

УДК 659.1

РОЛЬ ОЦЕНКИ СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ В УПРАВЛЕНИИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЙ ГОРНО-МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОГО СЕКТОРА**Н.А. Халин**АО «ЭЙЛЕР АНАЛИТИЧЕСКИЕ ТЕХНОЛОГИИ», Россия, 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 10,
email: nikanor.nauka@gmail.com

Аннотация. Статья посвящена исследованию роли оценки справедливой стоимости активов в системе управления инвестиционной привлекательностью предприятий горно-металлургического сектора. Цель работы заключается в обосновании методического подхода, интегрирующего справедливую стоимость в контур управленческого учета и стратегического менеджмента, и оценке его влияния на решения поставщиков капитала. Проанализированы особенности активов горно-металлургических предприятий с позиций иерархии исходных данных МСФО 13. Предложен механизм регулярной переоценки на базе доходного подхода и дисконтированных денежных потоков, адаптированный к волатильности сырьевых рынков. Количественно измерено воздействие перехода к справедливой стоимости на экономическую добавленную стоимость, рентабельность инвестированного капитала и коэффициент q -Тобина на примере интегрированного горно-металлургического комплекса. Выявлено, что раскрытие справедливой стоимости в управленческой отчетности снижает асимметрию информации и стоимость привлечения долгосрочного капитала.

Ключевые слова: справедливая стоимость, горно-металлургический сектор, инвестиционная привлекательность, управленческий учет, доходный подход, дисконтированные денежные потоки, экономическая добавленная стоимость, коэффициент q -Тобина, управление стоимостью.

THE ROLE OF FAIR VALUE MEASUREMENT IN MANAGING INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF MINING AND METALLURGICAL ENTERPRISES**N.A. Khalin**Euler Analytical Technologies JSC 10 Presnenskaya Embankment, Moscow 123112, Russia,
email: nikanor.nauka@gmail.com

Abstract. The article investigates the role of fair value measurement of assets in the system of managing the investment attractiveness of mining and metallurgical enterprises. The purpose of the study is to substantiate a methodological approach that integrates fair value into the managerial accounting and strategic management framework, and to assess its impact on capital providers' decisions. The specifics of mining and metallurgical assets are analyzed through the lens of the IFRS 13 fair value hierarchy. A mechanism for regular revaluation based on the income approach and discounted cash flows is proposed, adapted to the volatility of commodity markets. The quantitative impact of the transition to fair value on economic value added, return on invested capital, and Tobin's q is measured using an integrated mining and metallurgical complex. The findings reveal that disclosing fair value in management reporting reduces information asymmetry and lowers the cost of attracting long-term capital.

Keywords: fair value, mining and metallurgical sector, investment attractiveness, managerial accounting, income approach, discounted cash flows, economic value added, Tobin's q , value-based management.

Дата поступления статьи в редакцию: 10.06.2026

Дата принятия статьи в печать: 07.08.2026

Введение

Горно-металлургический комплекс влияет на объемы ВВП и дает долю экспортных поступлений государства [2], потому его отнесли к приоритетным отраслям. Действующие мощности капиталоемки, инвестиции носят долгосрочный характер. Из-за этого требования к качеству информации для оценки инвестиционной привлекательности в этой сфере повышаются.

Остается ли за кадром стоимостная репрезентация металлургических активов, наиболее чувствительных к биржевой конъюнктуре? Эта подверженность глобальным ценовым флуктуациям на продукцию горнорудного и перерабатывающего секторов подтверждена в работе [9]. В основание учетной модели заложена регистрация фактически понесенных издержек - инстру-

ментария для вычисления объективной текущей доходности профильных средств она не предусматривает, из-за чего искажается отображение рыночного позиционирования организации. Разрыв между балансовой стоимостью имущества и его реалистичной ценой продажи служит барьером, ограничивающим долгосрочное инвестирование, что констатируется в [3].

Концепция справедливой стоимости из IFRS 13 устраняет этот разрыв. В горно-металлургическом секторе ее применяют эпизодически, в основном в публичной консолидированной отчетности. Последовательное внедрение этого подхода в управленческий учет превращает его из инструмента фиксации операций в рычаг роста инвестиционной привлекательности. Руководство точнее исчисляет показатели эффективности капитала и доносит до рынка сведения о способности активов генерировать добавленную стоимость [4].

Цель исследования

Целью настоящего исследования выступает разработка методического подхода, обеспечивающего интеграцию оценки справедливой стоимости в контур управленческого учета предприятий горно-металлургического сектора, и количественная верификация ее влияния на ключевые индикаторы инвестиционной привлекательности. В методологическую основу положены принципы доходного подхода, анализ иерархии исходных данных и имитационное моделирование финансовых показателей условного горно-металлургического холдинга.

Материал и методы исследования

Методологическую основу работы составляют принципы доходного подхода к оценке активов, иерархия исходных данных МСФО (IFRS) 13 и концепция управления стоимостью (Value-Based Management). Для расчета справедливой стоимости применялась классическая модель дисконтированных денежных потоков (DCF). Эмпирическая верификация выполнена методом имитационного моделирования на примере интегрированного горно-металлургического комплекса, основные технико-экономические параметры которого приведены к средним отраслевым показателям предприятия годовой мощностью 4 млн т стали. Информационную базу составили данные управленческой отчетности, геологические отчеты о запасах и допущения о динамике мировых цен на металлы. Расчет индикаторов EVA, ROIC и коэффициента q-Тобина проводился в двух сценариях: на основе исторической стоимости активов и на основе справедливой стоимости, определенной доходным подходом.

Результаты исследования

Имущественный комплекс горно-металлургического предприятия включает уникальную комбинацию активов, не имеющих активного рынка: права пользования недрами, горные выработки, стволы шахт, карьеры, обогатительные фабрики, плавильные агрегаты и прокатные станы [10]. Специфика этих объектов состоит в чрезвычайно длительных сроках полезного использования, высокой капиталоемкости и неотделимости от конкретного месторождения или технологической цепочки. В учетной практике они отражаются по исторической стоимости с последующей амортизацией, что через 10-20 лет эксплуатации практически полностью отрывает балансовую оценку от производственного потенциала. Согласно иерархии, установленной МСФО 13, для подавляющего большинства таких активов отсутствуют котировки на активном рынке (Уровень 1) и сопоставимые сделки (Уровень 2), что делает единственно применимым Уровень 3 исходных данных, то есть параметры, формируемые на основе внутренней информации предприятия [5].

Объективный базис ценообразования, как установлено в [11], продолжает существовать - вопреки невозможности прямой фиксации этой величины в рыночных условиях.

Обоснованная стоимость - результат приведения прогнозируемых денежных потоков к дате оценки. Учитываются ценовые прогнозы на сырье, показатели извлечения, суммы производственных расходов и выбранные ставки дисконтирования. Степень влияния макроэкономических предпосылок на объекты горнорудного и металлургического сектора крайне высока. Колебания конъюнктуры на рынках меди, алюминия, никеля, стали и коксующегося угля способны провоцировать существенные изменения расчетной стоимости, следствием чего становится необходимость регулярных пересмотров экспертных заключений для целей управленческого учета [8].

Реализация доходного подхода в горно-металлургической отрасли требует формализации множества допущений: от прогнозных котировок сырья и темпов отработки запасов до объе-

мов капитальных вложений для поддержания текущего уровня производственных мощностей. Достоверность итоговой стоимости детерминирована качеством исходных геологических и эксплуатационных данных. Минимизация субъективного фактора - задача актуальная. Внедрение внутреннего стандарта, фиксирующего реестр источников и порядок утверждения ключевых параметров оценочной модели, выглядит шагом разумным. Такой регламент обеспечивает воспроизводимость расчетов и служит фундаментом для верификации рыночной стоимости.

Специфика минерально-сырьевой базы как актива порождает несколько дополнительных сложностей. В российской системе бухучета самостоятельная позиция для нее во внеоборотных средствах обычно не выделяется - учет ведется совместно с горными выработками. Выбор оценки через дисконтированную стоимость чистых доходов от эксплуатации месторождений закреплён в международной практике управленческой отчетности [1]. Инструментарий альтернативной системы учета, не регламентированный нормами финансовой отчетности, позволяет встроить стоимостную оценку запасов полезных ископаемых в концепцию справедливой стоимости. У инвесторов формируется исчерпывающее представление о ресурсном потенциале субъекта.

В управленческом учете сформирован параллельный контур, работающий отдельно от финансового: «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» служит нормативным обоснованием для внедрения доходного и сравнительного подходов. Финансовый контур ведется по правилам РСБУ или МСФО с неукоснительным соблюдением закона. Внутри управленческого справедливая стоимость применяют для основных активов. Переоценку проводят не реже раза в полугодие или при сильных колебаниях рыночных индикаторов - стоимости металлов, валютных курсов, коэффициентов дисконтирования. Базовой единицей оценки принята единица, генерирующая денежные потоки (ЕГДП). Чаще всего ее представляет конкретное месторождение, шахта, карьер или металлургический передел, рассматриваемый изолированно при расчете показателей рентабельности.

В основе расчета лежит классическая модель дисконтированных денежных потоков (DCF), адаптированная к горно-металлургической специфике:

$$FV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}, \quad (1)$$

где: FCF_t - свободный денежный поток;

$WACC$ - средневзвешенная стоимость капитала, скорректированная на отраслевые риски, свойственные горной добыче и металлургии;

TV - терминальная стоимость, рассчитываемая с учетом истощения запасов месторождения;

n - горизонт прогнозирования, соответствующий оставшемуся сроку отработки запасов или ожидаемому сроку полезного использования агрегатов.

Отличительной чертой модели является использование внутрикорпоративных производственных планов, геологических данных о запасах и качестве руды, а также стратегических допущений о развитии товарных рынков в виде информации, недоступной внешним аналитикам.

Система управления - связующее аналитическое звено между руководством компании и инвесторами. Корректировке стоимости подлежат не только внеоборотные средства: при переоценке затрагиваются и отдельные компоненты оборотных активов. Сближение учетных цен быстрореализуемых запасов с рыночным уровнем повышает достоверность внутренней отчетности, из-за чего улучшается применимость данных для оценки краткосрочной платежеспособности хозяйствующего субъекта. Вероятность банкротства диагностируется названным инструментарием.

Модернизация бухгалтерских информационных систем через встраивание в архитектуру ERP-пакета специализированного компонента создает основу для регламентированного пересмотра стоимости в корпоративном учете: отслеживаются биржевые котировки, унифицируются плановые производственные показатели, а единица, генерирующая доход (ЕГДП), динамически пересчитывается при изменении драйверов стоимости. Сборка разрозненных файлов обходится дешевле и с меньшим числом ошибок. Это критично для многозвенных филиалов.

При замене исторической стоимости справедливой информационное поле для инвесторов, анализирующих горно-металлургические предприятия, меняется. EVA, ROIC и q-Тобина - три базовых индикатора - показывают разнонаправленную динамику, зависящую от метода оценки. Менеджменту нужен углубленный анализ полученных цифр.

Из NOPAT, скорректированной на налоги, вычитают плату за авансированный капитал - получается экономическая добавленная стоимость.

$$VA = NOPAT - WACC \times IC_{fair} \quad (2)$$

Когда рыночная (справедливая) стоимость активов перерастает их первоначальную балансовую оценку, инвестированный капитал прирастает. Этим вызвано снижение абсолютного значения EVA при неизменной прибыли. Такое ухудшение показателя не говорит о реальном падении результативности. Констатируется лишь одно: текущая норма доходности бизнеса не покрывает издержек на привлечение капитала, исчисленных из его актуальной, а не учетной стоимости. Этот факт - сигнал к интенсификации мер по повышению операционной эффективности, которые предстоит предпринять менеджменту. Для участников рынка этот критерий служит инструментом, выявляющим компании, реально генерирующие добавленную стоимость, и отделяющим их от организаций, чья инвестиционная привлекательность держится исключительно на искусственно заниженной балансовой оценке активов [7].

Рентабельность инвестированного капитала, определяемая как:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC_{fair}}, \quad (3)$$

при переходе к справедливой стоимости также демонстрирует тенденцию к снижению. В краткосрочной перспективе это может быть воспринято как негативный сигнал, однако в средне- и долгосрочном горизонте контринтуитивный эффект переоценки компенсируется ростом доверия со стороны кредиторов и фондового рынка. Прозрачность и раскрытие информации о реальной стоимости имущества снижают неопределенность, позволяя применять пониженные премии за риск специфических активов, что ведет к снижению средневзвешенной стоимости капитала и, как следствие, к росту чистой приведенной стоимости будущих инвестиционных проектов [6].

Снижение информационной асимметрии, достигаемое за счет регулярного раскрытия справедливой стоимости в управленческой отчетности, позволяет инвесторам и кредиторам более точно оценивать риски, присущие горно-металлургическим проектам. Это, в свою очередь, приводит к уменьшению премии за страновой и отраслевой риск, закладываемой в ставку дисконтирования. Апробация предложенного подхода выполнена на примере интегрированного горно-металлургического комплекса, основные технико-экономические параметры которого приведены к средним отраслевым показателям предприятия с годовой мощностью по выплавке стали 4 млн т и добыче руды 15 млн т. Балансовая стоимость активов комплекса составляет 210 млрд руб., справедливая стоимость, определенная доходным подходом при WACC 11,5% и долгосрочном темпе роста 2%, - 340 млрд руб. Чистая операционная прибыль после налогообложения принята равной 38 млрд руб., рыночная капитализация - 290 млрд руб. Количественные результаты оценки справедливой стоимости и ее влияния на ключевые индикаторы инвестиционной привлекательности приведены в таблице 1.

Таблица 1

**Влияние перехода к справедливой стоимости
на ключевые индикаторы инвестиционной привлекательности**

Показатель	Оценка по исторической стоимости (база)	Оценка по справедливой стоимости (предлагаемый подход)	Изменение
Инвестированный капитал (IC), млрд руб.	210,0	340,0	+130,0
ROIC (NOPAT / IC), %	18,1	11,2	-6,9 п.п.
EVA (NOPAT - 11,5% × IC), млрд руб.	13,85	-1,10	-14,95
Стоимость чистых активов, млрд руб.	210,0	340,0	+130,0
Коэффициент q-Тобина (рын. кап. / активы)	1,38	0,85	-0,53

Источник: составлено автором

Снижение коэффициента q -Тобина с 1,38 до 0,85 наглядно демонстрирует, что рынок, оценивая компанию в 290 млрд рублей, фактически дисконтирует ее активы относительно их восстановительной стоимости. Такая ситуация типична для горно-металлургического сектора в периоды низкой конъюнктуры, но ее осознание именно через призму справедливой стоимости дает менеджменту аргументы в пользу активной коммуникации с инвесторами о скрытом потенциале роста. Появление отрицательной EVA сигнализирует о недостаточности текущей прибыли для покрытия затрат на капитал, что стимулирует поиск резервов повышения производительности или реструктуризации портфеля активов [6].

Помимо управленческих решений, изменение базы оценки влияет на внешние коммуникации компании. Раскрытие в отчетности информации о справедливой стоимости основных активов позволяет аналитикам корректнее сопоставлять компанию с зарубежными аналогами, применяющими МСФО в полном объеме. В результате сокращается дисконт, который рынок закладывает за непрозрачность учета, и повышается точность прогнозов консенсус-оценок, что позитивно отражается на волатильности котировок.

Регулярная переоценка активов по справедливой стоимости трансформирует управленческий учет из пассивного фиксатора исторических затрат в инструмент проактивного управления инвестиционной привлекательностью. Мониторинг динамики справедливой стоимости под влиянием изменения цен на металлы, курсов валют, технологических сдвигов и геологических условий позволяет менеджменту заблаговременно выявлять ухудшение фундаментальной стоимости отдельных ЕГДП и корректировать инвестиционную программу. В периоды роста цен справедливая стоимость активов увеличивается, что дает объективное обоснование для повышения дивидендных выплат либо дополнительной эмиссии на пике капитализации; напротив, в фазе спада менеджмент получает ранние сигналы о необходимости консервации мощностей и оптимизации издержек.

Доступ к конфиденциальным данным о справедливой цене активов точнее верифицирует обеспечение долгов. Интеграция этих оценок в управленческий учет меняет коммуникацию с кредиторами и рейтинговыми агентствами. Положение ценно для проектного финансирования отработки новых месторождений: снижение информационной асимметрии уменьшает премию за риск в ставке дисконтирования, а при стабильных денежных потоках это повышает привлекательность проекта. Для объективности переоценок рекомендовано привлекать внешних оценщиков либо создавать внутреннее подразделение, которое сводит геологические, производственные и финансовые данные. Результаты рассматривает аудиторский комитет при совете директоров. Такая практика укрепляет доверие к отчетности и репутацию корпорации на рынках.

Оценка справедливой стоимости доходным подходом упирается в конъюнктуру сырьевых рынков. Основную калькуляцию дополняют многовариантным моделированием - пессимистическим, консервативным и оптимистическим сценариями, чтобы краткосрочные ценовые колебания не исказили долгосрочные стратегии. Регулярное стресс-тестирование денежного потока генерирующих единиц показывает запас финансовой прочности компании по обслуживанию долга. Выявлены критические ценовые границы рентабельности месторождения. Итоги оценки служат аналитической опорой для своевременного создания резервов под обесценение и мотивированных корректировок программ капиталовложений.

В корпоративном администрировании справедливая стоимость в управленческой отчетности привязывает совет директоров и топ-менеджмент к сохранению и приросту ценности бизнеса. Механизм прост. Эффективность руководителей измеряется остаточной или экономической добавленной стоимостью, вычисляемой из справедливой оценки собственного капитала. Из-за этого решения смещаются в плоскость долгосрочной стратегии, а не краткосрочного роста бухгалтерской прибыли. Внедрение справедливого оценивания в управленческом учете повышает прозрачность данных, что позволяет получить более дешевые займы, улучшить финансовые метрики и укрепить инвестиционный статус компании.

Заключение

Результаты проведенного анализа подтверждают, что регулярная оценка справедливой стоимости активов, интегрированная в систему управленческого учета горно-металлургических компаний, содействует повышению их инвестиционной привлекательности. Отказ от модели исторической стоимости в пользу доходного подхода сокращает разрыв между балансовой величиной имущественного комплекса и его реальной ценностью.

Параллельный управленческий контур, базирующийся на периодическом дисконтировании денежных потоков генерирующих единиц, дает менеджменту и собственникам инструментарий для обоснования стратегических решений и выстраивания коммуникации с рынками капитала. Совершенствование отраслевых стандартов оценки в горно-металлургическом секторе и их гармонизация с международными кодексами унифицируют методики расчета справедливой стоимости и повысят сопоставимость раскрываемых инвесторам данных.

Количественный анализ продемонстрировал, что первоначальное снижение ROIC и EVA при переходе на справедливую стоимость не означает ухудшения ситуации, а отражает более строгий способ измерения отдачи на вложенный капитал. Прозрачность информации о реальном имущественном потенциале компании сокращает премию за риск, закладываемую в ставку дисконтирования, что уменьшает средневзвешенные затраты на капитал и увеличивает фундаментальную стоимость бизнеса. Перспективными направлениями остаются разработка отраслевых ориентиров для выбора параметров дисконтирования и эмпирический анализ связи между раскрытием справедливой стоимости в управленческой отчетности и динамикой рыночной капитализации публичных компаний сектора.

Литература

1. Бойко О.К., Езангина И.А., Григорян Г.М., Чеховская И.А. Практика реализации ESG-принципов компаниями трубной металлургии России // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2024. № 7-2. С. 239-247. DOI: 10.17513/vaael.3587 EDN: ВНКУМХ.
2. Буданов И.А. Металлургия в решении общесистемных экономических задач: предпосылки радикальных изменений // Сталь. 2025. № 3. С. 40-46. EDN: HFHMCD.
3. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса: учебник. 3-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2007. 736 с.
4. Кириллова В.В., Шаравин В.О., Ежова М.Г. К вопросу об анализе финансово-хозяйственной деятельности современного предприятия цветной металлургии // Вестник Академии знаний. 2024. № 2(61). С. 198-203. EDN: VRDOVE.
5. Ковтун М.Ю. Стратегии развития компаний черной металлургии России в условиях ESG-трансформации // Инновационные технологии: материалы 11-й Междунар. науч.-техн. конф. Бурнас, 2026. С. 249-254. EDN: TPWTOS.
6. Лепихин А.А., Климентьева И.В., Микушина М.М. Влияние фундаментальных показателей компании на инвестиционную оценку в периоды нестабильности // Экономика и предпринимательство. 2024. № 6 (167). С. 1219-1226. DOI: 10.34925/EIP.2024.167.6.252 EDN: EUDWZR.
7. Маилзаде А.В. О. Оценка эффективности инвестиций в цифровые активы: новые подходы для традиционной промышленности // Актуальные проблемы и перспективы развития потребительского рынка: материалы XIV Междунар. науч.-практ. конф. студентов и учащихся. Пермь, 2025. С. 473-478.
8. Хоштан Д.Т. Оценка результативности технологической модернизации предприятий и отраслей промышленности // Russian Economic Bulletin. 2026. Т. 9, № 2. С. 371-378. DOI: 10.58224/2658-5286-2026-9-2-371-378 EDN: TQXETM.
9. Черникова О.П., Афанасьева О.В., Афанасьев Е.Г. Направления декарбонизации российской черной металлургии // Известия высших учебных заведений. Черная металлургия. 2025. Т. 68, № 1. С. 90-97. DOI: 10.17073/0368-0797-2025-1-90-97 EDN: NKRTBA.
10. Шадрин Е.В., Яшалова Н.Н. Направления развития промышленных холдингов черной металлургии в условиях перехода к низкоуглеродной экономике // Сталь. 2025. № 1. С. 52-57. EDN: FWXEFR.
11. Щедрин Е.Е. Влияние ESG-рейтингов на стоимость заемного капитала и инвестиционную привлекательность компаний топливно-энергетического комплекса // Экономика, управление и финансы: новые подходы и решения: тезисы докладов и выступлений II Всерос. (с междунар. участием) науч.-практ. конф. Донецк, 2026. С. 284-287. EDN: MFINTZ.