

Оценка бизнеса. Системный подход

Вадим Викторович Павловец (pva_chp@mail.ru)
ЗАО "Инновации Ленинградских Институтов и Предприятий" (<http://ilip.itc.etu.ru>)

Системный подход к предприятию

Суть системного подхода состоит в том, что предприятие рассматривается как некоторая действующая система, которая состоит из элементов, управляется, производит и имеет цель своего существования. Такой подход к предприятию предлагает отвлечься от рассмотрения тех или иных бизнес процессов и рассмотреть его извне, как некое единое целое.

С этих позиций мы увидим следующее.

Предприятие (с точки зрения системного подхода) - это система, состоящая из некоторым образом связанных и управляемых элементов, производящая определенный продукт и потребляющая ресурсы, что изображено на рисунке 1.

Система (предприятие) производит некоторый продукт (товары, услуги) и потребляет для производства некоторые продукты (товары, услуги и капитал); результатом работы системы является прибыль; управляющие связи системы осуществляет менеджмент.

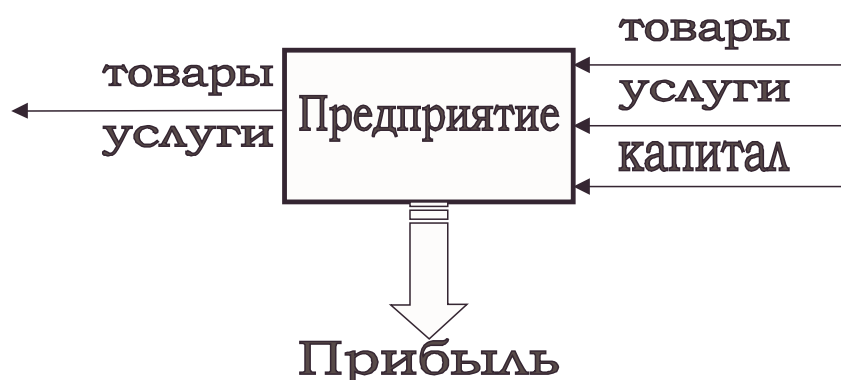


Рисунок 1. Система "предприятие"

Дадим определения составляющим системы "предприятие".

- Цель системы - это выживаемость и развитие[1]. Зачастую происходит ошибочная подмена целей системы целью собственника. Целью собственника является максимизация долгосрочной прибыли (имеется ввиду коммерческое предприятие, управляемое в интересах собственников). Более точная формулировка цели собственника - это максимизация текущей ценности ожидаемой долгосрочной прибыли. Угрозу выживаемости предприятия несут поставщики капитала - собственники и кредиторы, которые могут инициировать процедуру банкротства. Осуществление цели "выживаемость" для системы возможно в такой ситуации, когда она будет приносить прибыль, достаточную для поддержания платежеспособности и не меньшую альтернативной нормы доходности. Осуществление цели "развитие"

для системы возможно в такой ситуации, когда поставщики капитала будут предоставлять необходимый для роста капитал. Условием предоставления капитала является превышение ожидаемой долгосрочной прибылью нормы альтернативной доходности. Из сказанного видно, что цель собственника и средства достижения целей системы "предприятия" совпадают. Ценность ожидаемой долгосрочной прибыли определяется процедурой дисконтирования, т.е. в первом приближении соответствует стоимости бизнеса. Таким образом, можно сказать, что система "предприятие" потенциально стремится к максимизации своей стоимости.

- Целевая функция системы - это средство реализации цели собственника, поскольку предприятие создается и эксплуатируется собственником для реализации собственных целей. Целью собственника является максимизация текущей ценности ожидаемой долгосрочной прибыли. Следовательно, целевая функция системы - прибыль.
- Элементы системы - это активы, пассивы и сотрудники предприятия. Активы - все активы предприятия (за исключением goodwill); они отражают материальное и нематериальное имущество, непосредственно участвующее в производстве. Пассивы отражают источники формирования активов, т.е. тот капитал, который потребляет предприятие, и права владения предприятием и/или его активами поставщиками капитала. Сотрудники - это коллектив предприятия с его суммой знаний и опыта, а также сложившийся корпоративный дух.
- Управляющие связи элементов системы - функции управляющих связей элементов системы для достижения поставленной цели выполняет менеджмент предприятия.
- Производимый продукт - товары или услуги, которые производит предприятие для последующей продажи.
- Потребляемые продукты - это товары и услуги, которые потребляет предприятие в качестве составных элементов для последующего производства или перепродажи. Товары - это сырье, полуфабрикаты, энергоносители и т.д. Услуги - это аренда средств производства и прочие услуги других субъектов бизнеса, необходимые для существования системы и ее развития.

Определив, таким образом, предприятие как систему, необходимо рассмотреть следующее понятие системного подхода - системный эффект.

Системный эффект отражает качество работы системы в целом, т.е. эффективность использования элементов системы и эффективность управляющих связей. Определить системный эффект можно через сравнение суммарной стоимости элементов системы и стоимости системы в целом по ее целевой функции. Таким образом:

Системный эффект предприятия - это разница между доходной стоимостью бизнеса и стоимостью его элементов (ликвидационной стоимостью). Этот показатель соответствует понятию goodwill (1).

$$SE_1 = PV - LV \quad (1)$$

Где:

- SE_1 - системный эффект предприятия (goodwill);
- PV - доходная стоимость предприятия или текущая ценность ожидаемой долгосрочной прибыли;
- LV - чистая стоимость элементов предприятия (ликвидационная стоимость предприятия).

Системный эффект предприятия может быть как положительной, так и отрицательной величиной. Отрицательная величина отражает экономическое устаревание системы, иначе говоря, ее неэффективность.

Системный подход к корпорации

Корпорация с позиций системного подхода является системой второго уровня. Элементами системы "корпорация" являются предприятия, которые в свою очередь также являются системами.

Исходя из выведенных определений система "корпорация" будет иметь следующее описание - система, состоящая из некоторым образом связанных и управляемых элементов (предприятий), созданная с целью повышения эффективности деятельности своих элементов используя преимущества интеграции.

Дадим определения составляющим системы "корпорация".

- Цель системы - это выживаемость и развитие. Выживаемость системы обеспечивается в случае, если корпорация дает дополнительные экономические преимущества поставщикам капитала в сравнении с раздельным (независимым) существованием предприятий членов корпорации. Развитие системы обеспечивается в случае, когда она будет приносить ожидаемую долгосрочную прибыль, большую нормы альтернативной доходности. Невыполнение указанных условий ведет к возникновению опасности ликвидации корпоративного центра, при возникновении которой корпоративный центр будет избавляться от долей владения членами корпорации, что приведет в свою очередь к ликвидации системы. Можно сказать, что система потенциально стремится к увеличению своего системного эффекта.
- Целевая функция системы - прибыль.
- Элементы системы - это предприятия члены корпорации и предприятие - корпоративный центр (материнская, головная или управляющая компания).
- Связи элементов системы - основными связями элементов системы является долевое участие головного предприятия в капитале компаний членов корпорации. В качестве дополнительных связей могут использоваться некоторые формы корпоративных связей приведенные на рисунке 1.1.
- Управляющие связи элементов системы - функции управляющих связей элементов системы для достижения поставленной цели выполняет менеджмент корпоративного центра.

- Производимый продукт - экономический эффект от интеграции элементов системы.

Следует отметить, что в корпорации категория поставщики капитала распадается на три составляющих (в предприятии их два):

- генеральный собственник - собственник корпоративного центра;
- собственники меньшинства - собственники, владеющие остаточной долей капитала предприятий членов корпорации, притом, что доминирующим владельцем является корпоративный центр;
- кредиторы.

Определив, таким образом, корпорацию как систему, необходимо рассмотреть ее системный эффект.

Поскольку системный эффект отражает качество работы системы в целом, т.е. эффективность использования элементов системы и эффективность управляющих связей, то определение системного эффекта можно через сравнение суммарной стоимости элементов системы и стоимости системы в целом. Еще одной возможностью выразить системный эффект корпорации является денежное выражение "производимого системой продукта", т.е. приведенного экономического эффекта от интеграции элементов системы. Таким образом, эффект рассматриваемой системы второго уровня равнозначен корпоративному эффекту.

Корпоративный эффект - это разница между доходной стоимостью корпорации и стоимостью ее элементов (предприятий) (2).

$$SE_2 = PCV - CLV \quad (2)$$

Где:

- SE_2 - системный эффект второго уровня (корпоративный эффект);
- PCV - доходная стоимость корпорации или текущая ценность ожидаемой долгосрочной прибыли;
- CLV - чистая стоимость элементов корпорации (ликвидационная стоимость корпорации).

Системный подход в оценке бизнеса

Оценка бизнеса с позиций системного подхода должна строиться с учетом возможных состояний предприятия как системы. Система может находиться в следующих состояниях: остаться существовать в текущем состоянии, существовать с некоторыми изменениями, система перестанет существовать. Таким образом:

- бизнес (система) оценивается целиком в существующем состоянии,
- бизнес (система) оценивается с учетом внесения определенных изменений в бизнес (систему),

- бизнес (система) оценивается с учетом его ликвидации.

В таком случае оценка бизнеса, основывающаяся на положениях системного подхода, - это оценка стоимости предприятия учитывающая все активы, пассивы и менеджмент предприятия, исходящая из возможных состояний предприятия.

Поскольку оценка стоимости бизнеса исходит из предположения того или иного способа продажи предприятия, то необходимо рассмотреть существующие варианты продажи предприятия и сопоставить их видам стоимости бизнеса.

1. Продажа предприятия целиком (без нарушения системы). Это соответствует обоснованной рыночной стоимости.
2. Продажа доли собственности не нарушает системы, всего лишь меняется структура пассивов (иногда при этом меняется менеджмент, но система от этого не разрушается, а всего лишь видоизменяется). Это соответствует обоснованной рыночной стоимости.
3. Продажа системы или доли собственности таким образом, что предприятие (система) становится элементом системы высшего уровня (корпорации), но система при этом не разрушается, а трансформируется (даже при слиянии). Это соответствует инвестиционной стоимости бизнеса.
4. Продажа предприятия с нарушением (разрушением) системы - это ликвидация системы, т.е. ликвидационная стоимость. Ликвидационная стоимость равна стоимости продажи активов предприятия (по отдельности или целиком) за вычетом долгов (заемных пассивов), транзакционных расходов по реализации активов расходов и стоимости ликвидации системы (расходы на увольнение работников, на юридические процедуры ликвидации предприятия и т.д.).

С точки зрения системного подхода к предприятию и его стоимости стандарты стоимости бизнеса приобретают следующий смысл:

1. Ликвидационная стоимость - это чистая стоимость элементов предприятия, т.е. чистая стоимость активов предприятия (чистая балансовая стоимость) за вычетом расходов на ликвидацию предприятия как системы.

$$LV = NBV - SLE \quad (3)$$

Где:

- *NBV* - чистая стоимость элементов предприятия, или суммарная стоимость продажи активов предприятия за вычетом кредиторской задолженности и кредитов предприятия;
 - *SLE* - расходы на ликвидацию предприятия как системы.
2. Обоснованная рыночная стоимость - это стоимость предприятия как системы элементов, т.е. чистая стоимость элементов плюс системный эффект предприятия (goodwill). При этом обоснованная рыночная

стоимость не может быть ниже ликвидационной стоимости предприятия.

$$\left. \begin{array}{l} LV, \quad \text{при } SE_1 < 0 \\ LV + SE_1, \text{ при } SE_1 > 0 \end{array} \right\} FMV_{(4)}$$

Где:

- FMV - обоснованная рыночная стоимость предприятия.

3. Инвестиционная стоимость - это стоимость предприятия как элемента системы высшего порядка (подсистемы корпорации), т.е. стоимость элементов плюс системный эффект первого порядка (goodwill) плюс доля данного предприятия в системном эффекте второго порядка (корпоративный эффект).

$$IV = FMV + SE_2^i \quad (5)$$

Где:

- IV - инвестиционная стоимость предприятия;
- SE_2^i - доля данного предприятия в системном эффекте второго порядка (корпоративный эффект). Может быть как положительной, так и отрицательной величиной.

Основная идея, заложенная в системном подходе к оценке стоимости бизнеса, состоит в том чтобы сравнить две вида стоимости - стоимость предприятия как системы (в целом), и стоимость имущества предприятия (его элементов).

Цена имущества будет отражать альтернативный способ дохода для собственника, т.к. он может получить доход от деятельности предприятия и от продажи предприятия (прав собственности), но еще он вправе ликвидировать предприятие. Во-первых, при таком подходе, возможно, выбрать лучший способ использования предприятия, приносящий наибольший доход. Во-вторых, сравнение двух оценок отражает эффективность предприятия, его системный эффект. Если суммарная стоимость элементов больше стоимости действующей системы (предприятия), то система (предприятие) неэффективна и, следовательно, от предприятия необходимо избавляться или реструктуризировать.

При предложенном подходе становится ясно, что предприятие как система не может быть проанализировано (оценено) без учета всех своих составляющих, поскольку это нарушит его целостность и даст некорректные результаты. Оценка бизнеса, основанная на подходах и методах оценки, не учитывающих такую важную часть бизнеса как менеджмент и эффективность системы (goodwill), некорректна, если она не предусматривает ликвидацию бизнеса. В случае применения одного из таких методов нарушается принцип оценки бизнеса как системы, поскольку система не может существовать без управляющих связей своих элементов, и не может быть оторвана от результатов своего существования.

Использование затратного метода (метода восстановительной стоимости активов) также оказывается некорректным. Этот метод показывает какие затраты необходимо понести сейчас для воссоздания точной копии предприятия. При его использовании не учитывается то, что структура активов зачастую далека от идеала. Это отклонение происходит за счет эволюции предприятия, система постоянно изменяется в соответствии с изменениями окружающей среды и в каждый конкретный момент времени существует оптимальное ее состояние, к которому предприятие как система стремится. Но все изменения системы значительно растянуты во времени и в каждый конкретный момент система не будет находиться в своем оптимальном состоянии. Воссоздание же неоптимальной структуры нерационально и противоречит одной из основных предпосылок, описывающих поведение экономических субъектов. Проявлением рационального поведения будет создание другой системы с системным эффектом, соответствующим анализируемой, но при меньших затратах, или при том же уровне затрат, но с большим системным эффектом.

Системный подход в оценке корпорации

Оценка корпорации с позиций системного подхода строиться аналогично оценке предприятия с учетом возможных состояний корпорации как системы. При таком подходе возможны следующие варианты:

- корпорация (система) оценивается целиком в существующем состоянии,
- корпорация (система) оценивается с учетом внесения определенных изменений,
- корпорация (система) оценивается с учетом ее ликвидации.

Поскольку оценка стоимости корпорации исходит из предположения того или иного возможного состояния корпорации, то необходимо рассмотреть существующие варианты возможной продажи корпорации и сопоставить их видам стоимости.

1. Вариант продажи корпорации целиком (без нарушения системы). Это соответствует обоснованной рыночной стоимости корпорации.
2. Продажа или приобретение одного или нескольких элементов системы (предприятий), сама система при этом не разрушается, а трансформируется. Это соответствует обоснованной рыночной стоимости корпорации с учетом предполагаемых изменений.
3. Продажа всех элементов системы (предприятий) с разрушением системы - это ликвидация системы. Поскольку корпорация является системой второго уровня, то ликвидация корпоративных связей (уменьшение количества элементов до единицы) и является ликвидацией самой корпорации.

Исходя из сказанного, виды стоимости в применении к корпорации принимают следующий смысл:

1. Обоснованная рыночная стоимость корпорации - это стоимость всех элементов корпорации как независимых компаний плюс системный

эффект второго уровня (корпоративный эффект), т.е. сумма стоимостей предприятий как систем элементов плюс системный эффект второго уровня.

$$CFMV = \begin{cases} \sum_{i=1}^n FMV, & \text{при } SE_2 < 0 \\ \sum_{i=1}^n FMV + SE_2, & \text{при } SE_2 > 0 \end{cases} \quad (6)$$

Где:

- $CFMV$ - обоснованная рыночная стоимость корпорации;
 - $\sum_{i=1}^n FMV$ - сумма стоимостей предприятий как систем элементов.
2. Ликвидационная стоимость корпорации равна стоимости корпоративного центра (материнской компании) как отдельного предприятия исходя из предположения, что корпоративные связи ликвидированы (акции и/или доли участия компаний членов корпорации проданы).

$$CLV = FMV_{cc} \quad (7)$$

Где:

- FMV_{cc} - стоимость корпоративного центра (материнской компании) как отдельного предприятия исходя из предположения, что корпоративные связи ликвидированы.

Оценка корпорации с позиций системного подхода требует определения двух видов стоимостей корпорации - обоснованной рыночной стоимости и ликвидационной стоимости. Определенные стоимости корпорации будут отражать два альтернативных способа ее использования с целью получения дохода - использование корпорации как действующей системы и реализацию ее элементов как отдельные активы. Данные стоимости могут послужить для таких целей собственника как - обоснование цены купли-продажи и установление размера выручки при упорядоченной ликвидации. Сравнение данных стоимостей будет являться основной информацией при принятии решения о варианте распоряжения собственностью.

Исходя из полученных стоимостей, появляется возможность расчета корпоративного эффекта, который будет отражать качество работы системы. Определение корпоративного эффекта может являться дополнительным стимулом к проведению оценки корпорации и представлять отдельный интерес, не меньший чем стоимость корпорации, для собственника(ов) корпорации. А дальнейшая интерпретация составляющих корпоративного эффекта позволит найти слабые звенья корпорации и оптимизировать ее структуру.

Упомянутые источники:

1. Соколов В.Н. Методы оценки предприятия / СПбГИЭА. – СПб., 1998. – 144с.