

УДК 658

СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА В СИСТЕМЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ*канд. экон. наук, доц. И.И. КОЛЕСНИКОВА**(Гомельский государственный технический университет им. П.О. Сухого)*

Проведен анализ, который показал, что для большинства белорусских компаний интеллектуальный капитал не увеличивает, а наоборот уменьшает их рыночную стоимость. Это свидетельствует о необходимости создания экономических, организационных и социально-психологических основ оптимизации стоимости бизнеса, о целесообразности развития фондового рынка, что будет способствовать росту конкурентоспособности белорусских предприятий в соответствии с курсом на повышение инновационной восприимчивости экономики.

Сущность стоимости бизнеса. Началом развития теории стоимости бизнеса можно считать концепцию экономической прибыли, разработанную Альфредом Маршаллом в 1890 году. Наиважнейшим в концепции стоимости бизнеса является то, каким способом и в каком количестве предприятие генерирует созданную стоимость, а также какие факторы оказывают влияние на процесс изменения стоимости бизнеса.

При определении стоимости предприятия необходимо различать такие понятия, как «стоимость имущества предприятия», «рыночная стоимость предприятия» и «стоимость бизнеса».

При определении *стоимости имущества* предприятия, как правило, оцениваются материальные активы предприятия и практически не подвергается оценке целая группа нематериальных активов, а именно: авторские права, контракты на работу, а также человеческий и организационный капитал. Так сложилось исторически на отечественных предприятиях. Однако чем больше прибыль компании зависит от данных факторов, тем более они важны при оценке и стоимости предприятия, и стоимости бизнеса.

Стоимость предприятия - это то количество денежных единиц, которое инвестор готов в данный момент отдать на приобретение данного объекта. При управлении стоимостью нельзя ограничиваться только учетом затрат на создание или приобретение объекта, а следует учитывать совокупность внутренних и внешних факторов, таких как факторы времени и риска, рыночная конъюнктура, конкуренция, социальные, правовые, политические факторы, технологическая и физическая среда и иные. Поэтому стоимость предприятия не идентична стоимости его имущества, так как системы, процедуры и имеющийся персонал, которые соединяют активы предприятия и создают действующий бизнес, отличаются от простого набора активов. Отличие это объясняется эффектом синергии, которая выступает благодаря существованию определенной организационной структуры, коллектива, способностям и квалификации управленческого персонала, связям по кооперации, деловой репутации и прочим факторам.

Разницу между стоимостью предприятия или структурного подразделения и стоимостью его активов представим как *стоимость бизнеса* (СБ). Образование стоимости бизнеса связано с превышением величины прибыли и рентабельности данного предприятия над средней рентабельностью (по отрасли, регионам, аналогам и т.д.). Таким образом, расчетной основой оценки стоимости предприятия может быть не только имущество предприятия, но и возможность генерирования с его помощью доходов, а также рентабельность капитала. Однако данные методы в белорусской экономике практически не используются.

Рынок бизнеса, как правило, подвергается более быстрым и сильным изменениям, чем рынок недвижимости. В этой связи и стоимости на двух названных рынках меняются с разной скоростью. Это положение особенно актуально для так называемых «тощих» рынков недвижимости, имеющих место в условиях переходной экономики, к которым относится и белорусский рынок недвижимости. Кроме того, имущество обычно оценивается независимо от наличия на предприятии заемного капитала. В то время как при оценке бизнеса учитывается величина разности между суммой активов и обязательств (чистые активы). При разумной эксплуатации имущества предприятия его стоимость может не только не снижаться, но и повышаться, в то время как ряд активов имеет тенденцию к изнашиванию, что снижает их стоимость. К тому же понятие «предприятие» более мобильно, чем имущество, особенно в плане недвижимости.

Способ создания стоимости является существенным особенно там, где уникальна организация средств труда и индивидуален создаваемый продукт (это отражается в сознании клиентов), что позволяет предприятию ограничить силу конкурентного влияния. Дополнительная стоимость предприятия (стоимость бизнеса) увеличивает потенциал фирмы и ее конкурентоспособность через повышение финансовых возможностей в каждом из аспектов деятельности субъекта хозяйствования. Это особенно относится к возможностям в сфере затрат на исследование и развитие, к рекламе, размерам поощрений, сфере

взаимодействия с поставщиками и дистрибьютерами, захвату новых рынков, а также возможности сохранения в условиях ценовой войны.

Стоимость предприятия изменяется в различных внешних и внутренних условиях, в зависимости от величины актуальных наличных ресурсов капитала, их технического состояния, способа организации и использования, методов финансирования, а также способа определения стоимости.

Рассмотрим два вида стоимости предприятия.

Рыночная стоимость - это стоимость, которая сформирована в момент осуществления сделки на рынке. Она может быть определена «ex post». Перед осуществлением сделки можно попытаться предвидеть цену, что не относится к сделкам, которые имеют непрерывный характер (например, на бирже). Рыночная стоимость в результате сделки может быть определена через аналоги других сделок.

Рыночная стоимость акционерного общества (общая капитализированная стоимость) может быть определена по формуле:

$$W_p = n \cdot C_{\text{рын}}, \quad (1)$$

где W_p – рыночная стоимость предприятия; n – количество акций, выпущенных в обращение; $C_{\text{рын}}$ – текущая рыночная цена одной акции.

Рыночную цену одной акции можно рассчитать по формуле:

$$C_{\text{рын}} = \frac{D_{1a}}{Hn}, \quad (2)$$

где D_{1a} – величина дивидендов на одну акцию; Hn – требуемая норма прибыли, в качестве которой может выступать величина банковского процента.

В отдельных случаях стоимость (курс) акции можно рассчитать, исходя из величины чистой прибыли:

$$K_p = \frac{Пч}{n \cdot Hn}, \quad (3)$$

где K_p – расчетная курсовая стоимость акции; $Пч$ – сумма чистой прибыли за последние 12 месяцев; n – количество акций.

2. Учетная стоимость или стоимость чистых активов (*Ачист*). Это стоимость совокупности элементов имущества предприятия, вытекающая из учетных документов; устанавливает разницу между активами предприятия и его задолженностью, зеркально отраженную в пассивах:

$$A_{\text{чист}} = A - П, \quad (4)$$

где A – стоимость активов по балансу; $П$ – стоимость пассивов (без собственного капитала).

На ее основе можно рассчитать балансовую цену одной акции ($C_{\text{бал}}$):

$$C_{\text{бал}} = \frac{A_{\text{чист}}}{n}, \quad (5)$$

где $A_{\text{чист}}$ - чистые активы (по балансовой стоимости).

Рыночную стоимость также можно найти из суммы:

$$W_p = A_{\text{чист}} + СБ, \quad (6)$$

где $СБ$ - стоимость бизнеса будущих периодов, приведенная к настоящему моменту времени.

Значение $СБ$ определяет поведение собственников предприятия по отношению к инвестированию в данное предприятие.

Экономическая сущность стоимости бизнеса проявляется в приращении стоимости предприятия по сравнению со стоимостью его чистых активов. В соответствии с формулой (6) рыночная стоимость предприятия может превышать, быть равной или меньше балансовой стоимости чистых активов в зависимости от будущих прибылей предприятия. При этом возможно три варианта:

1. $СБ = 0$ - рыночная стоимость предприятия равна стоимости активов в соответствии с балансом. Следовательно, выигрыш собственника при вложении в данное предприятие равен нулю в настоящий момент.

2. $СБ > 0$ - рыночная стоимость предприятия выше стоимости активов. Следовательно, собственникам выгодно продолжать вложения в данное предприятие.

3. $СБ < 0$ - рыночная стоимость предприятия ниже стоимости активов. При вложении в данное предприятие собственники теряют капитал за счет потери альтернативной доходности.

Положительное решение о вложении капитала в предприятие принимается однозначно только во втором случае, может быть принято в первом случае и не принимается в третьем.

Потенциальные акционеры, желающие приобрести акции предприятия, ожидают, что оно будет генерировать прибыль, чтобы иметь возможность выплачивать дивиденды. Таким образом, ожидание будущих значений *СБ* оказывает существенное влияние на изменение цены акций предприятия. Чем более надежным будет прогноз, тем меньше будет колебаться величина акций.

Из вышесказанного следует, что для повышения стоимости предприятия менеджеры должны планировать будущие значения стоимости бизнеса, а также оптимальную структуру и цену капитала для стимулирования направлений действий собственников на инвестирование капитала в предприятие.

Показатель стоимости бизнеса может применяться для оценки эффективности деятельности предприятия с позиции его собственников, которые считают, что деятельность предприятия имеет для них положительный результат только в том случае, когда предприятию удалось заработать больше, чем составляет доходность альтернативных вложений.

Показатель стоимости бизнеса может быть основой премий высшего руководства предприятия, которое становится более заинтересованным в росте прибыльности предприятия и росте стоимости бизнеса. Кроме того, уровень стоимости бизнеса может стать одним из показателей эффективности деятельности предприятия, так как он оценивает не только конечный результат, но и то, какой ценой он был получен.

Стоимость бизнеса и интеллектуальный капитал. Начиная с 70-х годов, западные исследователи обратили внимание на то, что происходит серьезное расхождение между двумя параметрами, характеризующими стоимость компании: ее активами по балансу и так называемой капитализированной стоимостью компании, которая может быть рассчитана путем умножения числа акций компании на рыночную стоимость (курс) акции. В первой половине XX века эти показатели в целом совпадали, т.е. капитализированная стоимость большинства компаний была примерно равна стоимости ее активов. Однако во второй половине XX века эти показатели все больше расходятся, капитализированная стоимость компании становится намного больше, чем величина активов. Причем, если в традиционных отраслях, таких как добывающая, сталелитейная промышленность, транспорт и т.д., капитализированная стоимость компании превышает ее балансовую стоимость примерно в 1,5-2 раза, то в новых отраслях (электронная промышленность, авиапромышленность и т.п.) этот разрыв может достигать 5 - 10 и более раз (например, в компании *IBM* общая капитализированная стоимость компании превышает ее активы в 4,26 раза) [5, с. 247]. Рекордсменами здесь являются фирмы, работающие на острие научно-технического прогресса, например, занимающиеся разработкой компьютерных технологий, компьютерными коммуникациями и т.д. В них разрыв между капитализированной стоимостью и величиной активов может достигать 100 и более раз.

Ясно, что такой разрыв не может быть объяснен какими-нибудь случайными или спекулятивными факторами, а имеют под собой объективную основу. В 1970 - 80-е годы этот разрыв, как правило, объясняли только маркетинговым имиджем компании, стоимостью ее торговой марки, деловыми отношениями с партнерами и т.д. Считалось, что именно эти факторы увеличивают стоимость компании и определяют разрыв между ее капитализированной стоимостью и физическими активами. Уже в 90-е годы многие экономисты справедливо стали отмечать, что разность между чистыми активами и рыночной стоимостью предприятия (называемая стоимостью бизнеса) обусловлена наличием на предприятии интеллектуального капитала.

Имеются разные подходы к определению его структуры. В состав интеллектуального капитала разные авторы предлагается включать различные элементы, например:

- человеческий капитал, внутренние отношения в фирме, структурный капитал и отношения с потребителями и клиентами [1];
- человеческий капитал и способность фирмы к инновациям [2];
- человеческий и структурный капитал, интеллектуальную собственность компании [3];
- знания сотрудников компании, накопленные разработки продуктов, организационную структуру и интеллектуальную собственность [4].

Существует множество иных подходов к определению интеллектуального капитала, которые, как видно из приведенных примеров, являются не взаимоисключающими, а взаимодополняющими. Выделив приоритетные позиции, предлагаем включать в него следующие элементы:

- 1) человеческий капитал (*human capital*) - это не только имеющийся запас знаний сотрудников и трудового коллектива, производственный опыт, навыки и мотивация, а также возможность реализовать себя;
- 2) организационный и структурный капитал (*organizational and structure capital*) - это способность структуры компании к самоорганизации, к максимальному использованию потенциала сотрудников, к стимулированию роста коллективных знаний и взаимному их обмену;

3) нематериальный капитал (intangible capital) - в процессе функционирования принимает форму нематериальных активов, которые представляют собой долгосрочные имущественные права, обеспечивающие его владельцам определенный доход или иную пользу;

4) деловые отношения (relation capital) - отношения предприятия со своими работниками, партнерами и государственными институтами.

Таким образом, интеллектуальный капитал можно представить как организационно-структурную, экономическую, инновационную и социальную основу формирования стоимости бизнеса.

Расчет величины интеллектуального капитала невозможен традиционными методами, которые используются в бухгалтерском учете, поэтому параметры, образующие интеллектуальный капитал (в отличие от материальных и финансовых активов компании) практически не отражаются в бухгалтерском балансе предприятия. Поэтому формально изменение интеллектуального капитала не сказывается на величине активов предприятия.

Соотношение рыночной стоимости и стоимости бизнеса. По некоторым оценкам, рыночная стоимость 500 «средних» компаний из списка Standard & Poog в 6 раз больше стоимости чистых владений, фигурирующих в чистых отчетах. Это означает, что балансовые активы составляют в среднем примерно 15 % от реальной стоимости компании, в то время как стоимость бизнеса будет в среднем составлять 85 %. Причем в традиционных отраслях промышленности доля стоимости бизнеса будет составлять 20 - 40 % от общей стоимости компании; в отраслях, связанных с высокими технологиями - 60 - 80 %, и в отраслях, связанных с последними достижениями в области компьютерной техники, более 90 % [7, с. 176]. Приведем данные по некоторым компаниям из списка журнала «Fortune», включающего 500 крупнейших промышленных компаний США (табл. 1).

Таблица 1

Стоимость бизнеса компаний, производящих компьютеры, из перечня «Fortune 500» [9]

Предприятия	Рыночная стоимость, млрд. дол.	Физические активы, млрд. дол.	Стоимость бизнеса, млрд. дол.	Доля стоимости бизнеса, %
Intl. Business Machines	98322	81449	16873	17,2
Hewlett-Packard	65060	31749	33311	51,2
Compaq Computer	36052	14631	21421	59,4
Xerox	31829	27732	4097	12,9
Dell Computer	41294	4268	37026	89,7
Apple Computer	3449	4233	-784	-

Из данных таблицы видно, что доля стоимости бизнеса компаний, производящих компьютеры и офисное оборудование, в их рыночной стоимости значительна и порой в несколько раз превышает стоимость активов. Как быстро можно достичь такого соотношения? Например, компания «Compaq Comp и ter» («Компак Компьютер») имела только трех работников, когда в 1982 году ее преобразовали в корпорацию. Первый год был посвящен совершенствованию продукта, и объем продаж был просто нулевым. В 1983 году началось продвижение нового компьютера на рынок, и объем продаж достиг 111 млн. долларов - рекорд для только что созданной фирмы. А в 1986 году «Compaq» уже была включена в список, публикуемый в журнале «Fortune». Конечно, это совершенно феноменальный успех, но и обычно в первые годы темпы роста новых фирм составляют от 100 до 1000 % в год (если созданный продукт получил признание рынка) [6, с. 206]. Бывает и противоположная ситуация, например, с известной компанией «Apple Computer», когда курс ее акций упал ниже уровня балансовой стоимости, вследствие чего стоимость бизнеса приняла отрицательное значение.

Превышение рыночной стоимости предприятий над стоимостью их активов характерно не только для США, но и для западноевропейских стран. Однако во многих странах Восточной и Центральной Европы, к которым относится Беларусь, ситуация противоположна.

Рассмотрим цены на акции ряда открытых акционерных обществ Гомельской области, которые представляют традиционные отрасли промышленности (табл. 2).

Таблица 2

Цены на акции предприятий Гомельской области, руб.

Наименование акционерных обществ	Номинальная цена одной акции ($C_{ном}$)	Обеспеченность одной акции имуществом ($C_{бал}$)	Рыночная цена одной акции ($C_{рын}$) *
1	2	3	4
Гомельская кондитерская фабрика «Спартак»	12000	373000	1695
«Гомельобой»	80000	235000	5136
«8-е Марта»	3500	7900	-

Окончание табл. 2

1	2	3	4
«Гомелькабель»	8920	13379	-
«Гомельдрев»	70	23000	59
«Гомельский химический завод»	3300	5800	-
«Гомельский мясокомбинат»	100	46000	736

* Рыночная цена акции рассчитана по формуле (2) только для предприятий, которые выплачивают дивиденды

При умножении приведенных величин стоимости одной акции (номинальной, балансовой и рыночной) на количество акций получим соответственно величины уставного фонда, стоимости чистых активов и условную капитализированную стоимость предприятия. Условной она является потому, что ввиду почти полного бездействия вторичного рынка ценных бумаг рыночная цена акций определяется расчетным путем по формуле (2). Разность капитализированной стоимости предприятия и стоимости активов дает величину стоимости бизнеса. Из данных табл. 1 видно, что для всех анализируемых предприятий разность между рыночной и балансовой стоимостью одной акции является отрицательной величиной. Следовательно, и стоимость бизнеса, рассчитанная по данной методике, также является отрицательной величиной.

Если рассчитать капитализированную стоимость путем умножения расчетной курсовой стоимости одной акции, определенной на основе чистой прибыли, формула (3), на их количество, то стоимость бизнеса все равно остается отрицательной величиной (табл. 3). Однако при росте прибыли на ряде предприятий можно отметить положительную тенденцию.

Таблица 3

Разница между чистыми активами компании и капитализированной стоимостью, млн. руб.*

Наименование акционерных обществ	Превышение капитализированной стоимости над чистыми активами		Абсолютный прирост
	на 01.01.2004 г.	прогноз на 01.01.2005 г.	
Гомельская кондитерская фабрика «Спартак»	-99327	-130025	-30698
«Гомельобой»	-18079	-8969	+9110
«8-е Марта»	-12916	-10285	+2631
«Гомелькабель»	-7315	-7754	+139
«Гомельский химический завод»	-157362	-131872	+25489
«Гомельский мясокомбинат»	-12251	-2808	+9443

*Расчет проведен по данным статистической отчетности предприятий

Превышение капитализированной стоимости, рассчитанной по чистой прибыли, над чистыми активами лишь отчасти можно считать стоимостью бизнеса, так как при определении стоимости бизнеса не было учтено влияние на ее величину элементов интеллектуального капитала. В условиях неразвитости фондового рынка расчет рыночной стоимости предприятий может носить лишь условный характер.

На торгах внебиржевого вторичного рынка акций белорусских открытых акционерных обществ стоимость акций может превышать номинальную величину, например, по состоянию на 01.04.2004 года стоимость одной акции ОАО «Спартак» 21540 руб., что превышает номинал на 80 %. Однако эта величина также существенно ниже ее балансовой стоимости.

Когда стоимость бизнеса предприятия имеет отрицательное значение, предприятие может быть убыточным или низкорентабельным. Следовательно, предприятие не в состоянии выплачивать достаточный уровень дивидендов. В результате рыночная цена акции такого предприятия значительно ниже номинальной, а ее капитализированная стоимость ниже величины стоимости активов.

Анализ данных, содержащихся в приведенных выше таблицах, приводит к парадоксальному результату: если оценивать стоимость бизнеса компании как разность между рыночной стоимостью и чистыми активами, то для большинства белорусских компаний она будет выражаться отрицательной цифрой. Получается, что интеллектуальный капитал этих компаний не увеличивает, а наоборот уменьшает их рыночную стоимость. Такая ситуация имеет свое экономическое объяснение. Среди всех элементов интеллектуального капитала только один (человеческий капитал) всегда будет выражен положительным числом. Три других элемента могут иметь как положительное, так и отрицательное значение. Организационный и структурный капитал становится положительным только в том случае, если структура компании способствует максимальному использованию потенциала сотрудников для дости-

жения высоких финансовых показателей. В противном случае способности и знания людей останутся невостребованными. Именно такая ситуация, скорее всего, существует на многих белорусских предприятиях. Большинство сотрудников являются высокообразованными людьми, однако их знания и потенциал остаются нереализованными, так как организационная структура фирмы не стимулирует работников работать с полной отдачей.

Нематериальные активы являются сложным продуктом, использование которых нацелено на обеспечение прибыльности предприятия, повышение конкурентоспособности его продукции, улучшение деловой репутации предприятия, повышение инновационного потенциала, рост устойчивости предприятия к флуктуациям внешней среды. Стоимость патентов, лицензий, ноу-хау и т.д. оказывают положительное или, в крайнем случае, нулевое влияние. Торговая марка же фирмы может оказывать как положительное, так и отрицательное воздействие. Раскрученная торговая марка может стимулировать рост продаж и, соответственно, прибыли. Неизвестная торговая марка или торговая марка, пользующаяся плохой репутацией, будет снижать рост продаж, вынуждать производителей снижать цену, и следовательно, будет нести отрицательную нагрузку. Это еще одна проблема белорусских производителей, так как большинство из них просто неизвестно на крупных рынках и, более того, продукция белорусских производителей, так же как и продукция других бывших социалистических стран, часто считается на западных рынках продукцией низкого качества.

Такой элемент, как деловые отношения, также может оказывать как положительное, так и отрицательное влияние на объем продаж, цену и прибыль. Налаженные деловые отношения способствуют росту прибыли, обеспечивают непрерывный процесс движения капитала и всех воспроизводственных процессов, отсутствие надежных отношений, наоборот, снижают уровень финансовых показателей предприятия, что влияет на уровень стоимости бизнеса.

Кроме того, необходимо учитывать, что многие компании Восточной и Центральной Европы часто работают по принципу нулевой прибыли и нулевых дивидендов, т.е., используя цепь фирм-посредников, перекачивают прибыль базовой компании в офшорные зоны. В таком случае высокий профессиональный уровень топ-менеджеров не только не увеличивает, а, наоборот, существенно снижает капитализированную стоимость базовой компании.

Вышесказанное свидетельствует о необходимости создания экономических, организационных и социально-психологических основ оптимизации стоимости бизнеса, о целесообразности развития фондового рынка в республике, что будет способствовать росту конкурентоспособности белорусских предприятий в соответствии с государственным курсом на повышение инновационной восприимчивости экономики.

ЛИТЕРАТУРА

1. Development of an Intelligent Product Design System // Applied artificial intelligence. - 1995. - Vol. 9, № 6.
2. Van Buren M.E. A Yardstick for Knowledge Management // Training & Development. - 1999. - Vol. 53, № 5, - P. 71-78.
3. Hyden S.D., Mard M.J., Wade R. Wetherrington. Identifying, Protection and Valuing Intellectual Property // Journal of Asset Protection. - 1998. - Vol. 3, № 6. - P. 32 - 38. .
4. Тейлор К. Интеллектуальный капитал // Computerworld. - 2001. - № 13.
5. Helin A. Quality and Measurement of Intellectual Capital at an Accountancy Firm Sypplying an Intellectual Product // Intellectual Product and Intellectual Capital. - Warsaw: Polico Art, 2001.
6. Бригхэм Ю.Ф. Энциклопедия финансового менеджмента: Пер. с англ. - 5-е изд. - М.: Экономика, 1998.-823 с.
7. Николаев А. Роль интеллектуального капитала в современной экономике // Czlowiek a rynek. - Lublin: KUL, 2004. - С. 173 - 179.
8. <http://www.afn.by>
9. [http://www.pathfinder.com/fortune/fortune 500/ind8.html](http://www.pathfinder.com/fortune/fortune%20500/ind8.html), 1998