%	9%	11
Интернет	1900%	50%	100%	117%	85%	100%	113%	46%	19%	52%	56%	40%	31%	26%	16%	21%	22%	832
Итого	60%	59%	29%	28%	35%	28%	31%	18%	-28%	17%	21%	14%	11%	6%	-8%	12%	14%	18

Структура	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ТВ	29%	34%	41%	43%	43%	43%	44%	44%	46%	52%	51%	50%	48%	47%	45%	42%	41%	41%
Радио	6%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	4%
Пресса	48%	41%	34%	32%	31%	28%	27%	26%	25%	19%	17%	15%	14%	11%	10%	8%	6%	5%
ООН	17%	18%	18%	18%	18%	20%	20%	19%	19%	15%	15%	15%	14%	14%	13%	11%	11%	10%
Интернет	0%	1%	1%	1%	1%	2%	3%	5%	6%	10%	12%	16%	20%	23%	27%	34%	37%	40%
Итого	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Источник [51]

Приложение К



Источник: [Яндекс – карты, технический паспорт здания]

Рисунок К.1 – Местоположение и конфигурация исследуемого земельного участка с указанием на расположение двух строений.

Приложение Л

Таблица Л.1 – Расчет проекта эксплуатации незавершенного объекта недвижимости в качестве гостиницы

Показатели	Параметр	1	2	3	4	5	6	7	7
Количество дней	365				365	365	365	365	
Расчетная мощность, номеров исходя из полезной площади, ед.	100				100	100	100	100	
Загрузка, %	по данным рынка				30%	40%	50%	55%	
Количество номеров в год	расчетный				10 950	14 600	18 250	20 075	
Инфляция цен, %	2,5%	1,03	1,05	1,08	1,10	1,13	1,16	1,19	
Цена номера в среднем руб./сутки	6 000				6 622,88	6 788,45	6 958,16	7 132,11	
Доход от проживания, руб.	расчетный				72 520 507	99 111 359	126 986 429	143 177 199	
Дополнительные доходы от стоимости номеров, руб.	25%				18 130 127	24 777 840	31 746 607	35 794 300	
Выручка, руб.	расчетный				90 650 634	123 889 199	158 733 037	178 971 499	
Денежный поток, доля выручки, руб.	25%				22 662 658	30 972 300	39 683 259	44 742 875	419 257 307
Инвестиции в достройку и оснащение по данным табл.24 по вар. 1, руб.	-239 010 349	-81 661 869	-83 703 416	-85 796 001					
Ставка дисконтирования	12,00%	0,89	0,80	0,71	0,64	0,57	0,51	0,45	0,45
Дисконтированный денежный поток	расчетный	-72 912 383	-66 727 851	-61 067 899	14 402 529	17 574 515	20 104 774	20 239 404	189 650 714
Чистая текущая стоимость проекта (NPV), руб.	расчетный	61 263 803							

Источник: составлено автором

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования

«Дальневосточный федеральный университет»

ШКОЛА ЭКОНОМИКИ И МЕНЕДЖМЕНТА

Кафедра «Финансы и кредит»

ОТЗЫВ РУКОВОДИТЕЛЯ

на выпускную квалификационную работу студента (ки) Огневой Светланы Дмитриевны, группы М1207ф, обучающейся по направлению 38.04.08 «Финансы и кредит» магистерской программе «Финансы: управление и развитие в современных экономических условиях»

Руководитель ВКР к.э.н. доцент В.В. Кривец

на тему: Стоимостно - ориентированный подход в системе финансового менеджмента унитарного предприятия

Дата защиты ВКР с "27" июня 2018 г.

Рост стоимости компании во всем мире считается адекватной оценкой эффективности ее деятельности. Поэтому стоимостно-ориентированный подход является необходимым инструментом финансового менеджмента. В то же время в реалиях отечественной экономики и применительно к унитарным предприятиям идеи стоимостно-ориентированного менеджмента не находят должного применения и не реализуются, что и обуславливает актуальность темы исследования.

Содержание выпускной работы в основном соответствует заданию. Оформление текстовой части, табличного и графического материала соответствует требованиям ГОСТ, образовательным и научным стандартам, методическим рекомендациям.

К достоинствам данной работы можно отнести хорошую проработанность теоретических вопросов, выполненную на приемлемом уровне практическую часть, а так же логичность и обоснованность выводов.

Существенных недостатков в работе не выявлено.

Студентка показала высокую степень самостоятельности в сборе материала, анализе источников, проведении исследования в соответствии с выбранной методологией, проявила критическое мышление при построении и проверке гипотез, а также формулировании выводов. При подготовке выпускной работы студентка проявила ответственность, добросовестность и работоспособность на должном уровне.

Отдельные положения работы могут быть использованы в практических целях управления финансами унитарного предприятия и в образовательном процессе.

Заключение: заслуживает оценки «отлично» и присвоения соответствующей квалификации

Руководитель ВКР к.э.н., доцент



Кривец В.В.

13 июня 2018 г.