

УДК 658.1  
ББК 65.9(2)29  
Е-30

*Егоров Михаил Владимирович, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономического анализа статистики и финансов Кубанского государственного университета, т.: (861) 2602734, e-mail: L-Egorova-@mail.ru;*

*Шутов Олег Леонтьевич, аспирант кафедры мировой экономики Кубанского государственного университета, руководитель департамента по финансовому оздоровлению Краснодарского края, т.: (861) 259 16 61, e-mail: dfo@krasnodar.ru.*

**СТОИМОСТЬ АКТИВОВ В СИСТЕМЕ КРИТЕРИЕВ ЭФФЕКТИВНОСТИ МЕХАНИЗМА РЕГИОНАЛЬНОГО СТРАТЕГИЧЕСКОГО УПРАВЛЕНИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИОННЫМИ ПРОЦЕССАМИ ПРЕДПРИЯТИЙ-ДОЛЖНИКОВ**  
(рецензирована)

*Рассмотрены проблемы регионального стратегического управления реструктуризацией предприятий в условиях несостоятельности (банкротства) на основе управления их стоимостью. Обоснован методический подход к определению добавленной стоимости с учетом синергетического эффекта.*

*Ключевые слова: стратегическое управление, реструктуризация, предприятия-должники, региональное стратегическое управление.*

*Yegorov Michail Vladimirovich, Candidate of Economics, associate Professor of the Department of Economic Analysis of Statistics and Finance, Kuban State University, tel.: (861) 2602734, e-mail: L-Egorova-@mail.ru;*

*Shutov Oleg Leontievich, postgraduate student of the Department of World Economy of the Kuban State University, Head of Department for Financial Recovery of the Krasnodar Territory, tel.: (861) 259 16 61, e-mail: dfo@krasnodar.ru.*

**ASSETS VALUE IN THE SYSTEM OF EFFECTIVENESS CRITERIA OF REGIONAL MECHANISM OF STRATEGIC MANAGEMENT OF THE DEBTORS STRUCTURAL ADJUSTMENT**

*The problems of regional strategic management of restructuring enterprises in terms of insolvency (bankruptcy), based on the management of their cost have been considered. Methodical approach to determining the added value, taking into account synergies has been grounded.*

*Keywords: strategic management, restructuring of the debtor, the regional strategic management.*

Многие ученые экономисты обоснованно считают, что стоимость предприятия – это наиболее объективная характеристика результатов его деятельности. Ни один другой показатель не является таким полным и всеобъемлющим, как стоимость, экономическая сущность которого заключается в формировании объективной оценки долгосрочных перспектив в развитии бизнеса, в отличие от прибыли и рентабельности капитала, характеризующих эффективность деятельности предприятия в краткосрочном периоде. Мы считаем, что рентабельность собственного (инвестированного) капитала всегда должна превышать его цену, так как рентабельность капитала и доля прибыли, которую предприятие направляет на свое развитие, служат основой формирования свободного денежного потока, оказывающего прямое влияние на рыночную стоимость предприятия.

Если принять во внимание специфичность использования стоимости предприятия-должника, как инструмента стратегического управления его реструктуризацией, то можно выделить два условия успешной реструктуризации: рост стоимости собственного (инвестированного) капитала; превышение рентабельности собственного (инвестированного) капитала над его ценой (или затратами на его привлечение).

До этого момента мы не уточняли, о какой стоимости идет речь, но специфика ситуации – реструктуризация предприятия-должника, на наш взгляд, предопределяет выбор подхода определения стоимости. Нам представляется, что наиболее приемлемым стоимостным подходом, так как он базируется на определении рыночной стоимости (или стандарта стоимости). К стандартам стоимости предприятия, кроме рыночной, относятся инвестиционная, фундаментальная, залоговая, восстановительная, ликвидационная и стоимость замещения.

Но определение рыночной стоимости применимо при реструктуризации предприятия-должника, если планируется продажа предприятия или его отдельных активов. К важнейшим факторам, влияющим на величину рыночной стоимости, относятся следующее: величина и время получения прибыли; риск как вероятность получения доходов; степень контроля, которую получает новый собственник;

ликвидность этой собственности; любые ограничения, которые имеет бизнес (например, государственное ограничение цен на продукцию продаваемого предприятия и др.); наличие товаров-заменителей; платежеспособность потенциальных инвесторов; возможность привлечь дополнительный капитал на финансовом рынке; политическая и экономическая стабильность в обществе и др.

Другим стандартом, который также может быть использован при реструктуризации предприятия-должника является инвестиционная стоимость. Она предполагает оценку стоимости предприятия, исходя из предполагаемой его доходности для конкретного инвестора при заданных инвестиционных целях. Таким образом, инвестиционная стоимость предприятия-должника может определяться как стоимость для каждого инвестора на основе индивидуальных требований к инвестициям, в отличие от концепции рыночной стоимости, предполагающей имперсональность. В связи с этим существует ряд факторов, которые влияют на отличие инвестиционной оценки предприятия-должника от рыночной. Наиболее важными отличительными параметрами являются: оценка будущей прибыльности; представления о степени риска; разная налоговая ситуация; синергетический эффект.

Считаем необходимым обратить внимание на параметр синергетического эффекта в контексте формирования эффекта реструктуризации предприятия-должника, который недостаточно изучен.

В научных публикациях встречаются трактовки синергетического эффекта как «эффекта комбинации бизнесов, который делает два плюс два равным пяти» [1], или «интеграции выгод от объединения стратегий и экономии на масштабе» [2].

Марк Л. Сироуэр в своей книге «Западная синергия: как проигрывает компания в игре поглощения» дает определение синергетическому эффекту как «увлечению эффективности деятельности объединенной фирмы сверх того, что две фирмы уже могут или должны выполнять как независимые». [3]

Нам представляется правомерным в случае реструктуризации предприятия-должника рассматривать синергетический эффект как интеграцию выгод от объединения стратегий и экономии на масштабе, так как добавленная стоимость, возникшая как результат реструктуризации предприятия-должника, формируется, прежде всего, за счет операционной, управленческой и финансовой синергией, а при расчете денежных потоков должны быть учтены все синергетические эффекты.

Синергетический эффект от реструктуризации предприятия-должника может проявиться в двух направлениях: прямой и косвенной выгоды, увеличивающих текущую стоимость эффекта реструктуризации [1]. В связи с этим, мы считаем правомерным утверждение, что прямая выгода от реструктуризации представляет собой добавленную стоимость, возникающую как результат реструктуризации предприятия-должника и формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергий.

Операционная синергия в данном случае может представлять собой экономию на операционных расходах, например, за счет объединения служб маркетинга, учета, сбыта и др., что способствует снижению затрат. Помимо экономии на затратах может быть достигнута дифференциация выпускаемой продукции, которая достигается за счет эффекта масштаба, т.е. возможности выполнить больший объем работы на тех же производственных мощностях, что в итоге снижает средние издержки на единицу выпускаемой продукции.

Управленческая синергия может представлять собой эффект от создания новой системы управления, сформированной в ходе реорганизации предприятия-должника за счет повышения качества управления на основе смены управленческого персонала.

Финансовая синергия, возникающая в результате реструктуризации предприятия-должника может представлять собой экономию за счет изменения источников финансирования, стоимости финансирования и прочих выгод.

Косвенная выгода при реструктуризации предприятия-должника может проследиваться как увеличение рыночной стоимости его акций в результате повышения их привлекательности для потенциального инвестора. Добавленная стоимость с учетом синергетического эффекта реструктуризации может быть рассчитана поэтапно (рис. 1).

Таким образом, из вышеизложенного следует, что синергетический эффект напрямую влияет на дополнительную прибыль от реструктуризации, увеличивая денежные потоки. Нам представляется правомерным, что при расчете эффекта от реструктуризации, (формула 1) он должен быть учтен.

$$NPV_p = [D(PN)_n + (EE)_n - (I)_n + (T)_n] / r, \quad (1)$$

где  $NPV_p$  – чистая текущая стоимость эффекта реструктурирования;  $D(PN)_n$  – дополнительная прибыль от реструктурирования в период  $n$ ;  $n$  – период времени после реструктуризации;  $(EE)_n$  – экономия производственных издержек и дополнительная прибыль за счет диверсификации производства в период  $n$ ;  $(I)_n$  – дополнительные инвестиции на реструктурирование в период  $n$ ;  $(T)_n$  – прирост (экономия) налоговых платежей в период  $n$ ;  $r$  – коэффициент текущей стоимости, который рассчитываются по формуле:

$$r = \frac{1}{(1 + Ri)^n}, \quad (2)$$

где  $Ri$  – ставка дисконта (приравнивается к ставке рефинансирования);  $n$  – число временных периодов.

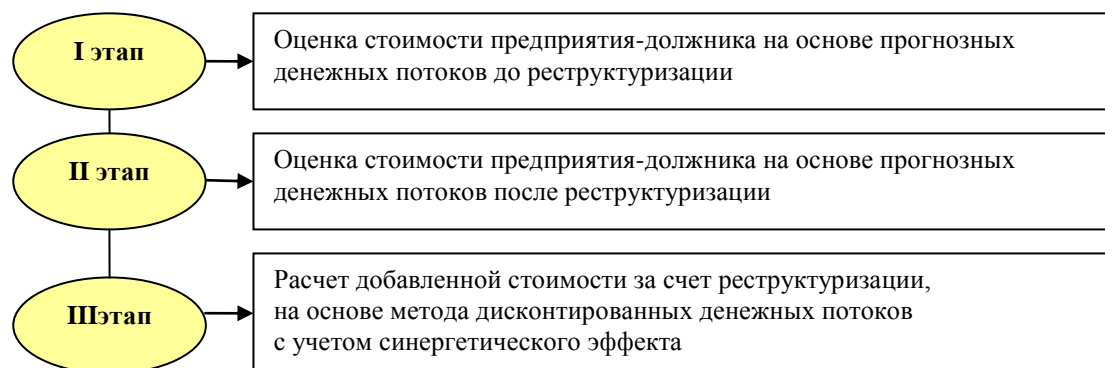


Рис.1. Этапы расчета добавленной стоимости, полученной в результате реструктуризации предприятия-должника

Следовательно, дополнительная прибыль от реструктуризации за период « $n$ » – после реструктуризации –  $D(PN)n$  может быть рассчитана по следующей формуле:

$$D(PN)n = Э п.в. + Э к.в., \quad (3)$$

где  $Э п.в.$  – прямая выгода от реструктуризации предприятия-должника за период « $n$ »;  $Э к.в.$  – косвенная выгода от реструктуризации предприятия-должника за период « $n$ ».

Прямая выгода ( $Э п.в.$ ) может быть рассчитана как суммарный эффект от операционной, управленческой и финансовой синергии за период “ $n$ ” после реструктуризации:

$$Э п.в. = Э оп. с. + Э ф.с. + Э уп.с., \quad (4)$$

где  $Э оп.с.$  – эффект от операционной синергии, рассчитывается по формуле:

$$Э оп. с. = Э сн. оп. р. + Э сн. ср. изд., \quad (5)$$

где  $Э сн. оп. р.$  – дополнительная прибыль за счет экономии от снижения операционных расходов на 1 единицу продукции;  $Э сн. ср. изд.$  – дополнительная прибыль от снижения издержек на 1 единицу продукции за счет эффекта масштаба производства;  $Э уп. с.$  – эффект от управленческой синергии, рассчитывается по формуле:

$$Э уп. с. = Э кач. уп. + Э сн. уп.р., \quad (6)$$

где  $Э кач. уп.$  – дополнительная прибыль за счет снижения управленческих расходов на 1 единицу продукции на основе оптимизации структуры управления;  $Э сн. уп.р.$  – дополнительная прибыль за счет экономии фонда оплаты труда управленческого персонала при оптимизации его численности;  $Э ф. с.$  – эффект от финансовой синергии рассчитывается по формуле:

$$Э ф.с. = Э диф.ф. + Э сн.д.з. + Э сн.кр.з. + Э сн.непр.р. \quad (7)$$

где  $Э диф.ф.$  – дополнительная прибыль за счет дифференциации источников финансирования и выбора наиболее дешевых из них;  $Э сн.д.з.$  – дополнительная прибыль за счет снижения дебиторской задолженности;  $Э сн.кр.з.$  – дополнительная прибыль за счет снижения кредиторской задолженности;  $Э сн.непр.р.$  – дополнительная прибыль за счет снижения непроизводственных расходов, на основе сокращения штрафов, пени за несвоевременную уплату налогов и др.;

Косвенная выгода от реструктуризации ( $Э к.в.$ ) может быть рассчитана как суммарный эффект от роста стоимости акций в результате повышения их рыночной привлекательности по следующей формуле:

$$Э к.в. = Д к.с.а. + Д д.в., \quad (8)$$

где  $Д к.с.а.$  – доход от роста курсовой стоимости акций;  $Д д.в.$  – доход от роста рыночной стоимости денежных выплат.

Некоторые исследователи выделяют также внутреннюю, или фундаментальную стоимость, которая представляет собой аналитическую оценку стоимости, основанную на предполагаемых внутренних характеристиках инвестиций, незатронутых особенностями, относящихся к любому конкретному инвестору [4]. Мы разделяем мнение Г.Г. Вукович, которая считает, что реальная стоимость предприятия-должника может быть определена при помощи анализа следующих фундаментальных факторов: стоимость активов; вероятная будущая прибыль после реструктуризации; вероятные будущие дивиденды; вероятные будущие темпы роста [5].

Залоговая стоимость в случае реструктуризации предприятия-должника может представлять собой стоимость активов, которые кредитор надеется получить от продажи их на рынке в случае неплатежеспособности предприятия. Залоговая стоимость в таком случае будет включать стоимость замещения и восстановительную стоимость, а стоимость замещения может отражать затраты на создание актива, аналогичного по функциям. Применение данного стандарта обусловлено, прежде всего, тем, что покупатель, как правило, при выборе решения руководствуется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен объект с аналогичной полезностью. Восстановительная стоимость может представлять собой в случае реструктуризации затраты на воспроизводство точной копии предприятия-должника или другого актива, даже если есть более экономичные аналоги. Мы солидарны с Г.Г. Вукович в том, что в случае реструктуризации предприятия-должника восстановительная стоимость может быть использована не только при переоценке предприятия, но и в целях более точного отражения стоимости имущества в соответствии с рыночной ситуацией [5].

Однако следует иметь в виду, что все перечисленные виды стоимости могут относиться к оценке действующего предприятия-должника, то есть предполагается, что бизнес после его реструктуризации будет существовать и дальше, поэтому можно ожидать сохранения предприятия как целого; а ценность целого обычно всегда больше, чем простая сумма стоимостей отдельных элементов.

Если же в ходе реструктуризации предполагается закрытие предприятия и реализация активов по отдельности, то наиболее применим стандарт ликвидационной стоимости предприятия, который в случае реструктуризации предприятия-должника может представлять собой разность между текущей выручкой от продажи его активов на рынке, и издержками на ликвидацию.

Из вышеизложенного следует вывод, что сравнение различных стандартов стоимости позволит определить наиболее приемлемую стратегию реструктуризации с учетом интересов и возможностей конкретных инвесторов, рыночной ситуации и реальной стоимости реструктурируемого предприятия.

Использование стоимости предприятия-должника как критерия эффективности регионального стратегического управления реструктуризацией может быть реализовано в виде четырех стратегий.

Первая реструктуризационная стратегия – долгосрочная стратегия наращивания рыночной стоимости капитала в длительном периоде, более 5 лет, осуществляется на основе роста фундаментальной стоимости за счет внутренних и внешних источников, на базе увеличения объемов инвестиций, вызванных реструктуризационными преобразованиями.

Вторая реструктуризационная стратегия – долгосрочная стратегия сокращения рыночной стоимости капитала в длительном периоде, более 5 лет, осуществляется за счет ликвидации (продажи) предприятия-должника в силу того, что отсутствует объективная реальность обеспечить улучшение его финансового состояния, но рыночный спрос на него присутствует, следовательно, проводить реструктуризацию нецелесообразно.

Третья реструктуризационная стратегия – среднесрочная стратегия наращивания инвестиционной стоимости капитала предприятия-должника в среднесрочном периоде, от 3-х до 5-ти лет, осуществляется за счет внешнего инвестирования. Ее использование целесообразно в том случае, когда имеется реальная возможность улучшения финансового состояния и рынок оценивает предприятие-должника выше, чем его фундаментальная стоимость. Однако, при изменении ситуации в платежеспособности предприятия-должника или предпочтениях потенциальных инвесторов возможна реализация стратегии реструктуризации, направленная на продажу предприятия.

Четвертая реструктуризационная стратегия – краткосрочная стратегия, на период от 1 года до 3-х лет, предусматривающая краткосрочное внешнее инвестирование с целью последующей продажи предприятия-должника. Эта стратегия применима, например, в ситуации, когда предприятие-должник в текущий момент для инвестора не представляет ценности и рынок недооценивает его. Однако, при незначительных реструктуризационных затратах рыночная стоимость его может значительно возрасти и предприятие может быть продано по цене, превышающей его реальную стоимость. Визуализация предлагаемых стратегий реструктуризации предприятия-должника представлена на рис. 2.

Таким образом, использование предлагаемых реструктуризационных стратегий позволяет оптимизировать управление реструктуризацией предприятия-должника на основе варьирования различных стандартов стоимости капитала.

Мы согласны с Г.Г. Вукович в том, что механизм регионального стратегического управления реструктуризацией предприятий должен формироваться с учетом управления стоимостью, что позволит найти наиболее эффективные решения и достичь компромисса между заинтересованными сторонами [6].

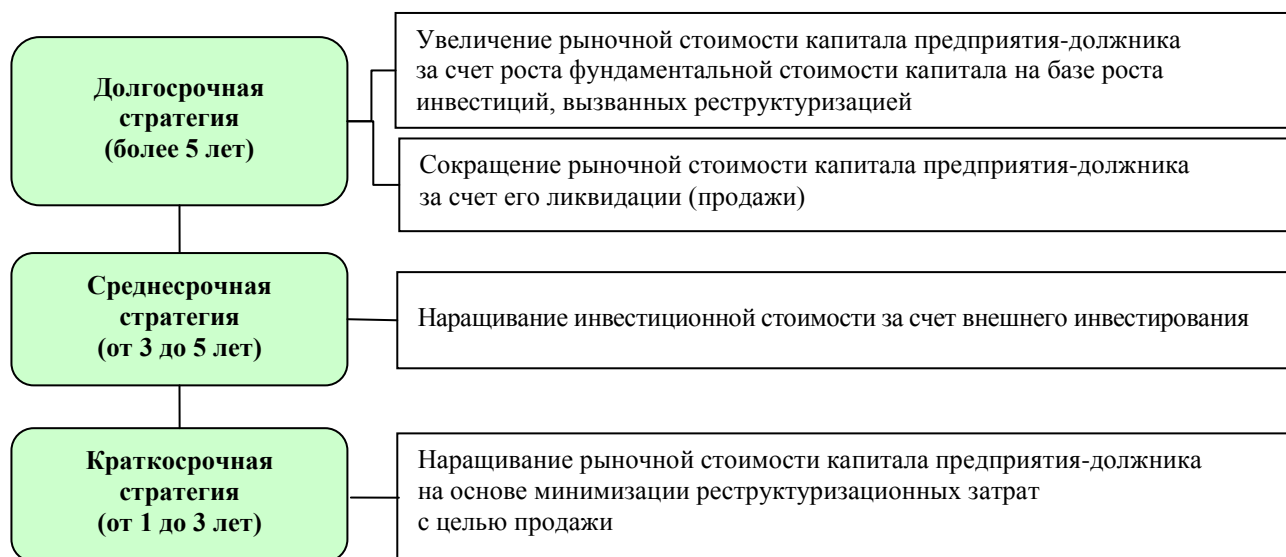


Рис. 2. Региональные стратегии реструктуризации предприятий-должников на основе управления стоимостью капитала предприятия-должника

Итак, стратегическая цель реструктуризации предприятия-должника – это повышение стоимости акционерного капитала за счет изменения структуры активов, аккумулирования средств на главных направлениях развития бизнеса и сохранения корпоративного контроля. При реструктуризации предприятия-должника возникает синергетический эффект как интеграция выгод от объединения стратегий и экономии на масштабе, так как добавленная стоимость, возникающая как результат реструктуризации предприятия-должника, которая формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергий. При расчете денежных потоков должны быть учтены все синергетические эффекты. Для определения наиболее эффективного управления реструктуризацией предприятия-должника наиболее целесообразен для использования стоимостной подход, в рамках которого определяется рыночная стоимость его капитала. Но в соответствии с целями реструктуризации привлечения инвестиций целесообразно определять инвестиционную стоимость капитала, так как в этом случае в наибольшей мере можно учесть интересы конкретных инвесторов. Определение эффективности стратегического управления реструктуризацией предприятия-должника целесообразно проводить как интегральную оценку по комплексу показателей, характеризующих целевую, технологическую, социально-экономическую эффективность, финансовую устойчивость, общественную значимость, что позволяет оптимизировать направления реструктуризации и обеспечить их оптимальный результат.

#### Литература:

1. Оценка бизнеса / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика. 2004. 736 с.
2. Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс. 2004. 332 с.
3. Sirower Mark L. The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game. New York: The Free Press. 2000.
4. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка стоимости имущества и финансового состояния предприятия. СПб.: Питер, 2002. 128 с.
5. Вукович Г.Г., Лотова Е.В. Оптимизация организационной структуры промышленного комплекса на основе развития стратегического менеджмента // Экономика устойчивого развития. 2010. №3. С. 48-58.
6. Вукович Г.Г. Роль менеджмент-технологий в реструктуризации промышленных предприятий // Экономика устойчивого развития. 2010. №4. С. 17-22.