

3.20. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА И СИНЕРГЕТИЧЕСКИХ ЭФФЕКТОВ ПРИ СОЗДАНИИ И РЕОРГАНИЗАЦИИ КОРПОРАЦИЙ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

Садовская Т.Г., д.т.н., профессор,
зав. кафедрой предпринимательства и
внешнеэкономической деятельности

Московский государственный технический университет им. Н.Э. Баумана

В статье исследуются современные подходы к оценке экономической эффективности корпоративной реорганизации, основанные на показателях рыночной и общественной стоимости бизнеса. Обобщаются принципы учета экономических интересов стейкхолдеров в различных странах мира, даются характеристики американской и западноевропейской модели корпоративного управления, описываются механизмы слияний и поглощений в России и за рубежом. Излагаются основные понятия, методы и модели оценки стоимости бизнеса и синергетических эффектов с использованием российского и международного формата финансовой отчетности.

ВВЕДЕНИЕ

Современный этап развития экономики России характеризуется ростом сложности рыночных отношений и интеграцией российских предприятий в мировую финансово-экономическую систему. Эти процессы поставили перед отечественными предприятиями ряд новых требований, наиболее существенным из которых является необходимость принятия управленческих решений для повышения стоимости бизнеса. Показатель стоимости бизнеса отражает экономические выгоды, получаемые собственниками от вложения капитала в действующее предприятие, и является обобщающим показателем его экономической эффективности.

Особенность современных рыночных отношений такова, что эффективное управление предприятием становится невозможным без ориентации на повышение стоимости бизнеса. Предприятия, не способные обеспечить требуемую собственниками доходность капитала, испытывают отток финансовых ресурсов и неизбежно оказываются финансово несостоятельными, приходят к банкротству. Эта проблема крайне актуальна для отечественных промышленных предприятий, реализующих наукоемкие, прогрессивные технологии, которые требуют значительных инвестиций. Открытость современной экономической системы России увеличивает значимость решения указанной сложной проблемы, так как отсутствие методов эффективного управления предприятиями приводит к утечке финансового капитала из страны и сокращению ее производственно-экономического потенциала.

В течение последних десятилетий во всем мире развиваются и углубляются международные связи в сфере инвестиций, производства, снабжения, сбыта, финансов, научно-технического прогресса и образования, что обеспечивает формирование глобальной экономической системы. Глобализация означает появление мощных международных хозяйственных комплексов, ведущих конкурентную борьбу за доступ к ресурсам и за рынки сбыта в мировом масштабе, и усиление взаимосвязанности и взаимозависимости государств, входящих в систему мирового хозяйства.

В ближайшее время необходимо разработать концепцию развития Российской Федерации в условиях открытого национального рынка с учетом вступления во Всемирную торговую организацию (ВТО) и вовлечения отраслей национального хозяйства в международное разделение труда. На этом пути важно отойти от привычных шаблонов и моделей промышленного развития страны, выстраиваемых формально, без надлежащего учета специфики современного и будущего развития глобальной экономической системы.

СИСТЕМА ЭКОНОМИЧЕСКИХ ИНТЕРЕСОВ УЧАСТНИКОВ БИЗНЕСА И НАЦИОНАЛЬНЫЕ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Целевой задачей деятельности предприятия в условиях рыночной экономики является извлечение экономических выгод. На выполнение этой задачи ориентирована деловая активность предприятия и формирование его финансовых ресурсов. При проведении комплексного анализа деятельности предприятия необходимо рассматривать экономические интересы участников бизнеса – групп лиц, как непосредственно, так и косвенно участвующих в делах предприятия.

Участники бизнеса представляют собой лица или группы лиц, заинтересованных в получении выгод от деятельности предприятия. Они различаются по ресурсам, передаваемым в экономический оборот, и по экономическим выгодам, извлекаемым за счет этого из деятельности корпорации.

В зарубежной литературе таких заинтересованных лиц также называют стейкхолдерами (от англ. stakeholder - дольщик, посредник). Теория стейкхолдеров была сформулирована американским экономистом Р. Фриманом [19]. Это – физические или юридические лица, заинтересованные в финансовых и иных результатах бизнеса. Они формируют группы влияния внутри и вне компании, и их экономические интересы надо учитывать при осуществлении деятельности. Зачастую интересы стейкхолдеров системно противоречат друг другу, и разрешение таких противоречий является основной задачей системы корпоративного управления.

Основными группами влияния в деятельности корпорации являются:

- учредители (собственники, акционеры);
- деловые партнеры (поставщики, покупатели, кредиторы, арендодатели, инвесторы);
- персонал организации (менеджеры, работники);
- покупатели продукции;
- государство и общество.

Учредители (участники) и собственники передают в экономический оборот ресурсы в виде вкладов в уставный (складочный) капитал или в уставный фонд, а в процессе деятельности осуществляют реинвестирование прибыли, извлекая при этом экономические выгоды в форме дивидендов и роста стоимости предприятия на рынке капитала.

Деловые партнеры предприятия (кредиторы, арендодатели, инвесторы, поставщики и покупатели) предоставляют предприятию банковские кредиты, передают имущество в аренду, предоставляют облигационные займы, товарные кредиты и авансы, при этом рассчитывают на получение процентов по банковскому кредиту, арендной платы, премий по облигациям, процентов по вексельному кредиту, комиссионных и товарного дисконта.

Персонал организации (менеджеры, работники) предоставляют предприятию оказанные, но еще не оплаченные услуги и депоненты и получают заработную плату, а также социальные выплаты.

Покупатели, получают экономические путем приобретения качественной наукоемкой продукции.

Перечисленные группы лиц получают непосредственные выгоды от деятельности корпорации. Но система корпоративного управления также должна учитывать внешние эффекты, или экстерналии (от англ. external-

ities) которые отражают позитивное или негативное влияние на параметры деятельности других участников экономического процесса: предприятий отдельных индивидов, государства, общества в целом. В создании теории внешних эффектов решающую роль сыграл британский экономист А. Пигу [13]. Эта теория изучает случаи, когда выгоды или издержки экономической деятельности корпорации затрагивают третьих лиц.

Экономические выгоды распределяются в процессе формирования финансовых результатов деятельности предприятия. В условиях рынка единственным участником, который сознательно идет на риски, рассчитывая при этом на получение сверхприбыли, является акционер (собственник бизнеса). Все остальные заинтересованы в гарантированных экономических выгодах:

- работники и менеджеры – в оплате труда;
- поставщики – в оплате поставок;
- кредиторы – в возврате основной суммы кредита и процентов;
- государство – в получении налоговых платежей.

Таким образом, они в принципе не склонны к риску, так как специфика извлекаемых ими выгод не предполагает какой-либо премии в этом случае.

Анализируя принципы учета экономических интересов участников бизнеса в различных странах мира, можно утверждать, что существуют определенные, исторически сложившиеся национальные модели корпоративного управления. Причем они определяются не только законодательством той или иной страны, а и сложившимися национальными традициями бизнеса. Исследование процессов создания корпораций в США и в странах Западной Европе позволяет выделить типовые модели корпоративного управления и изучить их отличительные особенности.

Американская модель

Американская модель основана на активном использовании рыночных инструментов управления. Корпорации привлекают ресурсы на фондовых рынках. Основным механизмом создания интегрированных структур являются сделки слияний и поглощений (mergers and acquisitions, M&A), а главной мерой синергетического эффекта – повышение рыночной стоимости.

В американской модели только акционеры имеют право влиять на принятие стратегических решений и политику корпорации. Корпорация действует исключительно в интересах акционеров как организованной группы собственников. Представители группы наемных работников, включая менеджеров, в корпорацию не входят, а выступают как агенты акционеров, которым делегируется определенный круг прав и обязанностей по управлению. Среди особенностей американской модели корпоративного управления – прямой запрет для банков владеть акциями нефинансовых компаний, блокирующий формирование финансовой олигархии, высокая раздробленность пакетов акций и, следовательно, невозможность единоличного контроля и принятия решений со стороны одного акционера; высокая ликвидность рынка ценных бумаг, обеспечивающая быстрое «недружественное» поглощение (hostile takeover) неэффективных корпораций и, как следствие, являющаяся фактором повышения профессионализма и эффективности управления [5].

Основным критерием эффективности в американской модели является получение прибыли собственником предприятия. Эта концепция берет свои истоки

в классических работах А. Маршалла, отмечавшего еще в конце XIX в.: «... то, что остается от прибыли собственника после вычета процента на капитал по текущей ставке, можно назвать его предпринимательской или управленческой прибылью» [8]. Интерес к этой концепции существенно возрос в 1960-1970-х гг. века в связи с появлением публикаций М. Миллера и Ф. Модильяни по теории фирмы [3], в которых было доказано, что инвестиции в проекты, обладающие чистой приведенной стоимостью, являются основным фактором роста рыночной стоимости компании. Значительный вклад в популяризацию данной концепции сделан Б. Стюартом и Д. Штерном [21, 22], предложившими показатель экономической добавленной стоимости (economic value added, *EVA*).

Западноевропейская модель

Западноевропейская модель основана на непосредственном участии государства и банковских структур, ее важнейшими особенностями являются социальное партнерство и социальная ответственность. Для западноевропейской модели характерно включение в корпорацию всех заинтересованных групп:

- акционеров;
- менеджеров;
- финансовых структур;
- государства.

В западноевропейских странах является обязательным включение представителей трудового коллектива в наблюдательные советы; корпорации неотъемлемы от государства, которое владеет крупными пакетами акций, имеет своих представителей в правлении, стимулирует и поддерживает координацию компания в отраслях; через банки формируются промышленные группы, специализирующиеся на ведении наукоемкого бизнеса.

Поэтому понятие эффективности рассматривается шире, с учетом экономических интересов различных групп. Такие эффекты отражаются в показателе общественной стоимости (public value) [17, 20].

Общественная стоимость для организаций государственного сектора является аналогом понятию рыночной стоимости для коммерческого предприятия. Если рыночная стоимость отражает потоки экономических выгод для акционеров и рост их благосостояния, то общественная стоимость характеризует потоки экономических выгод для граждан (рост благосостояния общества).

Национальные модели корпоративного управления также определяют особенности механизмов венчурного (рискового) финансирования наукоемких предприятий. В разных странах. Именно эти механизмы заложили фундамент современной «информационной экономики», позволили создать крупнейшие компании в области производства вычислительной техники, программного обеспечения, электронной техники, биотехнологий и др.

Отличие венчурного финансирования от традиционных источников заключается в том, что финансовые ресурсы предоставляются предприятию без гарантированного обеспечения активами. Такая форма финансирования является особо актуальной для создающихся или развивающихся предприятий, которые обладают идеями, знаниями и новыми технологиями, но еще не имеют активов для обеспечения банковского кредита.

Венчурный капитал – это долгосрочный, рискованный капитал, инвестируемый в ценные бумаги новых и бы-

строрастущих компании с целью получения высокой прибыли после регистрации акций этих компаний на фондовой бирже. Возможности использования венчурного и банковского капитала в зависимости от стадии развития наукоемкого бизнеса схематично представлены на рис. 1.

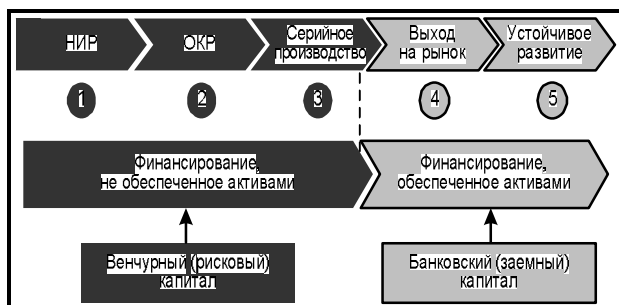


Рис. 1. Использование источников финансирования в зависимости от стадии развития наукоемкого бизнеса

На схеме на рис. 1 выделено пять основных этапов развития наукоемкого предприятия – начиная от осуществления научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (НИР и ОКР) и заканчивая устойчивым развитием на рынке.

На первых трех этапах, когда ведутся НИР и ОКР, а также осуществляется мелкосерийное производство, т.е. создаются инновации, наукоемкое предприятие, как правило, еще не имеет активов, чтобы взять кредит в банке под их гарантию. На этих этапах осуществляется преимущественное использование венчурного капитала. На последних двух этапах, когда предприятие уже выходит на рынок и имеет активы, оно получает возможность использовать заемный капитал.

Форма венчурного финансирования является наиболее «рыночной» из всех существующих, так как венчурный инвестор в отличие от банка заинтересован не в гарантированном возврате займа и фиксированных процентах, а в получении сверхприбыли от капиталовложений в рискованные высокотехнологичные проекты. При этом, имея долю в акционерном капитале, венчурный инвестор получает возможность принятия управленческих решений и контроля за деятельностью предприятия.

На диаграммах на рис. 2 представлена структура источников венчурного капитала в США и Западной Европе. По сути, это две модели финансирования инновационной деятельности. Если в США основной объем инвестиций поступает от пенсионных фондов (23%) и частных инвесторов (22%), то в Европе значительную долю инвестиций предоставляют банковские организации (35%).

Лидерство пенсионных фондов в финансировании инновационной деятельности в США объясняется тем, что начиная с 80-х годов прошлого века они получили право вкладывать ограниченную часть своих средств в инвестиционные проекты с повышенной степенью риска, а также льготы по налогообложению прибыли. Важную роль в венчурном бизнесе США играют частные инвесторы – так называемые бизнес-ангелы (англ. business angels). Благодаря их инвестициям в США зародились такие гиганты компьютерной индустрии, как Microsoft, Apple, Compaq, Sun Microsystems, Lotus и Intel.

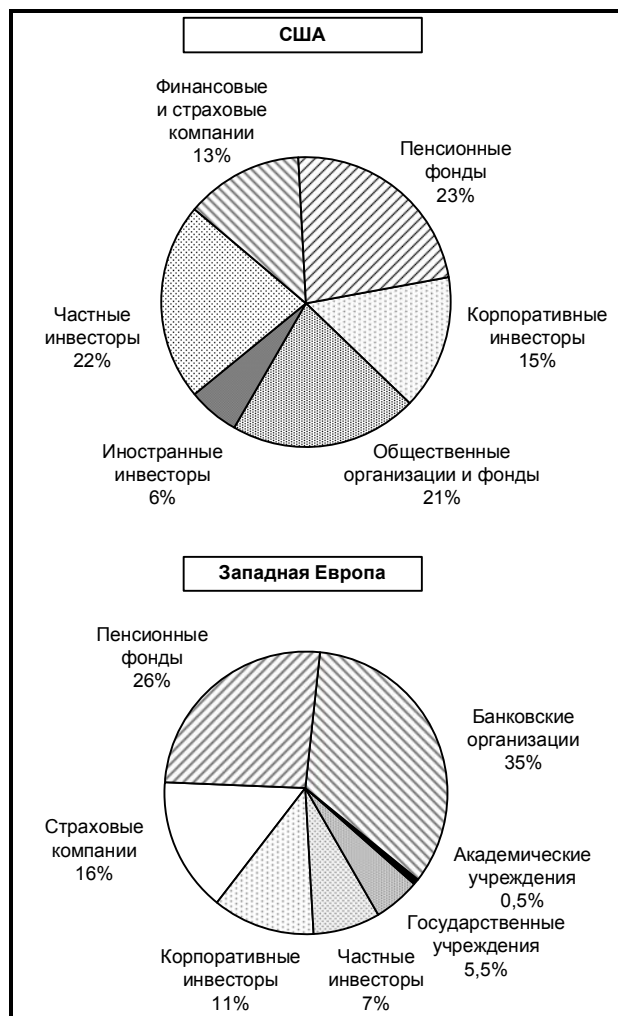


Рис. 2. Источники венчурного капитала в США и Западной Европе

МЕХАНИЗМЫ СОЗДАНИЯ И РЕОРГАНИЗАЦИИ КОРПОРАЦИЙ

Основным механизмом создания интегрированных корпоративных структур за рубежом является проведение сделок слияний и поглощений (mergers and acquisitions, M&A). Существуют определенные различия в толковании понятия M&A в зарубежной практике и в российском законодательстве [3, 11].

Реорганизация является правовым способом прекращения деятельности существующих и возникновения новых юридических лиц. В соответствии со ст. 57 Гражданского кодекса РФ (ГК РФ), видами реорганизации являются слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование.

Сделкам M&A в российском законодательстве соответствуют термины «слияние» и «присоединение».

При слиянии прекращается существование юридических лиц, а на их базе образуется новое юридическое лицо. При присоединении одно юридическое лицо «вливается» в другое и перестает существовать как самостоятельная организация.

В соответствии с российским законодательством под слиянием понимается реорганизация юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них

переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом. Следовательно, необходимым условием оформления сделки слияния компаний является появление нового юридического лица, при этом новая компания образуется на основе двух или нескольких прежних фирм, утрачивающих полностью свое самостоятельное существование.

В международной деловой практике выделяют:

- слияние (объединение) компаний соответствует российскому термину;
- поглощение (приобретение) компании, при котором компания-покупатель получает контроль над компанией-целью, и последняя становится дочерней или зависимой организацией.

В соответствии с общепринятыми за рубежом подходами под слиянием подразумевается любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более ранее существовавших структур.

Следует отметить, что в международной деловой практике понятия «слияния» и «поглощения» не имеют такого четкого разграничения, как в нашем законодательстве. Характерной особенностью сделки по поглощению является приобретение абсолютного или частичного права собственности на активы компании-цели. Поглощение компании зачастую осуществляется путем скупки всех акций предприятия на бирже, означающей приобретение этого предприятия.

С юридической точки зрения существует достаточно большое количество способов объединения. Операция по объединению компаний осуществляется в разных формах, она может представлять собой покупку компанией собственного капитала другой компании или покупку чистых активов в другой компании путем эмиссии акций, перевода денежных средств, их эквивалентов или других активов.

Но главной целью является создание технологического разрыва, т.е. обеспечение значительного превосходства над техникой конкурентов по показателям «цена-качество». Создание таких технологий требует значительного времени и значительных инвестиций для формирования научно-технической базы. Они могут быть реализованы только в условиях крупных корпораций.

В настоящее время в РФ осуществляется масштабное реформирование устаревшей отраслевой структуры промышленности, результатом которой должно стать создание крупных наукоемких корпораций, объединяющих разработчиков, производителей и поставщиков инновационной продукции военного и гражданского назначения. В условиях глобализации только такие интегрированные структуры способны выдержать жесткую конкуренцию с зарубежными промышленными компаниями-гигантами на мировом рынке высоких технологий.

За последние годы в соответствии с указами Президента РФ созданы крупные корпоративные объединения предприятий, осуществляющих производство и реализацию наукоемкой продукции военного и гражданского назначения. Это:

- Объединенная авиастроительная корпорации (ОАК);
- Объединенная судостроительная корпорация (ОСК);
- Российская корпорация нанотехнологий (Роснанотех);
- Государственная корпорация по атомной энергии «Росатом»;
- Государственная корпорация по содействию разработке, производству и экспорту высокотехнологичной промышленной продукции «Ростехнологии» и другие системообразующие интегрированные структуры и корпорации.

В условиях обострения конкурентной борьбы, постоянно растущей динамики рыночных отношений предприятиям, производящим сложную наукоемкую продукцию, крайне необходимо иметь возможность непрерывно повышать качество всех процессов, эффективность своей деятельности за счет ускорения исследования и разработки продукции, сокращения издержек при производстве и эксплуатации, повышения уровня сервиса и технического обслуживания. Решение этой задачи невозможно без соответствующей информационной поддержки процессов жизненного цикла (ЖЦ) продукции на основе стандартизации методов представления данных на каждой стадии ЖЦ изделия и безбумажного электронного документооборота.

В РФ задача повышения конкурентоспособности существенно отличается от ведущих зарубежных стран. Она серьезно осложняется тем, что решать ее приходится в условиях глубоких структурных преобразований отраслей промышленности. Крупные российские корпорации пока еще находятся на начальной стадии своего формирования, их рыночная история не продолжительна. В России набирают силу процессы интеграции, слияний и поглощений компаний высокотехнологичного бизнеса. Формируются интегрированные научно-производственные структуры рыночного типа – корпорации, концерны, консорциумы, холдинги, альянсы, кластеры. Необходимость скорейшего создания таких организационно-экономических систем закреплена в нормативно-правовых актах и государственных программах РФ по реформированию отраслей и комплексов народного хозяйства.

Объединение наукоемких промышленных предприятий в крупные корпорации осуществляется в целях единого управления всеми стадиями жизненного цикла наукоемкой продукции, от фундаментальных научных исследований до рыночной реализации, сервисного обслуживания и утилизации по окончании эксплуатации. Создание корпораций путем слияний и поглощений наукоемких предприятий – не спонтанный процесс, а результат системного, четко обоснованного организационно-экономического проекта.

Методология организационно-экономического проектирования [2, 19] применяется для создания новой организации или группы организаций – совокупности юридических лиц, связанных между собой корпоративными отношениями. При этом разрабатываются проектные решения по перспективному устройству бизнес-корпорации и по процессу ее преобразования – переходу от исходного состояния к целевому. Перспектива определяется достижением корпорацией определенной цели за установленный период времени.

Основными этапами организационно-экономического проекта являются следующие.

1. Обоснование целесообразности создания корпорации.
2. Разработка проекта создания корпорации.
3. Экономическое обоснование проекта создания корпорации.
4. Перспективный анализ результатов проекта.

На первом этапе проводится анализ и систематизация организационно-правовых основ создания корпорации. В начале подробно обосновывается актуальность выбранной проблемы для государства, отрасли и предприятий, исследуются организационно-экономические проблемы, которые стоят перед ними, рассматриваются пути их решения на базе реорганизации, слияний и поглощений. Далее проводится обзор и сравнительный анализ нормативно-правовой базы по созданию корпо-

раций в РФ и за рубежом, рассматриваются основы корпоративного управления. Проводится анализ и обобщение статистических материалов, характеризующих тенденции развития отрасли, в которой работают исследуемые предприятия. Дается краткая характеристика видов экономической деятельности, товаров, продукции, работ и услуг, а также описание сегментов рынка предприятий, которые могут войти в корпорацию. В завершение главы обосновывается целесообразность создания корпорации на базе выбранных предприятий, определяются пути повышения качества и конкурентоспособности выпускаемых изделий за счет образования корпорации.

На втором этапе осуществляется разработка организационно-экономического проекта по созданию корпорации. Первой стадией выполнения проекта является разработка общей концепции построения корпорации, в которой формулируется цель ее создания и определяются основные задачи по реорганизации, реструктуризации и реинжинирингу предприятий-участников. На второй стадии осуществляется разработка комплекса системных структурных моделей, описывающих текущее состояние предприятий, на базе которых предлагается создать корпорацию. Это — модели «как есть», они представляют собой схемы базовых организационных структур каждого предприятия-участника. При разработке этих схем рекомендуется указать, какие именно юридические лица, подразделения и бизнес-единицы предприятий-участников будут реорганизованы в процессе создания корпорации. На третьей стадии разрабатывается комплекс системных структурных моделей создаваемой корпорации («как должно быть»). Они представляют собой схемы базовых организационных структур формируемой корпорации и отражают новое, перспективное видение ее внутренних и внешних бизнес-процессов и бизнес-единиц. Для разработки схем рекомендуется использовать стандартные инструменты ARIS, Visio и др.

На третьем этапе дается экономическое обоснование проекта и решаются задачи его практической реализации на базе современных информационных технологий. На этом этапе проводится исследование результатов организационно-экономического анализа по каждому предприятию до и после реорганизации, а на их основе разрабатываются предложения по совершенствованию корпоративной системы управления. Разрабатываются перспективные предложения по внедрению и системной интеграции типовых модулей SAP, Oracle, Microsoft Dynamics и других автоматизированных систем управления, исследуются возможности реализации управленческих технологий и методов: **ERP/MRP**, **CALS**, систем менеджмента качества, интегрированной логистической поддержки наукоемких изделий и т.п.

На четвертом этапе проводится оценка экономической эффективности проекта, исследуются перспективы его дальнейшего развития. Здесь проводится расчет и анализ показателей рыночной стоимости реорганизуемых предприятий и создаваемой корпорации, исследуется процесс формирования синергетического эффекта от создания корпорации. Осуществляется комплексное исследование изменения показателей качества и конкурентоспособности изделий за счет образования корпорации и оценка влияния этих изменений на величину синергетического эффекта. В этом разделе также исследуются возможности перехода на ресурсосбере-

гающие технологии и перспективы вывода инновационной продукции корпорации на международные рынки.

Результатом сделок M&A является образование особого нематериального актива — гудвилла (деловой репутации).

В соответствии с Положением по бухгалтерскому учету (ПБУ) 14/2000 «Учет нематериальных активов», деловая репутация определяется в виде разницы между покупной ценой организации (как приобретенного имущественного комплекса в целом) и стоимостью по бухгалтерскому балансу всех ее активов и обязательств.

Положительную деловую репутацию организации следует рассматривать как надбавку к цене, уплачиваемую покупателем в ожидании будущих экономических выгод, и учитывать в качестве отдельного инвентарного объекта. Амортизационные отчисления по положительной деловой репутации организации отражаются в бухгалтерском учете путем равномерного уменьшения ее первоначальной стоимости.

Отрицательную деловую репутацию организации следует рассматривать как скидку с цены, предоставляемую покупателю в связи с отсутствием факторов наличия стабильных покупателей, репутации качества, навыков маркетинга и сбыта, деловых связей, опыта управления, уровня квалификации персонала и т. п., и учитывать как доходы будущих периодов. Отрицательная деловая репутация организации равномерно относится на финансовые результаты организации как операционный доход.

В соответствии с МСФО 3 «Объединение бизнеса» гудвилл (деловая репутация фирмы) — это будущие экономические выгоды, которые нельзя отнести от всей совокупности других активов. Она определяется как сумма превышения цены приобретения бизнеса (компании) или ее доли над реальной стоимостью поступивших чистых активов по справедливой стоимости на дату покупки.

ПОНЯТИЙНЫЙ АППАРАТ ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА

Рыночная стоимость бизнеса является обобщающим, итоговым показателем эффективности организационно-экономического проекта по созданию корпорации. В условиях рынка жизнеспособность любого предприятия определяется притоком инвестиций акционеров, займов кредиторов, а также бюджетных средств. За эти ресурсы предприятие должно вести постоянную борьбу, непрерывно внедряя инновационные разработки в продукцию и процессы и таким образом обеспечивая своим акционерам более высокую доходность капиталовложений по сравнению с конкурентами в отрасли.

Согласно современной концепции управления стоимостью бизнеса [6, 12, 16, 18], долгосрочное благосостояние акционеров определяется как главенствующая цель, и этот подход обуславливает все стороны жизни организации. Средства, принадлежащие акционерам и направленные на капитальные инвестиции, в развитие продуктовых линий, вложенные в стратегические бизнес-единицы и корпорацию в целом, должны быть экономически обоснованы. Стоимость бизнеса для акционеров создается только тогда, когда рентабельность вложенных ими средств превышает уровень альтернативной доходности.

Основные методологические вопросы оценки стоимости бизнеса представлены в стандартах, разрабаты-

ваемых международными и национальными профессиональными организациями оценщиков (рис. 1).

Международный комитет по стандартам оценки (МКСО) осуществляет разработку стандартов оценки на международном уровне, на основе которых национальные организации в разных странах разрабатывают свои собственные стандарты.

Международные стандарты оценки (МСО) [12] состоят из собственно стандартов, методических руководств по их применению для целей финансовой отчетности и кредитования, а также методических рекомендаций по оценке в разных предметных областях.

Отличительной особенностью редакции стандартов МСО 2003 является их тесная взаимосвязь с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО), что обеспечивает гармонизацию оценочной деятельности с бухгалтерским учетом и формирует основу для сближения и взаимопроникновения двух систем – системы оценки и системы отчетности.

В соответствии с Международными стандартами оценки (МСО), стоимость (value) – это взгляд рынка на выгоды, приобретаемые тем, кто владеет данным товаром или пользуется данными услугами на дату определения стоимости. Различают рыночную и балансовую стоимость.

В стандартах выделяют три основных подхода к оценке бизнеса (рис. 3).

- Подход на основе активов (asset-based approach) – расчет стоимости бизнеса и (или) пакета акций с использованием методов, основанных на рыночной стоимости активов за вычетом его обязательств. Этот метод основан на переоценке активов, находящихся на балансе предприятия. По правилам бухгалтерского учета, активы отражаются в балансе по ценам их приобретения. Фактически, этот подход показывает «исторические» затраты, которые были осуществлены в тот момент времени, когда покупались активы и создавалось предприятие.
- Доходный подход (income approach) – расчет показателя стоимости бизнеса, доли в бизнесе или ценной бумаги с использованием одного или нескольких методов, в которых стоимость определяется посредством конверсии (дисконтирования) ожидаемых выгод. Таким образом, этот подход показывает будущие доходы от деятельности предприятия.
- Рыночный подход (market approach) – расчет показателя стоимости бизнеса, доли в бизнесе или ценной бумаги с использованием одного или нескольких методов сравнения оцениваемого бизнеса с проданными аналогичными бизнесами, долями в бизнесе или ценными бумагами. Иными словами, последний подход показывает текущие цены купли/продажи аналогичных предприятий.

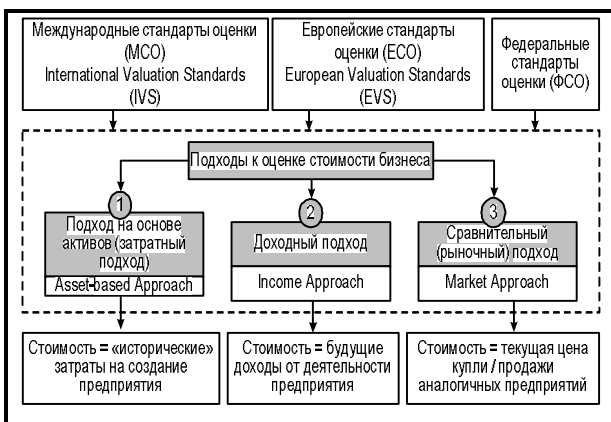


Рис. 3. Подходы к оценке бизнеса

Указанные подходы позволяют оценить рыночную стоимость бизнеса, которая отличается от его балансовой стоимости.

- Рыночная стоимость (market value) – предполагаемая денежная сумма, за которую состоялась бы продажа актива на дату оценки заинтересованным продавцом заинтересованному покупателю в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон обладала бы всей необходимой информацией, действовала бы расчетливо и без принуждения.
- Балансовая стоимость (book value) – разница между общей стоимостью активов (за вычетом амортизации) и общей суммой обязательств в соответствии с данными балансового отчета. Таким образом, в отличие от рыночной стоимости балансовая стоимость отражает «исторические» цены, по которым были приобретены активы в прошлом.
- Типовые задачи управления стоимостью бизнеса и используемые для их решения показатели представлены на схеме (рис. 4).

Бизнес-планирование обеспечивает обоснование экономической целесообразности инвестиционного проекта, объема и сроков осуществления капитальных вложений, а также описание практических действий по осуществлению инвестиций. В качестве основного критерия экономической эффективности используется чистая приведенная стоимость (net present value, NPV):

$$NPV = \sum_t \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \tag{1}$$

- где
 CF_t – величина денежного потока на прогнозном интервале t ;
 r – ставка дисконтирования.

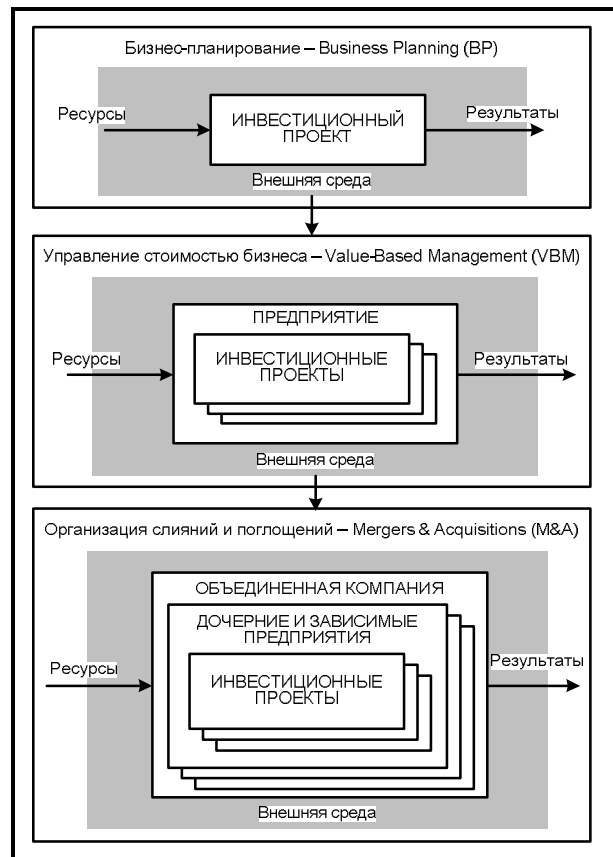


Рис. 4. Типовые задачи управления стоимостью бизнеса

Управление стоимостью бизнеса обеспечивает принятие решений по развитию предприятий с учетом его инвестиционных проектов, планируемых к реализации. В качестве основного критерия экономической эффективности используется рыночная стоимость собственного капитала предприятия (equity value, **EV**):

$$EV = \sum_i NPV_i, \tag{6.2}$$

где NPV_i – чистая приведенная стоимость i -го инвестиционного проекта предприятия.

Слияния и поглощения направлены на создание объединенной компании путем реорганизации, реструктуризации и реинжиниринга приобретенных в результате сделки M&A дочерних и зависимых предприятий. В качестве основного критерия экономической эффективности используется чистая стоимость сделки M&A (Net M&A Value, **NMAV**) с учетом синергетических эффектов:

$$NMAV = VC - \sum_j EV_j - C, \tag{6.3}$$

где

VC – стоимость объединенной компании;

EV_j – стоимость j -го предприятия до объединения;

C – затраты на проведение M&A.

Все перечисленные задачи решаются на базе методики моделирования денежных потоков.

МОДЕЛИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

Стоимость бизнеса оценивается в течение прогнозного периода, охватывающего временной интервал стратегического плана развития предприятия. Прогнозный период разбивается на шаги-отрезки, в пределах которых проводится агрегирование данных, используемых для оценки финансовых показателей. Шаги расчета определяются их номерами ($0, 1...T$). Время в расчетном периоде измеряется в годах или долях года и отсчитывается от фиксированного момента $t_0 = 0$, принимаемого за базовый.

Деятельность предприятия как процесс, связанный с получением доходов и осуществлением расходов, порождает денежные потоки (потоки реальных денег) [4].

Денежный поток отражает распределение по времени денежных поступлений и платежей при осуществлении деятельности предприятия для всего расчетного периода. Для обозначения денежных потоков также используется английский термин cash flow («кэш-фло»). Значение денежного потока обозначается CF_t , если оно относится к t -му шагу.

Денежные потоки непосредственно взаимосвязаны с показателями финансовой отчетности предприятия: бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках. При этом денежные потоки определяются на длительный прогнозный период и, таким образом, служат для обоснования инвестиционных (долгосрочных) решений. В свою очередь, инвестиционные решения детализируются до уровня финансовых (краткосрочных) решений в пределах каждого отчетного периода. Эта взаимосвязь представлена на рис. 5.

Взаимосвязь между инвестиционными и финансовыми решениями:

- **ББ_t** – бухгалтерский баланс;
- **ОПУ_t** – отчет о прибылях и убытках;
- **CF_t** – денежный поток (cash-flow) за t -й период.

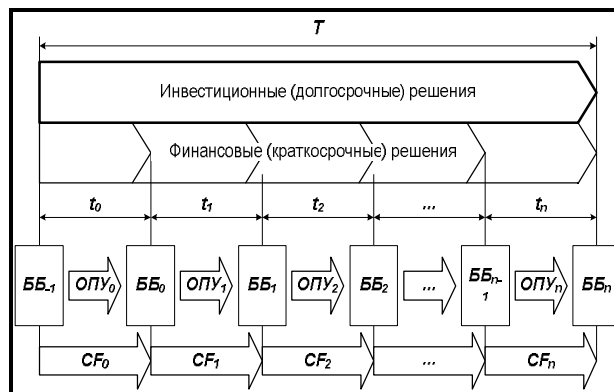


Рис. 5. Взаимосвязь между инвестиционными и финансовыми решениями

Денежный поток предприятия **CF** состоит из потоков по видам деятельности (рис. 6).

Поток от операционной деятельности **CFO** включает в себя:

- притоки – выручка от реализации;
- оттоки – себестоимость, коммерческие и управленческие расходы (без учета амортизации), налог на прибыль.

Поток от инвестиционной деятельности **CFI** включает в себя:

- оттоки – вложения во внеоборотные активы и собственный оборотный капитал;
- притоки – продажа внеоборотных активов и сокращение собственного оборотного капитала.

Поток от финансовой деятельности **CFF** включает в себя:

- притоки – получение кредита;
- оттоки – выплата процентов за кредит, возврат кредита.

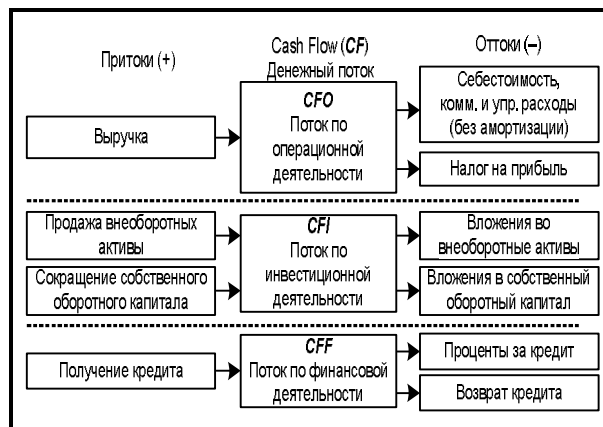


Рис. 6. Денежные потоки предприятия по видам деятельности

Расчет денежных потоков по видам деятельности предприятия осуществляется по данным бухгалтерского баланса (ф. №1) и отчета о прибылях и убытках (ф. №2).

Особенности формирования показателей в российском и международном формате финансовой отчетности приведены на схемах на рис. 7 и 8.

Основные показатели для оценки имущества и капитала предприятия представлены на рис. 7.

- Инвестированный капитал формируется за счет средств, полученных предприятием на срок более 12 мес., и представляет собой сумму собственного капитала и долгосрочных обязательств.
- Чистые активы – это величина, определяемая путем вычитания из суммы активов предприятия, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расче-

ту. Отрицательная величина чистых активов свидетельствует об убыточности предприятия и является признаком его банкротства.

- Собственный оборотный капитал (рабочий капитал, чистый рабочий капитал) представляет собой ту часть оборотных активов предприятия, которая покрывается не только собственным капиталом, но и долгосрочными обязательствами, т.е. долгосрочным капиталом. Отрицательная величина собственного оборотного капитала при снижении оборачиваемости оборотных активов свидетельствует о финансовой неустойчивости предприятия, так как имеющейся ве-

личины оборотных активов недостаточно для покрытия краткосрочных обязательств и для удовлетворения требований кредиторов необходимо прибегнуть к уменьшению величины внеоборотных активов.

При составлении финансового отчета о прибылях и убытках используется многоступенчатый способ (см. рис. 8). В соответствии с этим способом расчет балансового показателя нераспределенной (чистой) прибыли / убытка осуществляется посредством исчисления ряда промежуточных показателей.

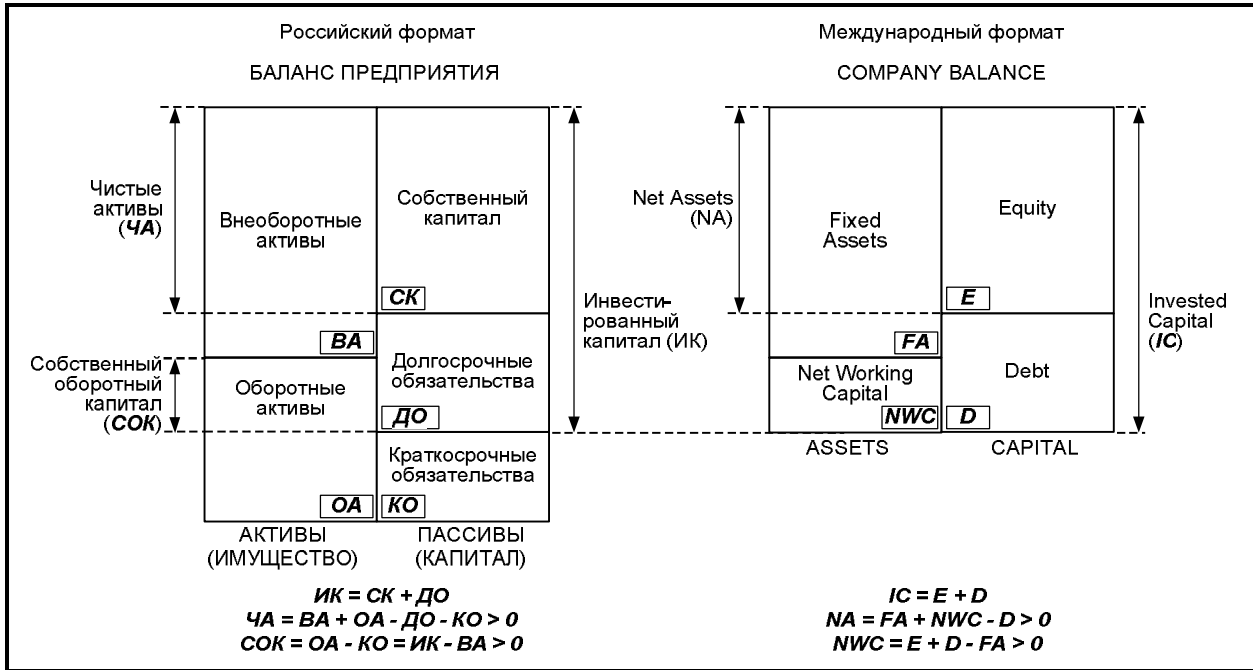


Рис. 7. Показатели формирования имущества и капитала в бухгалтерском балансе (ф. №1)

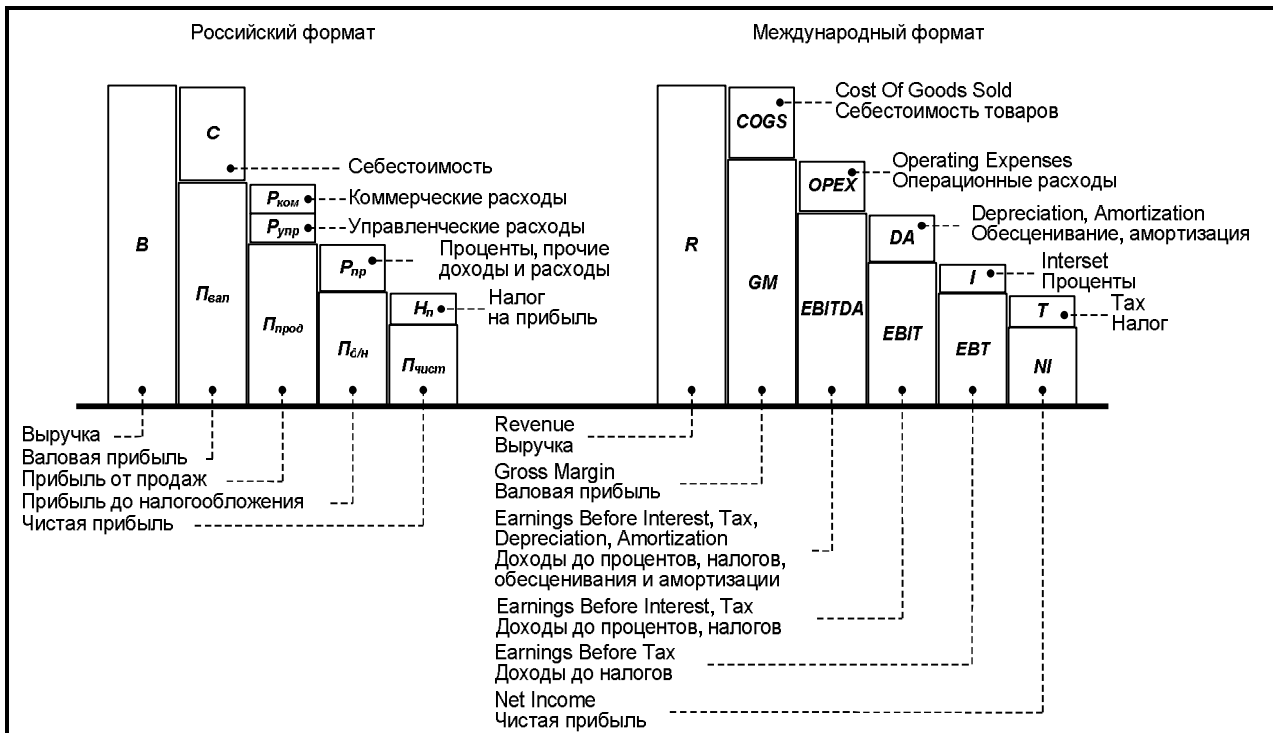


Рис. 8. Показатели формирования доходов и расходов в отчете о прибылях и убытках (ф. №2)

В российской отчетности расчет проводится в пять этапов.

1. Определяется валовая прибыль (убыток) как разница между доходами в виде выручки и расходами в виде себестоимости.
2. Определяется прибыль (убыток) от продаж как разница между валовой прибылью и коммерческими / управленческими расходами.
3. Определяется прибыль (убыток) до налогообложения посредством сложения прибыли (убытка) от продаж с прочими операционными и внереализационными доходами и расходами.
4. Определяются налог на прибыль и иные аналогичные обязательные платежи.
5. Определяется чистая (нераспределенная) прибыль (убыток) отчетного периода путем вычитания из предыдущего показателя суммы начисленных платежей по налогу на прибыль и штрафных налоговых и приравненных к ним санкций за вычетом чрезвычайных доходов и расходов.

В международной отчетности выделяется шесть этапов расчета. Основное отличие состоит в том, что амортизация (*DA*) не учитывается в составе себестоимости (*COGS*), а раскрывается отдельно и вычитается из операционной прибыли (*EBITDA*).

Для расчета денежных потоков предприятия по данным его финансовой отчетности используются следующие формулы.

- Для российского формата отчетности:

$$CFO = B - C + AM - P_{ком} - P_{упр} - H_n, \quad (4)$$

где

- B* – выручка;
- C* – себестоимость;
- AM* – амортизация внеоборотных активов;
- P_{ком}* – коммерческие расходы;
- P_{упр}* – управленческие расходы;
- H_n* – сумма налога на прибыль.

$$CFI = -\Delta BA - \Delta COK, \quad (5)$$

где

- ΔBA – изменение внеоборотных активов;
- ΔCOK – изменение собственного оборотного капитала.

$$CFF = \Delta DO - P_{пр}, \quad (6)$$

где

- ΔDO – изменение долгосрочных обязательств;
- P_{пр}* – расходы на выплату процентов.

- Для международного формата отчетности:

$$CFO = R - COGS - OPEX - T; \quad (7)$$

где

- R* – выручка;
- COGS* – себестоимость;
- OPEX* – операционные расходы;
- T* – сумма налога на прибыль.

$$CFI = -\Delta FA - \Delta NWC; \quad (8)$$

где

- ΔFA – изменение внеоборотных активов;
- ΔNWC – изменение собственного оборотного капитала;

$$CFF = \Delta D - I; \quad (6.9)$$

где

- ΔD – изменение долгосрочных обязательств;
- I* – расходы на выплату процентов.

В управлении стоимостью различают две базы формирования денежных потоков (см. рис. 9).

База инвестированного капитала показывает денежные потоки на весь инвестированный капитал (собственный и заемный), т.е. в адрес собственников пред-

приятия и кредиторов. В базу инвестированного капитала входят два денежных потока:

- поток по операционной деятельности *CFO*;
- поток по инвестиционной деятельности *CFI*.

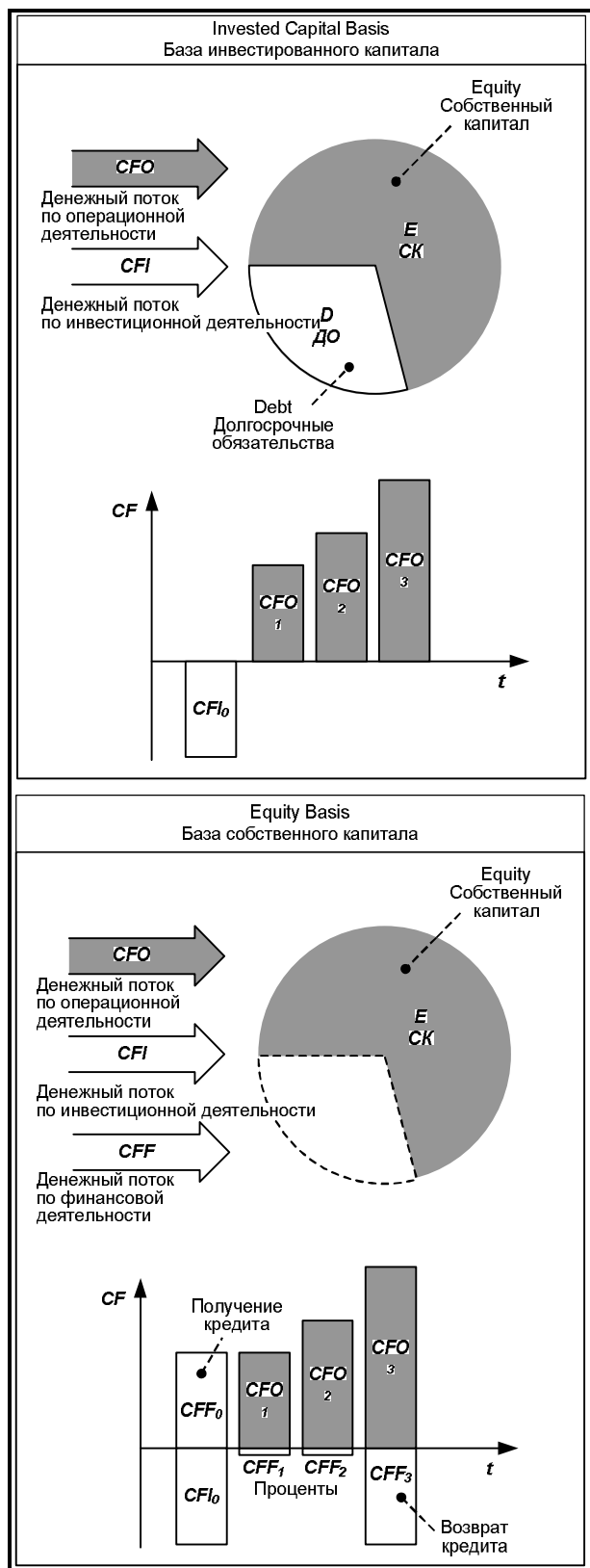


Рис. 9. Базы формирования денежных потоков

База инвестированного капитала позволяет оценить эффективность предприятия в целом – его способность покрыть инвестиционные затраты за счет прибыли от операций.

- База собственного капитала показывает денежные потоки только на собственный капитал, т.е. в адрес акционеров предприятия. В базу собственного капитала входят все три денежных потока:
 - поток по операционной деятельности **CFO**;
 - поток по инвестиционной деятельности **CFI**.
 - поток по финансовой деятельности **CFF**.

База собственного капитала позволяет оценить эффективность участия акционера в предприятии – способность бизнеса покрыть инвестиционные затраты, а также затраты на обслуживание кредитов за счет прибыли от операций. Для анализа и прогноза денежных потоков временной горизонт деятельности компании разбивается на три периода (рис. 10).

- Ретроспективный период охватывает денежные потоки за прошлые годы, рассчитанные по данным финансовой отчетности предприятия. Анализ ретроспективных денежных потоков позволяет выявить в них закономерности, определить тенденции роста / снижения, установить взаимозависимости между отдельными показателями.
- Прогнозный период охватывает будущие денежные потоки на том отрезке времени, для которого существует бизнес-план, стратегия развития или иной основополагающий документ, в котором зафиксированы основные цели деятельности предприятия и ожидаемые результаты. Как правило, длительность прогнозного периода составляет не более пяти лет.
- Постпрогнозный период охватывает тот период времени, которые выходит за рамки стратегических решений предприятия.

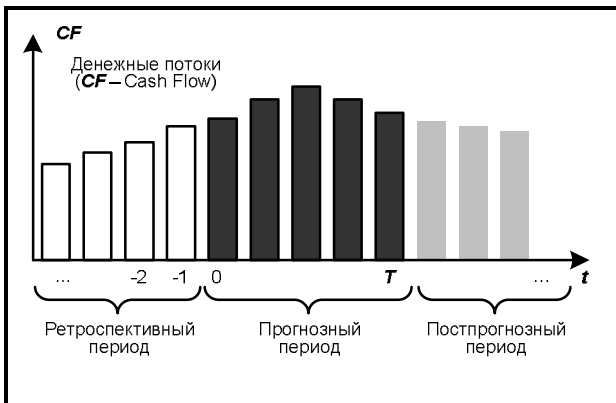


Рис. 10. Периоды формирования денежных потоков предприятия

Для этого периода не представляется возможным сделать прогноз денежных потоков по отдельным годам. Поэтому принимают допущение, что в постпрогножном периоде денежные потоки стабилизируются и растут / снижаются с некоторым постоянным темпом.

Необходимо подчеркнуть, что стоимость бизнеса формируется только за счет будущих денежных потоков (в прогножном и постпрогножном периоде). Ретроспективные денежные потоки на стоимость бизнеса уже никак не влияют и используются исключительно для выявления тенденций и закономерностей.

При осуществлении деятельности предприятия затраты и результаты оказываются распределенными во времени. Одинаковые по величине затраты или результаты, приходящиеся на разные моменты времени, являются экономически неравнозначными – денежные

средства, имеющиеся в наличии в настоящий момент времени, обладают большей ценностью, чем ожидающиеся в будущем.

При анализе денежных потоков предприятия используется ряд математических приемов, позволяющих обеспечить сравнимость текущей стоимости (англ. present value, **PV**) и будущей стоимости (англ. future value, **FV**). Они представлены на схемах на рис. 11 и 12.

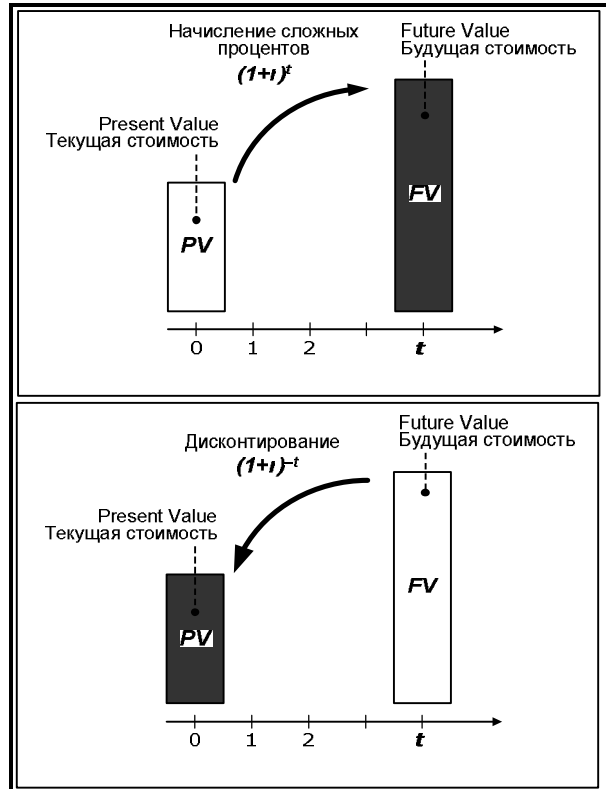


Рис. 11. Схемы начисления сложных процентов и дисконтирования

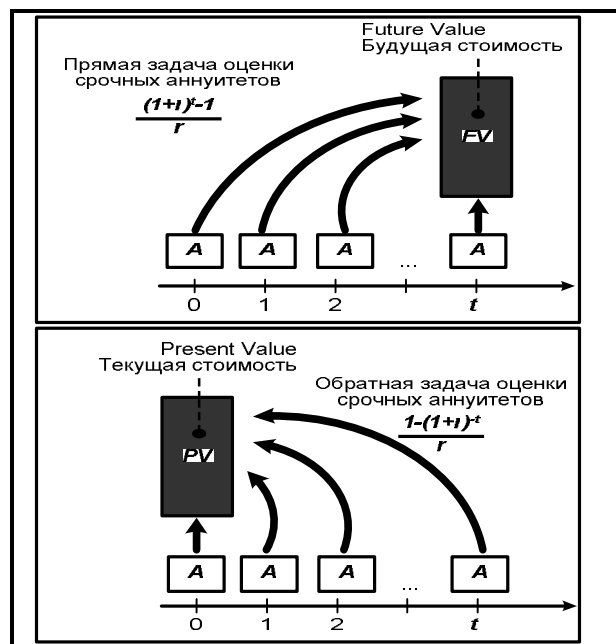


Рис. 12. Схемы оценки аннуитетов

Будущая стоимость через t лет рассчитывается по следующей формуле:

$$FV = PV(1+r)^t, \tag{10}$$

где r – процентная ставка.

Дисконтирование – задача, обратная начислению сложных процентов. По заданной сумме FV , которую следует уплатить через некоторое время t , необходимо определить сумму полученной ссуды PV . В этом случае говорят, что сумма FV дисконтируется. Таким образом, по значению будущей стоимости определяется текущая стоимость:

$$PV = FV(1+r)^{-t}, \tag{11}$$

где r – процентная ставка.

Аннуитет представляет собой частный случай денежного потока, а именно это поток, в котором денежные поступления в каждом периоде одинаковые по величине. Если число временных интервалов ограничено, то аннуитет называется срочным. В этом случае:

$$CF_0 = CF_1 = \dots = CF_t = A. \tag{12}$$

Для решения прямой задачи оценки срочных аннуитетов при заданных величинах регулярного поступления A и процентной ставке r используется следующая формула:

$$FV = A * \frac{(1+r)^t - 1}{r}, \tag{13}$$

Для решения обратной задачи оценки срочных аннуитетов, являющейся основной при анализе инвестиционных проектов, денежные притоки которых имеют вид аннуитетных поступлений, можно использовать формулу:

$$PV = A * \frac{1 - (1+r)^{-t}}{r}, \tag{14}$$

Аннуитет называется бессрочным, если денежные поступления продолжают достаточно длительное время (в западной практике к бессрочным относятся аннуитеты, рассчитанные на 50 и более лет).

В этом случае прямая задача смысла не имеет. Что касается обратной задачи, то она решается на основе формулы:

$$PV = \frac{A}{r},$$

что следует из (6.14):

$$t \rightarrow +\infty \lim \frac{1 - (1+r)^{-t}}{r} = \frac{1}{r}. \tag{15}$$

Денежные потоки измеряются путем приведения (дисконтирования) их к ценности в начальном периоде времени ($t = 0$). Для приведения разновременных затрат и результатов (денежных потоков) к определенному моменту времени используется ставка дисконтирования r , равная норме дохода на капитал, приемлемой для инвестора. Ставка дисконтирования представляет собой основной экономический норматив, используемый при расчете показателей рыночной стоимости.

Ставка дисконтирования в формулах (6.11), (6.14) и (6.15) определяется путем суммирования следующих составляющих:

$$r = R_f + R_a + R_p, \tag{16}$$

где

R_f – безрисковая ставка;

R_a – ставка по альтернативным капиталовложениям;

R_p – премии за риски.

Безрисковая ставка R_f – это процент, который собственник капитала может получить, вложив деньги в безрисковые государственные ценные бумаги.

Ставка по альтернативным капиталовложениям R_a представляет собой процент сверх безрисковой ставки, который собственник капитала может получить, вложив деньги в корпоративные ценные бумаги (акции других предприятий на фондовом рынке).

Премии за риски R_p определяют дополнительные проценты, которые собственник капитала требует за специфические риски данного предприятия (вид экономической деятельности, размер активов, финансовую устойчивость, надежность менеджмента и др.).

МЕТОДЫ РАСЧЕТА ПОКАЗАТЕЛЕЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Подход на основе активов

Подход на основе активов позволяет определить показатель рыночной стоимости чистых активов предприятия (рис. 13).

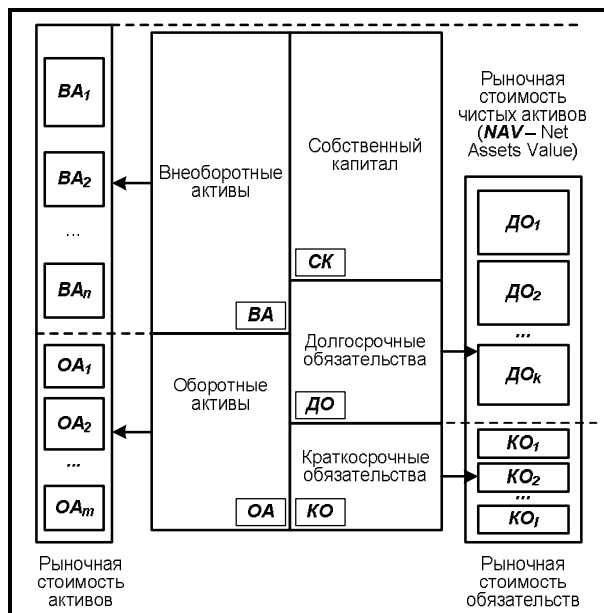


Рис. 13. Схема расчета рыночной стоимости чистых активов предприятия

Рыночная стоимость чистых активов (англ. net assets value, **NAV**) представляет собой сумму, которую может выручить собственник от продажи активов предприятия на рынке после расчетов по всем обязательствам. Таким образом, эта величина характеризует рыночную стоимость отдельных элементов, из которых состоит предприятие. Для ее расчета используется формула:

$$NAV = AV - D, \tag{17}$$

где

AV – рыночная стоимость активов предприятия;

D – сумма обязательств (заемный капитал), принятых к расчету.

Исходной точкой для оценки рыночной стоимости активов AV является их балансовая стоимость.

Балансовая стоимость чистых активов (англ. net assets, **NA**) используется для оценки признаков банкротства предприятия. Она определяется в соответствии с законодательством РФ путем вычитания из суммы активов, принимаемых к расчету, суммы обязательств, принимаемых к расчету:

$$NA = A - D, \tag{18}$$

где

A – сумма активов, принимаемых к расчету;

D – сумма обязательств (заемный капитал), принимаемых к расчету.

Балансовая стоимость, представленная в финансовой отчетности, как правило, не соответствует действительной рыночной стоимости чистых активов предприятия.

Для получения обоснованной рыночной стоимости осуществляется подготовка баланса на дату оценки, проводится оценка материальной собственности (недвижимость, машины, оборудование) по рыночной стоимости, выявляются и оцениваются по рыночной стоимости нематериальные активы, а также переводятся в текущую стоимость финансовые активы предприятия. Затем проводится оценка обязательств предприятия, вносятся учетные поправки и осуществляется подготовка скорректированного баланса. После этого рассчитывается рыночная стоимость чистых активов по формуле (17).

В случае, если имеет место вынужденная срочная продажа активов предприятия, рассчитывается ликвидационная стоимость по формуле

$$LV = NAV - c_1 - c_2, \tag{19}$$

где

NAV – рыночная стоимость чистых активов предприятия;

c₁ – затраты на ликвидацию;

c₂ – скидка на срочность.

Как следует из формулы (19), при оценке ликвидационной стоимости учитываются затраты, связанные с ликвидацией предприятия, и скидка на срочность, отражающая невозможность проведения адекватного маркетинга. Ликвидационную стоимость можно рассматривать как минимальную гарантированную денежную сумму, которую может получить собственник от продажи бизнеса.

Доходный подход

Доходный подход позволяет рассчитать стоимость бизнеса на основе прогнозирования денежные потоки по видам деятельности и их дисконтирования к настоящему моменту времени по требуемой ставке доходности (рис. 14).

Для оценки стоимости на основе доходного подхода необходима подробная информация о состоянии и перспективах развития предприятия, поэтому рассчитанный таким образом показатель представляет собой «внутреннюю» стоимость бизнеса с позиций инсайдера.

В соответствии с двумя базами формирования денежных потоков, выделяют два показателя стоимости:

Стоимость инвестированного капитала (англ. invested capital value, **ICV**) рассчитывается на основе дисконтирования денежного потока на фирму (free cash flow to firm, **FCFF**), который поступает в адрес собственников и кредиторов:

$$ICV = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC(1+WACC)^{T+1}};$$

$$FCFF_t = CFO_t + CFI_b, \tag{20}$$

где

FCFF_t – величина денежного потока на инвестированный капитал предприятия на интервале **t**;

WACC – ставка дисконтирования, отражающая средневзвешенную альтернативную стоимость заемного и собственного капитала предприятия (weighted average cost of capital);

T – длительность прогнозного периода;

D – сумма обязательств (заемный капитал), принимаемых к расчету;

CFI_t – поток по инвестиционной деятельности в период **t**;

CFO_t – поток по операционной деятельности в период **t**.

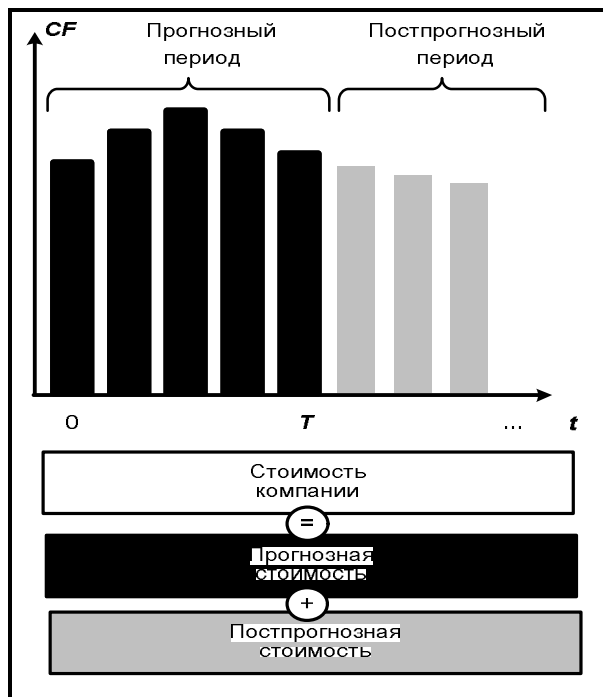


Рис. 14. Схема расчета рыночной стоимости на основе доходного подхода

$$WACC = COE \frac{E}{E + D} + COD \frac{D}{E + D} (1 - Tax), \tag{21}$$

где

COE – ставка дисконтирования, отражающая альтернативную стоимость собственного капитала предприятия;

COD – процентная ставка по кредитам;

Tax – ставка налога на прибыль.

Стоимость собственного капитала (англ. equity value, **EV**) рассчитывается на основе дисконтирования денежного потока на собственный капитал (free cash flow to equity, **FCFE**), который поступает только в адрес собственников.

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+COE)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{CE(1+COE)^{T+1}};$$

$$FCFE_t = CFO_t + CFI_t + CFF_b, \tag{22}$$

где

FCFE_t – величина денежного потока на собственный капитал предприятия на интервале **t**;

COE – ставка дисконтирования, отражающая альтернативную стоимость собственного капитала предприятия;

T – длительность прогнозного периода;
 CFI_t – поток по инвестиционной деятельности в период t ;
 CFO_t – поток по операционной деятельности в период t ;
 CFF_t – поток по финансовой деятельности в период t .

Сравнительный подход

Сравнительный подход основан на сопоставлении оцениваемого предприятия с компаниями аналогами, для которых известны показатели рыночной стоимости (рис. 15).

Компании-аналоги должны удовлетворять следующим требованиям/

1. Они должны быть открытыми акционерными обществами. Это означает, что их финансовая отчетность находится в свободном доступе, и известны основные показатели финансово-хозяйственной деятельности.
2. Их акции должны свободно обращаться на фондовом рынке. Это означает, что известны рыночные котировки обыкновенных акций данных компаний.

На основе этих данных для каждого аналога рассчитывается рыночная капитализация (market capitalization, **MC**) – стоимость бизнеса как единого целого на данный момент времени по текущим рыночным котировкам акций.

Для расчета рыночной капитализации компании используется формула:

$$V_i = Q_i N_i \tag{23}$$

где

Q_i – рыночная цена (котировка) обыкновенной акции;
 N_i – число обыкновенных акций предприятия, обращающихся на фондовом рынке.

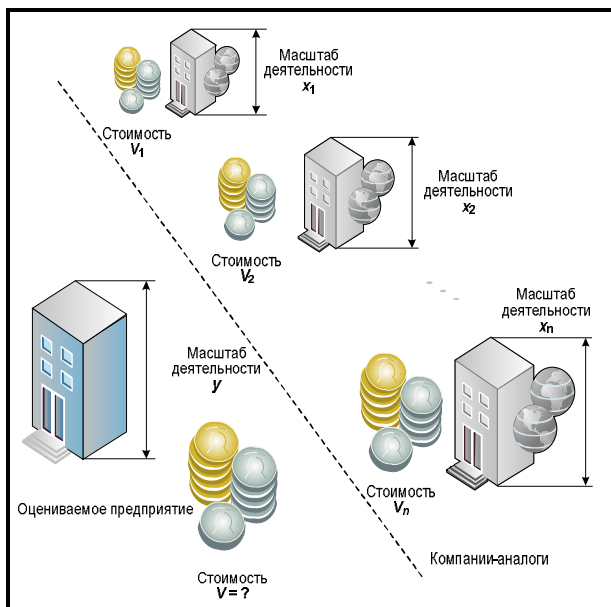


Рис. 15. Схема расчета рыночной стоимости на основе сравнительного подхода

В основе сравнительного подхода лежит предположение о том, что рыночная капитализация компании зависит от масштаба деятельности – ключевого показателя-фактора ФХД.

Различают финансовые показатели масштаба деятельности (например, величина активов, выручка от продаж и др.) и нефинансовые (отраслевые) показатели масштаба деятельности (например, для телекоммуникационной отрасли – размер абонентской базы,

для нефтегазовой отрасли – объем доказанных запасов сырья, для научно-исследовательских фирм – число патентов и т.п.).

Рыночная стоимость оцениваемого предприятия рассчитывается как средняя арифметическая величина по аналогам с учетом соотношений масштабов деятельности (y / x_i).

Соотношение показателей масштабов деятельности (y / x_i) называют мультипликатором:

$$m = y / x_i \tag{6.23}$$

где

x_i – величина показателя масштаба деятельности компании-аналога;

y – величина показателя масштаба деятельности исследуемого предприятия.

В связи с тем, что рыночный подход представляет собой оценку стоимости действующего предприятия с позиций аутсайдера, не имеющего доступа к внутренней информации компании, показатель рыночной капитализации также называется «внешней» стоимостью бизнеса.

На основе показателей рыночной стоимости бизнеса осуществляется расчет и анализ показателей эффективности организационно-экономического проекта создания корпораций – синергетических эффектов.

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ СИНЕРГЕТИЧЕСКИХ ЭФФЕКТОВ В КОРПОРАТИВНЫХ ОБРАЗОВАНИЯХ

Крупные корпоративные образования, формирующиеся в настоящее время в промышленности РФ, представляют собой сложные организационно-экономические системы. Решение методологических задач их создания и развития имеет высокий уровень актуальности и степень ответственности, требует применения научно обоснованных подходов к оценке эффективности таких систем. В основе большинства управленческих решений по формированию новой структуры отечественной промышленности лежат поиски ответа на сложный вопрос об увеличении кумулятивной эффективности предприятий за счет образования корпораций. Очевидно, что экономически рациональными являются только те корпоративные образования, которые характеризуются более высоким уровнем эффективности по сравнению с отдельными предприятиями.

Синергия

Синергия (от греч *synergía* – «сотрудничество», «содействие») – термин, пришедший в экономику из естествознания, где он означает «совместное и однородное функционирование органов (например, мышц) и систем». Применительно к бизнесу под синергией понимают рост эффективности деятельности в результате слияния компаний по сравнению с их деятельностью до объединения. Часто вместо слова «синергия» употребляется термин «синергетический эффект».

Исследование синергии как одной из важнейших концепций корпоративной стратегии восходит к классическим работам И. Ансоффа [1], который в 1960-х гг. показал, что корпоративная стратегия, основанная на синергетических эффектах, позволяет компаниям осуществлять процесс диверсификации и использовать существующие преимущества в новых областях деятельности. Ансофф обосновал, что потенциальная прибыль от капиталовложений интегрированной компании

оказывается более высокой, чем суммарная прибыль, полученная в случае производства того же объема товаров группой независимых фирм.

Ансофф классифицировал синергетические эффекты по критерию составляющих прибыли и указал, что их источниками являются такие факторы, как повышение выручки от продаж, снижение операционных издержек и затрат на привлечение инвестиций, а также предложил структуру для оценки синергизма, в которой эффекты группируются по функциональному признаку внутри фирмы:

- общий менеджмент;
- исследования и разработки;
- маркетинг и операции.

Особый вклад в развитие научных представлений о природе синергетических эффектов сделан М. Портером [23]. Концепция цепочек создания ценности (англ. value chain), предложенная Портером, служит для идентификации внутри корпорации общих видов деятельности и их взаимосвязей, которые могли бы использоваться для создания конкурентных преимуществ.

По мнению Портера, целью функционирования корпорации в условиях рынка является создание продукта, обладающего уникальными функциональными характеристиками и, следовательно, имеющего ценность для покупателя. Исходя из этого Портер, в цепочке создания ценности выделяются первичные процессы, обеспечивающие создание ценности на основных этапах жизненного цикла продукта, и вторичные процессы, которые непосредственно ценность не формируют, а поддерживают и сопровождают первичные процессы.

Управление взаимосвязями между видами экономической деятельности является важнейшей задачей корпоративной стратегии. Портер указывает на то, что анализ взаимосвязей между процессами, входящего в цепочку создания ценности, позволяет выявить источники синергетических эффектов.

Следует также отметить, что разработка вопросов количественной оценки величины синергетических эффектов осуществляется в другой научно-практической области – в сфере оценки и управления стоимостью бизнеса. С позиций профессиональных оценщиков, синергия является ключевым фактором успеха проектов объединений компаний и формирования холдингов. Существование синергии при объединении компаний позволяет объяснить факт уплаты премий при сделках слияний и поглощений (рис. 16). Синергия может обеспечить положительную величину чистой стоимости поглощения (Net M&A Value, *NMAV*) [15]:

$$NMAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E), \quad (24)$$

где

V_{AB} – стоимость объединенной компании;

V_A – рыночная стоимость компании **A** до объединения;

V_B – рыночная стоимость компании **B** до объединения;

P – премия, выплаченная за покупку компании **B**;

E – издержки процесса объединения.

Синергетический эффект в формуле (28) составляет

$$S = V_{AB} - (V_A + V_B). \quad (25)$$

Синергетические эффекты могут проявиться как напрямую, так и косвенно. Прямая выгода соответствует увеличению денежных потоков, а косвенная – повышению рыночной стоимости акций объединения за

счет роста привлекательности для инвесторов. В современных публикациях [7, 15] выделяют следующие виды синергии.

Операционная синергия

Операционная синергия представляет собой экономию на операционных расходах или увеличение операционных доходов. Сокращение операционных расходов достигается за счет оптимизации производственных мощностей и снижения себестоимости продукции.

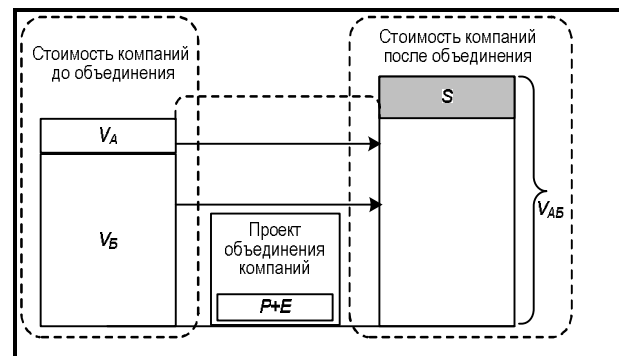


Рис. 16. Формирование синергетического эффекта при объединении компаний

Увеличение операционных доходов достигается за счет комбинирования конкурентных преимуществ компаний-участников для создания новых продуктов, объединения маркетинговых усилий и расширения каналов сбыта продукции.

Финансовая синергия

Финансовая синергия связана с экономией за счет изменения источников или стоимости финансирования. Этот эффект также связывают с понятием взаимного страхования долга. При объединении компаний их кредиторы получают определенные гарантии, так как при банкротстве одной из объединившихся компаний другая выступит плательщиком долга. Кроме того, крупная объединенная компания получает возможность использовать более широкие возможности для привлечения инвестиций и займов.

Управленческая синергия

Управленческая синергия возникает при создании новой системы управления. Она достигается за счет внедрения в объединившихся компаниях единых методов управления, стандартов качества и информационных систем.

Повышение качества, конкурентоспособности и технического уровня выпускаемой продукции является важнейшим фактором увеличения синергетического эффекта. Это достигается за счет интеграции всех стадий жизненного цикла наукоемких изделий в рамках единой корпоративной системы управления, устранения избыточных и дублирующих подразделений, перехода на инновационные, ресурсосберегающие технологии и внедрения систем менеджмента качества.

Садовская Татьяна Георгиевна
E-mail: ibm6@ibm.bmstu.ru

Литература

1. Ансофф И. Стратегическое управление [Текст] / И. Ансофф. – М.: Экономика, 1989.
2. Гританс Я.М. Корпоративные отношения [Текст]: правовое регулирование организационных форм / Я.М. Гританс. – М.: Волтерс Клувер, 2005.
3. Гританс Я.М. Организационное проектирование и реструктуризация (реинжиниринг) предприятий и холдингов: экономические, управленческие и правовые аспекты: [Текст]: практ. пособие по управлен. и финанс. консультированию / Я.М. Гританс. – М.: Волтерс Клувер, 2005.
4. Дроговоз П.А. Управление стоимостью инновационного промышленного предприятия [Текст] / П.А. Дроговоз; под ред. Т.Г. Садовской. – М.: Изд-во МГТУ им. Н.Э. Баумана, 2007.
5. Кочетков Г.Б. Корпорация: американская модель [Текст] / Г.Б. Кочетков, В.Б. Супян. – СПб.: Питер, 2005.
6. Коупленд Т. и др., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: Оценка и управление [Текст]: пер. с англ. / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – 2-е изд., стер. - М.: Олимп-бизнес, 2002. – (Мастерство).
7. Кэмпбелл Э. Стратегический синергизм [Текст]: пер. с англ. / Э. Кэмпбелл, К.С. Лачс. – СПб.: Питер, 2004.
8. Маршалл А. Принципы политической экономии [Текст]: в 3 т. / А. Маршалл. – М.: Прогресс, 1983.
9. Международные стандарты оценки [Текст]. МСО 2005: пер. с англ. – М.: Российское общество оценщиков, 2006.
10. Модильяни М., Миллер Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ [Текст] / М. Модильяни, Ф. Миллер. – М.: Дело, 2001.
11. Молотников А.В. Слияния и поглощения. Российский опыт [Текст] / А.В. Молотников. – М.: Вершина, 2006.
12. Оценка бизнеса [Текст]: учеб. / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2001.
13. Пигу А. Экономическая теория благосостояния [Текст]: в 2 т. / А. Пигу. – М.: Прогресс, 1985.
14. Садовская Т.Г. Организационно-экономическое проектирование бизнеса наукоемких предприятий [Текст]: монография / Т.Г. Садовская. – М.: Пограничная академия ФСБ России, 2010.
15. Эванс Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях [Текст]: пер. с англ. / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
16. Arnold G. Tracing the development of value-based management // Value-Based Management: Context and application / Eds. G. Arnold, M. Davies. Chichester, 2000. – P. 7-36.
17. Cole M., Parston G. Unlocking public value. John Wiley & Sons, 2006.
18. Damodaran A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 2nd Ed. John Wiley & Sons, 2002.
19. Freeman R.E. Strategic management: a stakeholder approach. Boston: Pitman. 1984.
20. Moore M. Creating public value strategic management in government. Harvard University Press? 1995.
21. Stern J.M., Shiely J.S., Ross I. The EVA challenge: implementing value-added change in an organization. – Wiley, 2003.
22. Stewart G.B. The quest for value. – HarperBusiness, 1991.
23. Porter M. Competitive advantage: creating and sustaining superior performance. N.Y.: THE FREE PRESS, 1998.

Ключевые слова

Стоимость бизнеса; корпоративное управление; национальные модели бизнеса; рыночная стоимость; общественная стоимость; денежные потоки; синергетические эффекты.

РЕЦЕНЗИЯ

Статья профессора Садовской Т.Г. посвящена исследованию комплекса проблем, являющихся актуальными для отечественных наукоемких промышленных предприятий в современных условиях глобализации бизнеса. Как показывает практика, предприятия, которые не в состоянии обеспечить доходность капитала и рост рыночной стоимости, требуемые инвесторами,

оказываются на грани финансовой несостоятельности и банкротства.

Опыт последних лет показывает, что инновационные предприятия России, которые обеспечивают выпуск продукции гражданского, военного и двойного назначения и могут стать фундаментом успешного экономического развития страны в условиях новой «экономики знаний», испытывают серьезные проблемы, связанные с сокращением государственного финансирования научно-исследовательских и опытно-конструкторских разработок и необходимостью перехода на частные источники инвестиций и корпоративные формы хозяйствования. Это приводит к пересмотру основополагающих принципов организации систем управления, основным критерием эффективности которых становится повышение прогнозной рыночной стоимости капитала собственников, вложенного в предприятие.

В рецензируемой статье стоимость бизнеса рассматривается как интегральный показатель эффективности деятельности предприятия, на повышение которого должны быть ориентированы управленческие решения на всех уровнях управления. Исползованный автором системный подход позволил последовательно и логично изложить основные понятия, методы и модели оценки стоимости бизнеса и синергетических эффектов в современных корпоративных образованиях.

Несомненным достоинством работы является особое внимание автора к международным аспектам исследуемых проблем. В статье проведен сравнительный анализ характеристик американской и западноевропейской модели корпоративного управления с позиций учета интересов различных групп экономических агентов, раскрыты механизмы слияний и поглощений в Российской Федерации и за рубежом.

Важно отметить своевременность выполненных автором исследований. Сегодня необходимо пересмотреть логику и организацию управленческих процессов в промышленности и сформировать новые подходы к созданию эффективных организационно-экономических систем, отвечающих требованиям современной глобальной рыночной экономики.

Авторские разработки, изложенные в рецензируемой статье, являются безусловно перспективными в научном и практическом плане, обладают новизной, их публикация будет полезной для развития новых форм управления отечественными промышленными предприятиями.

Омельченко И.Н., д.э.н., д.т.н., профессор, руководитель научно-учебного комплекса «Инженерный бизнес и менеджмент» Московского государственного технического университета им. Н.Э.Баумана

3.20. BUSINESS VALUATION AND SYNERGY ESTIMATION FOR CORPORATE DEVELOPMENT AND REORGANIZATION IN RECENT GLOBALIZATION ENVIRONMENT

T.G. Sadovskaya, Chairman of Department «Business Enterprise and External Relations», Doctor of Science (Technics), Professor

Bauman Moscow State Technical University

This article studies the modern approaches to economic efficiency evaluation of corporate reorganization, based on market and public value indicators. It summarizes the principles of stakeholders economic interests negotiation in different countries, sets out the features of American and Western-European corporate governance models, describes the M&A mechanisms in Russia and abroad. The article represents main concepts, methods and mod-

els of business valuation and synergy estimation applying Russian and international financial reporting schemas.

Literature

1. R.E. Freeman. Strategic Management: A stakeholder approach. – Boston: Pitman, 1984.
2. A. Pigou. The Economics of Welfare. 2 Vol. – M.: Progress, 1985.
3. Kochetkov G.B., Supyan V.B. Corporation: American model. – SPb: Piter, 2005.
4. A. Marshall. The principles of political economy. 3 Vol. – M.: Progress, 1983.
5. M. Modigliani, F. Miller. Firm Value? Theorem MM. – M.: Delo, 2001.
6. G.B. Stewart. The Quest for Value. – HarperBusiness, 1991. 800 p.
7. J.M. Stern, J.S. Shiely, I. Ross. The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization. – Wiley, 2003.
8. M. Moore. Creating Public Value Strategic Management in Government. – Harvard University Press, 1995.
9. M. Cole, G. Parston. Unlocking Public Value. – John Wiley & Sons, 2006.
10. Y.M. Gritans. Corporate relationships. Legal regulation of organizational form– M.: Wolters Kluwer, 2005.
11. A.V. Molotnikov. Mergers and Acquisitions. Russian Experience. – M.: Vershina, 2006.
12. T.G. Sadovskaya. Organizational-economic business design of high-technology enterprises: Monograph. – M.: Frontier Academy FSS of Russia, 2010.
13. Y.M. Gritans. Organizational design and restructuring (reengineering) of enterprises and holdings: economic, management and law issues– M.: Wolters Kluwer, 2005.
14. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin. Valuation: Measuring and managing the value of companies. – 2nd ed. – M.: ZAO «Olimp-Business», 2002.
15. G. Arnold. Tracing the development of value-based management // Value-Based Management: Context and application / Eds. G. Arnold, M. Davies. Chichester, 2000. – P. 7-36.
16. Handbook on business valuation / Eds. A.G. Gryaznova, M.A. Fedotova. – M.: Finance and statistics, 2001.
17. A. Damodaran. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. – 2nd Ed. – John Wiley & Sons, 2002.
18. International Valuation Standards. IVS 2005. - M.: Russian Appraiser Society, 2006.
19. P.A. Drogovoz. Value-based management of innovative industrial firm / Eds. T.G. Sadovskaya. – M.: BMSTU, 2007.
20. I. Ansoff. Strategic management. – M.: Economica, 1989.
21. M. Porter. Competitive advantage: creating and sustaining superior performance. N.Y.: THE FREE PRESS, 1998.
22. F.C. Evans, D.M. Bishop. Valuation for M&A: Building value in Private Companies. – M.: Alpina Business Books, 2007.
23. A. Campbell, K.S. Luchs. Strategic synergy. – SPb.: Piter, 2004.

Keywords

Business value; corporate governance; national business models; market value; public value; cash flows; synergy effects.