

КРАТКО ОБ ОЦЕНКЕ И УПРАВЛЕНИИ СТОИМОСТЬЮ ИМУЩЕСТВА ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ¹

Козырь Ю.В., к.э.н., руководитель отдела оценки и
экспертизы собственности

Аудиторская фирма «РУСАУДИТ Дорнхоф, Евсеев и партнеры»

Перейти на Главное МЕНЮ

Концепция управления предприятием, основанная на максимизации его стоимости (стоимости его имущества), является одной из самых эффективных². Это объясняется тем, что изменение стоимости предприятия за период, будучи критерием эффективности хозяйственной деятельности, учитывает практически всю информацию, связанную с его деятельностью. Принимая то или иное управленческое решение, руководство предприятия должно соотносить последствия реализации этого решения на деятельность предприятия, итоговым критерием которой является стоимость. Управленческие решения руководства предприятия условно делятся на несколько видов: решения по инвестициям, решения по финансированию инвестиций и решения по хозяйственной деятельности. Каждое из этих решений состоит из множества других решений, например, решения по финансированию состоят из дивидендной политики компании, решений по заемному финансированию и взаимоотношений с поставщиками и клиентами и т.д. При переходе России к рыночной экономике возникает проблема справедливого распределения благ между субъектами рынка. Одним из решений этой проблемы является справедливая оценка стоимости имущества предприятий и выявления факторов, воздействующих на их стоимость с тем, чтобы принятие новых управленческих решений вело к достижению поставленной цели – максимизации стоимости отдельных предприятий и, через это, повышением благосостояния всего общества. В этой связи в современной России можно выделить несколько практических проблем управления стоимостью, обуславливающих значимость заявленной темы, а именно:

- конфликты акционеров и кредиторов;
- конфликты менеджмента и акционеров;
- проблема выбора между направлением средств в инвестиции и на дивиденды;
- проблема выбора между первоочередным инвестированием средств и погашением обязательств;
- проблема выбора между первоочередным инвестированием средств и оставлением запаса денежных средств;
- необходимость выявления новых методологических подходов к оценочной деятельности, позволяющих в большей степени учитывать специфику экономики России.

Теоретические аспекты этого подхода разработаны в трудах таких зарубежных ученых, как Г. Александр, И. Ансофф, Р. Брейли, Дж. Бэйли, А. Дамодаран, Г. Десмонд, К. Гриффит, Р. Хэмптон, Д. Хей, Р. Келли, Т. Коллер,

¹ Статья Козыря Ю.В. «Оценка и управление стоимостью имущества промышленного предприятия» поступила в редакцию 18.05.2003 г. и в полном объеме будет опубликована в сборнике научных трудов «Приложение к журналу «Аудит и финансовый анализ», № 1, 2004 г.

² Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. Стоимость компаний. М., ЗАО «ОЛИМП-БИЗНЕС», 1999, стр.25-51.

Т. Коупленд, С. Майерс, С. Мелцзер, М. Миллер, Ф. Модильяни, Д. Моррис, Дж. Муррин, Ш. Пратт, Д. Росс, В. Шарп, Ф. Шерер, Дж. Фишмен, К. Уилсон. К сожалению, приходится констатировать, что накопленный за рубежом опыт не всегда может быть применен в современных российских условиях. Так, например, применяемая за рубежом для определения значения ставки дисконтирования денежного потока акционеров модель оценки капитальных вложений (*CAPM – capital assets pricing model*) практически не применима в России ввиду отсутствия статистики по среднерыночной доходности акций. В связи с этим необходимо найти способы разрешения специфических проблем российского рынка. В этой связи следует отметить работы российских специалистов по данной тематике – Л.И. Абалкина, А.А. Алпатова, С.В. Валдайцева, П.Л. Виленского, А.Г. Грязновой, Н.Г. Данилочкиной, В.С. Ефремова, В.Н. Лившица, Т.П. Прудниковой, С.А. Смоляка, Т.В. Тазикиной, О.В. Тихонова, Н. Н. Тренева, М. А. Федотовой и др. Особого внимания в части управления стоимостью заслуживают работы И.А. Егерев³ и С. Мордашова⁴. В то же время следует отметить, что перечисленные выше авторы и предлагаемые ими подходы не охватывают все возникающие в данной части проблемы. Например, предложенный анализ чувствительности, изложенный в подходе И.А. Егерев и С. Мордашова обладает хорошими диагностическими свойствами в части выявления возможных приоритетов в управлении стоимостью имущества, но эти подходы сами по себе зачастую оказываются недостаточными для адекватного воздействия на факторы стоимости, поскольку для их воплощения необходим механизм реализации, отсутствующий в упомянутых работах. Кроме того, в настоящее время существуют определенные пробелы и неясности в методиках оценки и критериях принятия управленческих решений⁵, и данное исследование призвано, в некоторой степени, восполнить эти пробелы.

Основной целью проведенного в этой работе исследования является определение критериев принятия управленческих решений на основе применения концепции стоимости.

Информационную основу работы составили законодательные и нормативные акты, работы отечественных и зарубежных авторов, посвященные проблемам стоимостной оценки компаний, данные Госкомстата, Интернет-холдинга «РосБизнесКонсалтинг» («РБК»), некоммерческого партнерства «Фондовая биржа РТС», а также другие базы данных.

Процесс оценки и управления стоимостью имущества компании неразрывно связан с качеством управления компанией. Управление, основанное на стоимостном подходе, является в определенном смысле дуальной процедурой: с одной стороны, результаты оценки стоимости необходимы для анализа достигнутых экономических результатов деятельности компании, с другой стороны, скорректированные по результатам оценки управ-

³ И. А. Егеров. Влияние параметров производственного и финансового циклов на стоимость предприятия (бизнеса), – Московский оценщик, №4/2000.

⁴ С. Мордашов. Рычаги управления стоимостью компании. – Рынок ценных бумаг, №15 2001 г.

⁵ В частности, степень разработанности данной тематики не позволяет учитывать критерии выбора очередности инвестирования в активы, выплаты дивидендов и погашения обязательств, критерии выбора между арендой и покупкой недвижимости, и т.п.

ленческие стратегия и процедуры целенаправленно воздействуют на стоимость компании. И этот процесс бесконечен (по крайней мере, в пределах времени жизни самой компании). Методическая база этого подхода постоянно развивается и множится.

Остановимся коротко на выводах, которые можно сделать на основе проделанной работы.

При оценке ликвидационной стоимости активов необходимо учитывать фактор ограниченности времени реализации имущества по сравнению с ожидаемым временем продажи имущества на рынке (так называемым «временем экспозиции»). Для этой цели автором разработаны конкретные способы учета фактора ограниченности времени реализации имущества.

Разработана методика экспресс-оценки оборудования, заключающаяся в учете результатов последней оценки основных фондов, отраслевой инфляции и степени износа за период, прошедший с момента последней оценки.

В модель прогнозирования денежного потока, применяемую в стоимостной оценке предприятий, необходимо вносить поправку, учитывающую сальдо коммерческих кредитов. Эта поправка отражает сальдо расчетов по таким статьям, как «авансы полученные», «авансы уплаченные», «дебиторская задолженность» и «кредиторская задолженность», причем сальдирование осуществляется с учетом оборачиваемости каждой из этих статей. Необходимо также учитывать фактор коммерческого кредита при оценке средневзвешенной стоимости капитала. Это предложение является другой формой учета коммерческого кредита: фактор коммерческого кредита, подобно эффекту налогового щита, можно учитывать не только в денежных потоках, но и в ставке дисконтирования; важно избежание двойного учета или неучета. Кроме этого, при построении прогноза денежных потоков, а именно той его части, которая относится к выплатам по налогу на имущество, следует учитывать планируемые объемы капитальных вложений в будущих периодах и среднюю ставку амортизационных отчислений основных фондов. Предложен также способ расчета прогнозируемых величин выплат по налогу на имущество.

При оценке имущества компаний затратным подходом (методом накопления активов) следует принимать во внимание стоимость передаваемого по лизингу оборудования, скорректированную на приведенную стоимость оставшихся лизинговых платежей.

При оценке имущества компаний особое внимание следует обращать на выявление и стоимостную оценку ее нематериальных активов; при этом следует различать стоимость таких активов в использовании самой компанией и стоимость (этих активов) для целей продажи: с учетом возможностей несанкционированного доступа и нелегального приобретения стоимость нематериальных активов для целей продажи чаще всего ниже их стоимости при существующем использовании. Разработана оригинальная методика оценки рыночной стоимости и стоимости в использовании шаблонов электронных документов («рыб»).

Необходимо более широко применять опционный подход при оценке имущества предприятий, а также их проектов и обязательств. Достоинства этого подхода заключаются в его способности адекватного отражения нелинейных динамик в самых сложных ситуациях, в том числе при быстро меняющемся окружении, когда традиционные методы оценки могут давать сбои. Также следует отметить иную трактовку риска в контексте применения опци-

онного подхода: если доходный подход рассматривает нарастание внешних изменений как возрастающий риск (посредством увеличения ставки дисконтирования вследствие возрастания стандартного отклонения доходности), то опционный подход напротив рассматривает нарастание внешних изменений как фактор, положительно влияющий на стоимость имущества предприятия или его проектов и ресурсов. Такие различия в учете влияния внешних изменений на стоимость предприятия могут объясняться следующими причинами. Во-первых, использование стандартного отклонения доходности в качестве меры риска, вошедшее в обиход с появлением пионерских работ Марковица и Шарпа, имеет один существенный недостаток – отклонения в положительную от ожидаемого результата сторону трактуются моделью оценки капитальных активов (САРМ) точно так же, как и отклонения в отрицательную сторону, что на практике приводит к завышению оценки риска динамично развивающихся компаний. Во-вторых, опционный подход учитывает ценность управления имуществом (например, рациональное использование рыночной конъюнктуры), а также тот факт, что стоимость обязательств компании не может превышать стоимость ее активов.

Разработан подход к выбору менеджеров предприятий между инвестированием в активы и оставлением запаса денежных средств. Суть подхода заключается в приведении к единому знаменателю достоинств и недостатков ликвидных и неликвидных активов. Достоинством неликвидных активов является их способность генерировать прибыль, недостатком – высокие издержки, обусловленные их неликвидностью (большой ценовой спрейд и большое время реализации подобных активов). Наоборот, к достоинству ликвидных активов следует отнести низкие издержки ликвидности (что позволяет использовать возможности переключения на возникающие лучшие инвестиционные альтернативы), а к недостатку – неспособность генерирования прибыли. Разработанная модель оценки стоимости ликвидности позволяет учитывать такие издержки ликвидности, как разница цен покупки и продажи имущества, вероятность возникновения лучшей инвестиционной альтернативы в течение заданного времени, вероятность быстрой продажи актива по существующим рыночным ценам, время продажи актива, а также рентабельность активов предприятия и ставку доходности потенциально лучшей инвестиционной альтернативы.

Внесены предложения по оценке ставки дисконтирования денежных потоков акционеров: а) сравнительным методом; б) с помощью учета вероятности дефолта, адаптированной к ожидаемому сроку инвестирования; в) с помощью соотношения стандартных отклонений доходностей фондовых индексов российского РТС и американского S&P500. Суть предложения по определению ставки дисконтирования сравнительным методом основана на следующих допущениях: в силу фактического отсутствия на российском рынке статистики по ставкам дисконтирования (за редким исключением) сначала должны выявляться цены нескольких сделок с акциями или имуществом компаний, могущих хоть в какой-то степени быть похожими на оцениваемое предприятие, а также имеющих доступную финансовую отчетность, затем круг аналогов должен быть сужен (выбираются еще более похожие предприятия), после чего, имея информацию о ценах сделок и величинах денежных потоков этих компаний, можно численно определить значения

ставки дисконтирования. Усредненная оценка полученных значений и будет являться искомой. Суть предложения автора по определению ставки дисконтирования с учетом вероятности дефолта сводится к трансформации риска при неопределенном сроке жизни (или сроке владения) обезличенного актива в риск актива, время жизни (время владения) которого является определенной величиной.

Разработанные критерии принятия инвестиционных решений на рынке недвижимости могут помочь менеджерам осуществлять оптимальный выбор между покупкой/продажей и арендой/сдачей в аренду недвижимости в зависимости от соотношений текущих стоимостей недвижимости и арендных ставок со средними за период значениями и соотношений степени их изменения за период.

Эффективные инвестиционные решения могут приниматься на основе: а) выбора знаков денежных потоков от инвестиционной и финансовой деятельности; б) выбора между инвестированием в активы и выплатой дивидендов; в) выбора между инвестированием в активы и первоочередным погашением обязательств; г) критерия и алгоритма выбора между инвестированием в активы и оставлением запаса денежных средств.

Предложенные критерии оптимального ценообразования на товары и услуги предприятия и системы скидок на его продукцию позволяют аналитически рассчитывать цену продукции с учетом колебаний спроса, свойств продукции и потребительских предпочтений. Оптимизация ценообразования продукции предприятия является одним из возможных и эффективных способов управления предприятием, повышающим стоимость его имущества.

Сведение промежуточных значений стоимости имущества предприятия, полученных различными методами оценки, в итоговую величину стоимости должно осуществляться с позиций продавца и покупателя с учетом текущего состояния рынка, отражающего доминирование одной из этих групп.

Концептуальное отличие подхода к управлению стоимостью предприятия, предложенное автором диссертации, от подходов других авторов заключается в акцентировании внимания менеджеров на оптимизации управления и использования ресурсов, как общих для большинства компаний (дивиденды, денежные средства, активы, обязательства), так и частных (аренда, покупка/продажа недвижимости), а не собственно на анализе факторов стоимостных моделей или анализе чувствительности показателей деятельности предприятия и характеристик внешнего окружения. Такая оптимизация выражается в использовании специальных критериев выбора, изложенных в настоящей работе.

Принятие на вооружение концепции максимизации стоимости позволит менеджерам оптимизировать управление компаниями, согласовав краткосрочные и долгосрочные цели, а также личные и общественные интересы. От того, каким образом акционеры компаний будут формировать свои стратегические цели, и учитывать при принятии оперативных решений нацеленность на увеличение общего благосостояния, во многом будет зависеть их долгосрочный успех.

Научная новизна работы заключается в разработке новых подходов к управлению стоимостью имущества предприятия, а также в уточнении и дополнении некоторых существующих методов оценки имущества. В частности:

1. Выявлена взаимосвязь стоимостей ликвидных и неликвидных активов предприятия, которая обусловлена влиянием ряда внешних факторов (разница цен спроса и предложения неликвидных активов, рентабельность активов предприятия, процентные ставки, ожидаемое время владения имуществом, риск реализации неликвидного имущества и др.).
2. Разработаны новые предложения по определению безрисковой ставки дисконтирования, применяемой в процессе оценки предприятия: а) уточнено понятие «чистая безрисковая ставка» - плата за пользование деньгами в условиях отсутствия любых рисков, включая инфляционный; б) ввиду недостаточного развития фондового рынка в России разработано предложение по оценке безрисковой ставки на основе рынка недвижимости (принимая во внимание три фактора: высокоэффективный рынок недвижимости, наличие у предприятий на балансах и за балансами большого объема промышленной и офисной недвижимости и отнесение предприятий к объектам недвижимости).
3. Предложен механизм определения стоимости активов (имущества) предприятия посредством первоначального определения рыночной стоимости его обязательств.
4. Предложена процедура обобщения результатов оценки стоимости имущества различными методами, которая заключается в определении не обезличенной стоимости изначально, а в определении стоимости имущества для конкретного субъекта рынка - продавца или покупателя.
5. Определены критерии принятия менеджерами эффективных инвестиционных решений на основе выбора между: а) инвестированием в активы и погашением обязательств; б) инвестированием в активы и выплатой дивидендов; в) инвестированием в активы и оставлением запаса денежных средств; г) покупкой (продажей) и арендой (сдачей в аренду) недвижимости.

На основе проведенного анализа стоимости предприятий разработаны новые модели и методы, позволяющие проводить оценку стоимости предприятия и составных элементов его имущественного комплекса. Разработанные рекомендации, методики и элементы методик могут применяться владельцами имущественных комплексов предприятий, а также различными лицами, организациями и структурами, занимающимися бизнес-консалтингом, арбитражом, финансовым планированием и налогообложением.

Основные положения использовались в процессе осуществления работ по оценке стоимости объектов оценки, которыми являлись имущественные комплексы, пакеты акций и долговые обязательства таких предприятий как ОАО «ГАЗ», ОАО «Иркутскэнерго», ОАО «Акрон», ОАО «Новокузнецкий алюминиевый завод», ОАО «АХК «Туполев», ГП ВВО «Сельхозпроэкспорт», ГП «Новоэкспорт», ГП «Промсырьеимпорт», ЗАО «МТУ-Интел» и др. Кроме того, по результатам некоторых осуществленных работ были прочитаны лекции, с которыми автор выступал в Межотраслевом институте повышения квалификации (МИПК при РЭА им. Плеханова). Результаты исследований были использованы в практической деятельности государственных регулирующих структур, таких как Российский Фонд Федерального Имущества, Министерство Внешнеэкономических Связей, Министерство Имущественных Отношений, по месту работы автора, а также в ряде коммерческих структур (ОАО «Акрон», ООО «Руспромавто» и др.).

Козырь Юрий Васильевич
Перейти на Главное МЕНЮ