

## Особенности практического применения концепции управления стоимостью для целей управления государственной долевой собственностью в России

© 2009 Д.М. Мальченков

Всероссийская государственная налоговая академия  
Министерства финансов Российской Федерации

Использование подхода к управлению компанией с позиции приращения ее стоимости для целей повышения эффективности функционирования государственной долевой собственности в России чрезвычайно актуально, однако имеет некоторые особенности. В настоящей статье предложен подход, учитывающий упомянутые особенности.

*Ключевые слова:* концепция управления стоимостью, стоимостный подход к управлению, государственная собственность, государственная долевая стоимость, эффективность функционирования государственной собственности.

В практике оценки стоимости компании среди трех основных подходов наиболее распространен доходный, как особенно точно соответствующий логике инвестора: бизнес стоит не больше, чем можно от него получить. При этом повсеместно используется формула (модель) Гордона, которая позволяет капитализировать по ставке дисконтирования чистый денежный поток, генерируемый бизнесом, при условии постоянного ежегодного темпа прироста чистого денежного потока. В соответствии с моделью Гордона стоимость компании на конец текущего периода рассчитывается по формуле

$$P = \frac{A_{нач}}{i - \alpha} = \frac{A_0 \cdot (1 + \alpha)}{i - \alpha},$$

где  $P$  - стоимость компании;

$A_{нач}$  - чистый денежный поток в первый плановый (начальный) период;

$A_0$  - чистый денежный поток в нулевой (текущий) период;

$i$  - дисконтная ставка (ставка дохода), требуемая инвестором;

$\alpha$  - постоянный темп прироста чистого денежного потока за период.

Темп прироста чистого денежного потока  $\alpha$  можно определить на основе экстраполяции ретроспективных данных о деятельности компании. Характер долгосрочной динамики величины чистого денежного потока в большинстве случаев имеет вид логарифмической функции:

$$A(x) = a \cdot \ln(x) + b,$$

где  $A(x)$  - величина чистого денежного потока в рассматриваемый прогнозный период;

$x$  - номер периода (первый период принимается равным 1).

Для расчета темпа прироста чистого денежного потока, генерируемого компанией, исполь-

зуется формула средней геометрической. В соответствии с данной формулой темп прироста  $\alpha$  чистого денежного потока составит:

$$\alpha = n - 1 \sqrt[n]{\frac{y_n}{y_1}}, \text{ или } n \sqrt[n]{\frac{y_n}{y_0}},$$

где  $y_n$  - величина чистого денежного потока в последний период;

$y_1$  и  $y_0$  - величина чистого денежного потока в первый или нулевой период;

$n$  - количество рассматриваемых периодов.

При использовании в качестве ставки дисконтирования значения средневзвешенной стоимости капитала - WACC следует рассматривать бездолговой чистый денежный поток - чистый денежный поток без учета используемой схемы финансирования и платы за источники финансирования, т.е. сначала определить стоимость всего инвестированного в компанию капитала, и после проведения всех необходимых расчетов вычесть из полученного значения величину заемных ресурсов (долга). Таким образом, стоимость компании составит:

$$P = \frac{A_{нач}}{i - \alpha} - \text{Долг} = \frac{A_0 \cdot (1 + \alpha)}{i - \alpha} - \text{Долг},$$

где  $\text{Долг}$  - сумма долга по кредитам и займам.

При сохранении выявленной долгосрочной тенденции изменения величины чистого денежного потока и неизменных других факторов стоимости можно спрогнозировать стоимость компании через год. По формуле Гордона она составит:

$$P = \frac{A_{нач} \cdot (1 + \alpha)}{i - \alpha} - \text{Долг} =$$

$$= \frac{A_0 \cdot (1 + \alpha) \cdot (1 + \alpha)}{i - \alpha} - \text{Долг} .$$

Динамика стоимости компании (стоимость компании на конец планового периода по сравнению с ее стоимостью на конец базового периода) в этом случае при прочих равных будет рассчитываться по формуле

$$\Delta P = \frac{P_1}{P_0} - 1 = \frac{A_{нач} \cdot (1 + \alpha) - D \cdot (i - \alpha)}{A_{нач} - D \cdot (i - \alpha)} - 1 ,$$

где  $\Delta P$  - изменение стоимости компании за период (год);

$P_1$  - стоимость компании на конец планового периода;

$P_0$  - стоимость компании на начало планового (конец базового) периода;

$A_{нач}$  - чистый денежный поток в первый плановый (начальный) период;

$D$  - сумма долга по кредитам и займам;

$i$  - дисконтная ставка (ставка дохода), требуемая инвестором;

$\alpha$  - постоянный темп прироста чистого денежного потока за период.

Описанный выше подход к определению стоимости компании и прогнозированию ее динамики широко применяется на практике. При этом, как видно из алгоритма оценки, на основании ретроспективных данных о деятельности компании определяется долгосрочная тенденция изменения чистого денежного потока, которая затем используется для определения стоимости компании и ее динамики по формуле Гордона. Приходится констатировать, что в настоящее время применение частным бизнесом концепции управления стоимостью имеет некоторые существенные недостатки, причем именно практического характера. Как известно, основоположники теории управления стоимостью компании выделяли основные показатели ее деятельности, которые определяют динамику стоимости компании - факторы стоимости. На практике полное и корректное выделение основных факторов стоимости является сложной и нетривиальной задачей. В связи с этим применяющийся сегодня подход к управлению стоимостью компании является, по сути, концепцией максимизации чистого денежного потока компании, а сам чистый денежный поток рассматривается как синоним стоимости, т.е. мы можем наблюдать ситуацию, когда в результате неполного учета факторов стоимости компании происходит разрыв между справедливой стоимостью компании, определяемой, прежде всего, ее потенциалом и возможностями будущего развития, и капитализированной величиной чистого денежного потока, рассматри-

ваемого по ретроспективным данным и часто необоснованно принимаемого постоянным или растущим с определенной тенденцией.

Новизна предлагаемого в настоящей статье подхода к пониманию и определению стоимости компании заключается в том, что, по нашему мнению, использование полученного значения темпов долгосрочного роста чистого денежного потока в оценке стоимости компании и ее динамики корректно только при сохранении потенциала оцениваемой компании в долгосрочной перспективе. Необходимо введение в алгоритм оценки стоимости компании дополнительных факторов стоимости и их нормативных значений, на основании которых можно было бы судить об изменении потенциала бизнеса компании и соответствующим образом корректировать долгосрочные темпы роста генерируемых ею чистых денежных потоков, а соответственно, и величину стоимости компании и темпы ее изменения.

Подобный подход к пониманию и оценке стоимости компании наиболее актуален в сфере государственной собственности, а именно государственной долевой собственности, поскольку проблема повышения эффективности ее функционирования в России остается злободневной проблемой. Целями функционирования государственной долевой собственности в российской экономике являются, прежде всего, обеспечение развития экономики, повышение ее потенциала, конкурентоспособности, инновационности, независимости, стабильности и устойчивости. При этом частная собственность, как мы видим, не может обеспечить достижения указанных целей, потому что оперирование величиной чистого денежного потока самого по себе в качестве тождественной стоимости категории приводит к отсутствию у частного бизнеса экономической ответственности, формированию "пузырей" в экономике, оттоку российского капитала за рубеж, нарастанию в российской экономике негативных тенденций и снижению ее потенциала. Государство в этом случае посредством своих представителей в органах управления акционерных обществ с государственным участием должно явиться инициатором внедрения предлагаемого в настоящей статье подхода к пониманию категории стоимости и факторов, определяющих ее динамику, формирования у бизнеса экономически ответственного поведения. В этом случае подобный подход позволит повысить эффективность функционирования государственной долевой собственности в России, поскольку принимаемые представителями государства на основе предлагаемого подхода управленческие решения будут способствовать достижению декларируемых це-

**Таблица 1. Зависимость изменения степени износа основных фондов организации от нормы инвестирования в основной капитал**

Показатели	Годы				
	2004	2005	2006	2007	2008
Добавленная стоимость, тыс. руб.		30 000	33 000	36 300	39 930
<b>Инвестиции в основной капитал, тыс. руб.</b>		<b>15 000</b>	<b>5 000</b>	<b>15 000</b>	<b>15 000</b>
в том числе:					
Поступило основных средств, тыс. руб.		10 000	5 000	17 000	12 000
Изменение незавершенного строительства, тыс. руб.		5 000	0	-2 000	3 000
<b>Норма инвестирования в основной капитал, %</b>		<b>50,00%</b>	<b>15,15%</b>	<b>41,32%</b>	<b>37,57%</b>
Первоначальная (восстановительная) стоимость основных фондов на конец года, тыс. руб.	100 000	112 500	117 000	129 000	143 000
Начисленный износ основных фондов, тыс. руб.	50 000	53 500	59 000	63 000	68 500
Степень износа основных фондов, %	50,00%	47,56%	50,43%	48,84%	47,90%
<b>Изменение степени износа основных фондов, %</b>		<b>-2,44%</b>	<b>2,87%</b>	<b>-1,59%</b>	<b>-0,94%</b>

**Таблица 2. Нормативное значение нормы инвестирования в основной капитал в зависимости от целевого значения изменения степени износа основных фондов**

Нормативное значение нормы инвестирования в ОК, %	32,67%
Целевое изменение степени износа ОФ, % к предыдущему году	0,00%

лей участия государства в капитале организаций, а именно повышению потенциала, конкурентоспособности и возможностей развития российской экономики посредством такого инструмента проведения социально-экономической политики, как компании с государственным участием.

На основе сделанных замечаний приведем расчет стоимости компании и ее динамики с учетом факторов, характеризующих потенциал организации. В качестве такого показателя (фактора стоимости) нами была выбрана степень износа основных фондов в организации, поскольку именно состоянием основных фондов, на наш взгляд, определяются долгосрочные перспективы компании.

На основе данных табл. 1 можно выделить линейный характер зависимости изменения степени износа основных фондов организации от нормы инвестирования в основной капитал, определяемой как отношение величины инвестиций в основной капитал к величине добавленной организацией стоимости за период:

$$dO_{\text{инвест в ОК}} = \frac{O_{\text{инвест в ОК}}}{ДС},$$

где  $dO_{\text{инвест в ОК}}$  - норма инвестирования в основной капитал;

$O_{\text{инвест в ОК}}$  - объем инвестиций в основной капитал за период;

$ДС$  - объем добавленной стоимости организации за период.

Уравнение линейной регрессии принимает вид:

$$ДСИ(x) = -0,1572 \cdot x + 0,0514,$$

где  $ДСИ(x)$  - изменение степени износа основных фондов за период;

$x$  - норма инвестирования в основной капитал за период.

На основе полученного уравнения регрессии можно рассчитать нормативное значение нормы инвестирования в основной капитал. Если исходить из условия, что норма инвестирования должна как минимум обеспечивать достижение такой цели, как сохранение степени износа основных фондов на текущем уровне, который составляет 47,90%, то в этом случае нормативное значение указанного показателя составляет 32,67% (см. табл. 2).

Таким образом, можно сделать вывод, что выявленная ранее тенденция прироста величины чистого денежного потока на уровне  $\alpha\%$  в год сохранится лишь при сохранении потенциала организации, характеризуемого в нашем случае степенью износа основных фондов на достигнутом уровне. Только в этом случае долгосрочные темпы роста стоимости компании составят, как было рассчитано выше,

$$\Delta P = \frac{P_1}{P_0} - 1 = \frac{A_{\text{нач}} \cdot (1 + \alpha) - Д \cdot (i - \alpha)}{A_{\text{нач}} - Д \cdot (i - \alpha)} - 1 \%$$

в год. Логично предположить, что при увеличении степени износа основных средств в организации справедливо говорить о снижении ее потенциала в долгосрочной перспективе, следовательно, о снижении долгосрочного значения темпа прироста величины чистого денежного потока компании и, соответственно, о снижении темпов роста стоимости компании или даже снижении текущей величины стоимости. В противном случае при снижении степени износа основных фондов организации можно говорить о повы-

шении ее потенциала и увеличении долгосрочных темпов роста чистого денежного потока и стоимости компании.

Как мы уже убедились, степень износа основных фондов зависит от величины нормы инвестирования в основной капитал. Рассчитанное выше нормативное значение нормы инвестирования в основной капитал является пограничным, когда в случае его превышения долгосрочный потенциал компании растёт относительно достигнутого на момент оценки, а в случае его невыполнения - снижается. Таким образом, норма инвестирования в основной капитал является в рассматриваемом примере тем фактором стоимости, который характеризует ее динамику относительно изменения потенциала компании, а нормативное значение нормы инвестирования в основной капитал является эталоном, базой сравнения при принятии управленческих решений, направленных на обеспечение прироста стоимости компании.

Для определения значений долгосрочных темпов прироста чистого денежного потока компании сделаем следующие допущения:

1. При значении нормы инвестирования в основной капитал, равном нулю, будем считать, что потенциал компании падает настолько быстро, что стоимость инвестированного в компанию капитала - стоимость бездолгового потока, определенная с позиции доходного подхода, будет равна нулю.

2. При значении нормы инвестирования в основной капитал, равном нормативному значению, будем считать, что стоимость инвестированного капитала соответствует его стоимости, получаемой в рамках традиционного подхода, т.е. в соответствии с вышеприведенным алгоритмом.

3. Зависимость стоимости инвестированного капитала от величины нормы инвестирования в основной капитал будем предполагать логарифмической, поскольку данный вид зависимости наилучшим образом характеризует процесс насыщения, например, законы убывающей предельной полезности и убывающей предельной отдачи, который, по нашему мнению, будет иметь место и в нашем случае.

4. Стоимость инвестированного капитала в зависимости от значения нормы инвестирования в основной капитал будем определять на основе выделенной зависимости, предполагая, что данная величина стоимости справедлива только в случае, если соответствующее значение нормы инвестирования в основной капитал соблюдается в каждом из будущих периодов в течение всего периода существования организации.

5. Стоимость компании будем определять как стоимость инвестированного капитала, соот-

ветствующую определенному значению нормы инвестирования в основной капитал, уменьшенную на величину долга компании.

На основании сделанных допущений характер зависимости стоимости инвестированного в компанию капитала от величины нормы инвестирования в основной капитал принимает вид:

$$P(x) = a \cdot \ln(100 \cdot x + 1) + b,$$

где  $P(x)$  - стоимость инвестированного капитала на конец периода;

$x$  - норма инвестирования в основной капитал за период.

Далее с учетом выявленной выше зависимости и рассчитанных на ее основе значений стоимости инвестированного капитала относительно нормы инвестирования в основной капитал необходимо рассчитать соответствующие им долгосрочные темпы изменения бездолгового чистого денежного потока по отношению к норме инвестирования в основной капитал, характер зависимости которых от величины нормы инвестирования в основной капитал принимает следующий вид:

$$\alpha(x) = \frac{P(x) \cdot i - A_{нач}}{A_{нач} + P(x)},$$

где  $\alpha(x)$  - долгосрочные темпы изменения бездолгового чистого денежного потока;

$P(x)$  - стоимость инвестированного капитала на конец периода;

$A_{нач}$  - чистый денежный поток в первый плановый (начальный) период;

$i$  - дисконтная ставка (ставка дохода), требуемая инвестором;

$x$  - норма инвестирования в основной капитал за период.

На основе определенных значений долгосрочных темпов изменения бездолгового чистого денежного потока в зависимости от величины нормы инвестирования в основной капитал можно рассчитать динамику стоимости компании в зависимости от ожидаемой величины нормы инвестирования в основной капитал в плановом периоде. Темп изменения стоимости компании рассчитывается по формуле

$$\Delta P_r^n = \frac{P_1}{P_0} - 1 = \frac{A_{нач} \cdot (1 + \alpha_1) - D \cdot (i - \alpha_1)}{(i - \alpha_1)} \times \frac{(i - \alpha_0)}{A_{нач} - D \cdot (i - \alpha_0)} - 1,$$

где  $\Delta P_r^n$  - изменение стоимости компании за период (год) при значении нормы инвестирования в основной капитал в базовом периоде, равном  $n$ , и ожидаемом в плановом периоде, равном  $r$ ;  
 $P_1$  - стоимость компании на конец планового периода;

$P_0$  - стоимость компании на начало планового (конец базового) периода;

$A_{нач}$  - чистый денежный поток в первый плановый (начальный) период;

$D$  - сумма долга по кредитам и займам;

$i$  - дисконтная ставка (ставка дохода), требуемая инвестором;

$\dot{a}_1$  - постоянный темп прироста чистого денежного потока за период, соответствующий норме инвестирования в основной капитал, ожидаемой в плановом периоде, равной  $r$ ;

$\dot{a}_0$  - темп прироста чистого денежного потока за период, выявленный по ретроспективным данным либо (при сопоставлении двух будущих периодов - базового и планового) соответствующий норме инвестирования в основной капитал в базовом периоде, равной  $r$ .

Определяемое в соответствии с предлагаемым в настоящей статье подходом прогнозное значение изменения стоимости компании позволит представителю государства в органах управления акционерных обществ с государственным участием анализировать альтернативные варианты управленческих решений, в том числе предлагаемых частными собственниками, с позиции не только их влияния на величину чистого денежного потока как такового, а, что более важно, с позиции влияния рассматриваемых управ-

ленческих решений на изменение долгосрочного потенциала организации, который является источником будущих чистых денежных потоков и определяет их динамику.

Таким образом, в настоящей статье нами описан подход к определению динамики стоимости компании, учитывающий динамику потенциала последней, характеризующегося такими факторами, как, например, степень износа основных фондов организации. В этом случае динамика стоимости компании увязывается не только и не столько с величиной чистого денежного потока компании самого по себе, но и с направлениями его использования и мерами, нацеленными на его поддержание и увеличение. Применение предлагаемого подхода для целей повышения эффективности функционирования государственной долевой собственности позволит повысить степень достижения таких целей ее функционирования, как обеспечение максимальных темпов экономического роста, модернизация и повышение конкурентоспособности организаций страны, перевод экономики на инновационный путь развития, проведение эффективной антициклической политики, что является основным показателем эффективности функционирования государственной долевой собственности.

*Поступила в редакцию 05.08.2009 г.*