

## Тема 8 Основы управления стоимостью компании

### 1. Стоимость как критерий эффективного управления компанией.

Для того чтобы оценить, движется ли система в необходимом направлении или направление нуждается в корректировке, пользуются определенным критерием. В теории и на практике критерием измеряется расстояние от исходного состояния, в котором находится система, до состояния (или состояний), выбранного в качестве цели.

Именно благодаря наличию критерия у специалиста появляется возможность оценить степень достижения цели в каждый конкретный момент и при необходимости из всего множества управляющих воздействий выбрать именно то, которое позволит достичь желаемого состояния и удовлетворить критерий. Как правило, критерий – это показатель, сконструированный или выбранный из показателей, характеризующих функционирование системы, для оценки ее состояния и служащий целям управления ею.

Обязательным условием существования любого показателя, в том числе критериального, является требование его наблюдаемости, что дает возможность измерить его величину и включить, например, в расчет других комплексных показателей.

К показателям, характеризующим деятельность конкретного предприятия, можно отнести размеры прибыли и убытков, количество проданного товара, величину дохода, уровень заработной платы, сумму налогов, состояние балансовых счетов и т.д. Все они имеют конкретное количественное выражение и, как правило, строятся на базе других показателей, например, доход от продаж выводится из количества продаваемых товаров, цен на них и уплачиваемых налогов.

В современном финансовом анализе для оценки состояния бизнеса как системы применяется множество комплексных относительных и аддитивных показателей, однако стоимость является основополагающим критерием в управлении компанией.

Важным моментом развития механизма управления микроэкономической системой является методическое обеспечение его оценки, осуществляемой в процессе антикризисного управления, позволяющего учитывать чувствительность стоимости производственного комплекса к формирующим ее факторам. Коэффициент чувствительности каждого фактора будет показывать реакцию рыночной стоимости объекта на изменение значения данного фактора.

Рассмотрим структуру стоимости предприятия как микроэкономической системы подробнее (рисунок 1).



Рисунок 1 – Структура стоимости микроэкономической системы компании

Денежные средства в виде чистой прибыли, остающиеся в распоряжении предприятия (фактически у акционеров), формируются по остаточному принципу. Поступающая в бизнес выручка расходуется в первую очередь на оплату счетов поставщиков за используемые в производственном процессе материалы и энергию. Сюда же относятся и амортизационные отчисления, цель которых возместить расходы предприятия за приобретенное ранее оборудование и производственную недвижимость.

Далее бизнес рассчитывается с работниками за уже выполненную работу, тем самым позволяя персоналу достичь их материальных целей. Затем возмещение получают кредиторы: им за предоставленные финансовые ресурсы выплачиваются проценты. В предпоследнюю очередь денежные средства направляются государству, которое собирает налоги с прибыли бизнеса. Оставшиеся средства поступают в распоряжение собственников, которые используют их для выплаты дивидендов или в качестве дополнительных денежных ресурсов для расширения производства.

На максимальный размер требований к бизнесу со стороны поставщиков, работников, кредиторов и государства наложены ограничения, и только требования собственников, возникающие по остаточному принципу, не ограничены сверху. Требования поставщиков ограничены суммами, согласованными в договорах поставки и оказания услуг; требования работников – заработной платой, оговоренной трудовым договором (контрактом); требования кредиторов – процентными ставками и суммами, подлежащими возврату по кредитным договорам; требования государства устанавливаются законодательно и измеряются налоговыми ставками. Именно такой порядок расчетов обеспечивает заинтересованность в бизнесе как инструменте достижения индивидуальных целей всех сторон, в первую очередь собственников.

Выясним последствия снятия ограничений на размер требований любого из участников при сохранении существующей очередности платежей. Предположим, что вопреки условиям договора поставщики начинают требовать платеж произвольного размера. В этом случае ни работникам, ни кредиторам, ни государству, ни тем более собственникам ничего не остается, их цели не будут достигаться, бизнес как центр соединения интересов сторон перестанет существовать. Если теперь снять ограничения на максимальную величину заработной платы, неудовлетворенными останутся требования кредиторов, государства и собственников. В этих условиях кредиторы перестают кредитовать, государство не имеет средств для выполнения своих функций, а собственники не заинтересованы в развитии производства. Отсутствие ограничений на обязательства перед кредиторами делает невозможным достижение государством и собственниками их целей, лишает их важного источника денежных средств. Наконец, снятие ограничений с требований государства полностью уничтожает интерес со стороны собственников к поддержанию производства в работоспособном состоянии и его дальнейшему расширению. Установление государством завышенных налоговых ставок, штрафов и пеней, преследующее цель максимального наполнения бюджета, приводит к угасанию интереса со стороны собственников к развитию бизнеса. Следовательно, можно утверждать, что при сложившихся ограничениях на размер требований к бизнесу со стороны участников и существующей очередности их удовлетворения собственник, будучи последним в этой очереди, автоматически становится самой заинтересованной стороной в сбалансированном состоянии микроэкономической системы предприятия, поскольку при плохом ведении дел от бизнеса ничего не останется.

Выяснив характер взаимодействия отдельных элементов в системе государства и описав связи бизнеса с внешней средой, перейдем к рассмотрению существующих критериев близости текущего состояния бизнеса к его целевому состоянию.

Сформулировав цель существования имущественного комплекса в терминах наибольшего удовлетворения интересов собственников при существующих ограничениях на максимальный размер требований, предъявляемых к бизнесу другими

заинтересованными сторонами, рассмотрим ряд показателей, таких как выручка, прибыль, рентабельность активов и продаж, их временные ряды и стоимость бизнеса.

Чтобы выявить преимущества и недостатки использования отдельных показателей в качестве критериев, сравним их друг с другом. Основная цель подобного сравнения – демонстрация еще одного преимущества использования стоимости в качестве объекта управления, теперь уже с точки зрения взгляда на нее как на критерий системы бизнеса. Сравнивая, будем следовать следующей схеме. Из всего перечня показателей выбираются два, после чего второй показатель выражается через первый. Фактически это означает, что любое изменение в системе бизнеса, улавливаемое первым показателем, воспринимается и вторым. Напротив, для доказательства того, что обратное неверно, будет приводиться опровергающий пример двух бизнесов, разница в состоянии которых улавливается только вторым показателем и не улавливается первым. Отсюда будет делаться вывод о том, что в качестве критерия второй показатель предпочтительнее, поскольку он охватывает большую область состояний бизнеса и позволяет воспринимать то, что недоступно первому.

Приводимые доказательства не опираются исключительно на математические выкладки, а имеют в своей основе экономическую взаимосвязь между показателями. С точки зрения математики для большинства функций, выражающих экономические зависимости, существуют обратные функции. Однако если, например, определение прибыли на основе выручки выглядит вполне логично, расчет выручки по прибыли невозможен из-за того, что в первую очередь измеряется именно выручка, а только потом выводится прибыль. Следовательно, в приведенном примере говорить об обратной функции, выражающей выручку через прибыль, с точки зрения экономики не совсем корректно.

Специалист в области оценочной деятельности В. Григорьев считает, что объектом оценки на всех этапах арбитражного процесса банкротства несостоятельных предприятий могут быть отдельные активы предприятия, либо его имущественный комплекс, либо предприятие как бизнес.

## **2. Виды стоимости для целей управления компанией**

Цель оценки определяется видом стоимости, который требуется установить, и выбором метода оценки стоимости предприятия.

Наиболее распространенный вид стоимости при оценке предприятий – его обоснованная рыночная стоимость. Данный вид стоимости применяется в западных странах в сфере антикризисного управления, а также при исчислении налогов, таких как налоги на дарение и наследство, имущество, при кредитовании предприятия, его продаже и в других случаях.

Обоснованная рыночная стоимость предприятия – это его наиболее вероятная цена, выраженная в денежных единицах или денежном эквиваленте, по которой предприятие перешло бы из рук продавца в руки покупателя при их взаимном желании купить или продать, достаточной информированности обо всех имеющих отношение к сделке фактах, причем ни одна из сторон сделки не была бы принуждена к покупке или продаже.

Если при сделке купли-продажи имеется влияние интересов, нехарактерных для типичного покупателя или продавца, цена не может отражать обоснованную рыночную стоимость. Тогда вместо термина «обоснованная рыночная стоимость» специалисты употребляют понятие «рыночная стоимость».

Обоснованная стоимость предприятия – это стоимость акций неконтрольного пакета. Различие между обоснованной стоимостью и обоснованной рыночной стоимостью состоит в учете скидки на неконтрольный пакет акций.

Инвестиционная стоимость – это стоимость предприятия для одного конкретного покупателя (инвестора или владельца). Инвестиционная стоимость отличается от

обоснованной рыночной стоимости предприятия по ряду причин, в том числе в прогнозных оценках будущей доходности, степени риска, ставках налогообложения (если инвестор имеет льготы по налогам) и пр. Эти различия обусловлены индивидуальными целями конкретного инвестора.

При определении инвестиционной стоимости предприятия рассчитывают также обоснованную рыночную стоимость, с тем, чтобы облегчить инвестору принятие окончательного решения. Как правило, инвестиционная стоимость предприятия выше обоснованной рыночной стоимости.

Внутренняя, или фундаментальная, стоимость предприятия представляет собой аналитическую оценку стоимости предприятия, основанную на глубоком анализе существующего финансового и технико-экономического состояния предприятия и предполагаемых внутренних возможностях его развития в будущем. Определение внутренней стоимости предполагает учет благоприятных (или неблагоприятных) перспектив развития предприятия и эффекта целостности системы, когда ценность целого обычно выше, чем простая сумма стоимостей отдельных элементов. Таким образом, внутренняя стоимость зависит не от целей конкретного инвестора, как при определении инвестиционной стоимости, а от субъективных аналитических заключений независимого эксперта-оценщика.

На развитом цивилизованном фондовом рынке специалисты различают курсовую и внутреннюю стоимость акций. Внутренняя, или реальная, стоимость акции определяется внутренней (фундаментальной) стоимостью предприятия. Внутренняя стоимость акции – это та ее стоимость, которой она должна и будет обладать, когда другие инвесторы получат ту информацию о предприятии, которую имеет эксперт-оценщик, исследующий данное предприятие.

Внутреннюю стоимость предприятия определяют, исходя из таких факторов, как:

1) стоимость активов предприятия. Материальные активы предприятия обладают определенной рыночной стоимостью. Обычно при оценке действующего предприятия активы отдельно не оцениваются. Они оцениваются отдельно, как правило, при определении ликвидационной стоимости предприятия;

2) наиболее вероятный будущий денежный поток предприятия в прогнозном периоде. При прогнозировании будущих доходов предприятия эксперт-оценщик получает несколько вариантов чистого дохода предприятия, из которых для оценки необходимо выбрать вариант с наибольшей степенью вероятности;

3) вероятные будущие темпы роста чистого дохода предприятия в остаточный постпрогнозный период, определить которые – наиболее трудная задача, решаемая также при прогнозировании развития предприятия.

Рассмотрение вышеназванных факторов осуществляется в процессе так называемого фундаментального анализа, в рамках которого определяется самый важный показатель – ожидаемый денежный поток предприятия, а также анализируются такие факторы, как структура капитала, качество управления, квалификация рабочих и пр.

На основе анализа этих факторов эксперт-оценщик определяет внутреннюю стоимость предприятия (или внутреннюю стоимость акций этого предприятия).

Если при анализе внутренней стоимости акции предприятия выявится, что ее рыночная (т.е. курсовая) стоимость оказывается ниже уровня внутренней стоимости, эксперт-оценщик делает вывод о том, что данные акции покупать выгодно. Если рыночная (курсовая) стоимость акций выше предполагаемой (ожидаемой) внутренней стоимости акций, определяемой исходя из внутренней стоимости предприятия, эксперт-оценщик делает вывод о том, что эти акции необходимо продавать.

В связи с тем, что внутренняя стоимость предприятия определяется при глубоком анализе предыстории и перспектив его развития, считается, что это наиболее реальная и точная (естественная) оценка стоимости предприятия.

Стоимость действующего предприятия – это стоимость жизнеспособного функционирующего предприятия, имеющего собственные активы, товарно-материальные запасы, постоянную рабочую силу, осуществляющего хозяйственные операции и не находящегося под непосредственной угрозой несостоятельности.

Стоимость действующего предприятия определяется стоимостью группы нематериальных активов (в совокупности или конкретных нематериальных активов), стоимость которых составляет превышение стоимости действующего предприятия над стоимостью только его материальных активов. При определении стоимости действующего предприятия для его купли-продажи из общей стоимости нематериальных активов предприятия вычитаются некоторые их виды, например Гудвилл, или те, для которых может быть выявлен особый поток доходов и которые продавец не хочет продавать.

Ликвидационная стоимость представляет собой чистую сумму, которую собственник предприятия или арбитражный управляющий могут получить при ликвидации этого предприятия и раздельной распродаже его активов. Существует принудительная и упорядоченная ликвидация. При упорядоченной ликвидации распродажа активов производится в течение разумного времени, с тем, чтобы получить максимально возможную в этих случаях цену за каждый вид распродаваемого актива.

При определении ликвидационной стоимости необходимо учитывать все затраты, связанные с ликвидацией предприятия, административные издержки по поддержанию работы и охраны предприятия до его окончательной ликвидации, налоги, расходы оценочных, юридических и аудиторских фирм, комиссионные брокерам, осуществляющим продажу активов, и пр. Кроме того, при определении ликвидационной стоимости предприятия надо дисконтировать ожидаемую чистую выручку от продажи активов по ставке, учитывающей связанный с этим риск, с момента ожидаемого получения чистой выручки до даты оценки.

Балансовая (бухгалтерская) стоимость предприятия определяется по балансовому отчету предприятия как сумма его активов за вычетом накопленных амортизационных отчислений, а также сумм кратко- и долгосрочных обязательств предприятия. При определении балансовой стоимости предприятия основные фонды оцениваются с учетом последней переоценки за вычетом также переоцененных амортизационных отчислений. При этом некоторые виды активов могут быть списаны. Обязательства оцениваются по номинальной стоимости с учетом условий кредитных договоров.

Восстановительная стоимость предприятия – это балансовая стоимость предприятия с учетом переоценки активов на дату оценки его стоимости. Восстановительная (текущая) стоимость предприятия часто используется экспертами-оценщиками в качестве предварительной оценки стоимости предприятия.

В плановой экономике наиболее часто при оценке использовалась балансовая стоимость. Однако при антикризисном управлении требуется определять рыночную и ликвидационную стоимость.

Существует несколько десятков методик, методов и способов оценки стоимости предприятий. Они обычно классифицируются (группируются) специалистами в три подхода: сравнительный (или рыночный), доходный и имущественный (или затратный).

Широко известно также «золотое правило» оценки предприятий для некоторых промышленных отраслей экономики, которое гласит: покупатель не заплатит за предприятие более четырехкратной величины среднегодовой прибыли до налогообложения.