

КОНЦЕПЦИИ ДЕНЕЖНОЙ ОЦЕНКИ КАПИТАЛА И НЕОБХОДИМОСТЬ МОДИФИКАЦИИ ТРАДИЦИОННОГО МЕТОДА АНАЛИЗА ФАКТОРОВ СТОИМОСТИ¹

Добровольский И.Н., главный дилер дивизиона
финансовых рынков

АКБ «Русский генеральный банк»

Каждая коммерческая организация – это уникальный организм, стоимость которого не может быть измерена тривиальной оценкой того имущества, которым она владеет на момент проведения оценки. Применяемые традиционные методы анализа и оценки капитала предприятий по стоимости их имущества в условиях рыночной экономики совершенно недостаточны, не отражают в полной мере ни статические, ни динамические характеристики капитала предприятий. Современный уровень экономического мышления подталкивает к несколько иному пониманию капитала. Категория капитала не эквивалентна понятиям «активы», «имущество». Капитал есть способность генерировать эти элементы.

Составляющим справедливой стоимости являются: сумма выгод; временной горизонт и даты получения выгод; ставка дисконтирования; идентификация нормы наращивания – уместная и существенная информация для сторон сделки. Инструментами раскрытия существенной информации выступает не бухгалтерская, а финансовая отчётность – система полезной информации финансового характера – и финансовый анализ. Установить величину справедливой стоимости можно при определённой конкретизации базовых бухгалтерских принципов: имущественной обособленности организации (финансовой концепции капитала); непрерывающейся деятельности (сохранение и наращивание капитала); денежной оценки (заданного наращивания при допустимом уровне риска); временной определённости на базе исторических, а не текущих оценок. Установить величину справедливой (эквивалентной) стоимости без проведения финансового анализа невозможно. К существенным ограничениям функционального использования категории справедливой стоимости в России относятся такие, как отсутствие массового собственника, архаичная культура корпоративного управления и фактически существующий разрыв научной счётной мысли, практики и профессионального образования.

Для оценки факторов стоимости тем или иным методом необходимо определить набор этих факторов, а также из каких достоверных источников будет получена информация для этой оценки. Многие прогрессивные подходы на сегодняшний день могут, действительно,

обеспечить достаточно точную и качественную оценку², но для их использования необходимо получать такую информацию, которая не может быть извлечена из традиционной финансовой (бухгалтерской) отчётности. В большей мере это касается доходного подхода. Для всех групп заинтересованных лиц источником финансовой информации, которую можно официально потребовать, является публичная финансовая отчётность компании. Но данная финансовая отчётность охватывает только прошедший финансовый период, следовательно, в ней описано прошлое финансовое состояние предприятия, кроме того, как правило, финансовая отчётность публикуется через значительный срок после того, как закончился отчётный период. Существует достаточно серьёзный разрыв восприятия в смысле необходимой информации для целей оценки между теорией оценки и существующими системами бухгалтерской отчётности. На Западе этот разрыв менее очевиден, чем в России. Постепенно он заполняется, но скорость схождения разнится, опять же, для стран с развитой экономикой и развивающихся государств.

Традиционная финансовая (бухгалтерская) отчётность может обеспечить намного более адекватную оценку факторов стоимости капитала коммерческой организации, в случае, когда её анализ проводится в динамическом ключе. Такой анализ традиционной отчётности должен опираться на методы оценки непрерывных приращений с использованием достижений современного дифференциального исчисления. В условиях информационной асимметрии данный подход представляется наиболее фактологичным и эффективным.

При выведении формулы для определения коэффициентов чувствительности стоимости к факторам, пригодной для практического применения, предполагалось, что для стоимости как функции многих переменных (факторов) соблюдаются условия непрерывности и существования производных первого порядка по каждому из факторов. Воспользуемся разложением E в ряд Тейлора до первого члена (в дальнейшем знак приближённого равенства будет заменён точным равенством):

$$\Delta E \cong \sum_{\Phi} \frac{\partial E}{\partial \Phi} \Delta \Phi, \quad \Delta \Phi \sum \partial E = \Delta E \sum \partial \Phi,$$

где

ΔE – приращение стоимости бизнеса;

Φ – значение фактора Φ ;

∂ – знак дифференциала (основной части приращения переменной);

$\Delta \Phi$ – приращение фактора Φ .

Коэффициент перед приращением фактора показывает, какой будет реакция стоимости на изменение значения данного фактора, равное единице. При этом речь идёт об абсолютных величинах. Если в качестве фактора выбрано количество продаваемых товаров, то коэффициент покажет, на сколько денежных единиц увеличится стоимость бизнеса, когда будет дополнительно продана единица товара. К сожалению, основным недостатком указанных коэффициентов является невозможность их сопоставления друг с другом вслед-

¹ Подробнее см. нашу статью в «Сборнике научных трудов. Приложение к журналу «аудит и финансовый анализ», № 2, 2005 г.

² См. также: Комлева О.О. «Оценка рыночной стоимости пакетов акций». Аудит и Финансовый Анализ, № 4, 2002 г., Определение стоимости рыночным методом путём построения факторной модели, с.162-176.

стве того, что факторы, которым они соответствуют, имеют неодинаковую размерность.

Чтобы избавиться от недостатка, связанного с различием в размерности, преобразуем предложенную формулу, введя относительные величины:

$$\frac{\Delta E}{E} \cong \sum_{\Phi} \frac{\partial E}{\partial \Phi} \cdot \frac{\Phi}{E} \cdot \frac{\Delta \Phi}{\Phi},$$

где

E – ожидаемая стоимость бизнеса;

Φ – ожидаемое значение фактора.

Полученное выражение характеризует связь между изменениями факторов и стоимости капитала, которая в общем случае не является линейной. Однако при малых изменениях факторов допустимо ограничиться только линейным приближением, благодаря которому возможна довольно простая экономическая интерпретация чувствительности: на какой процент прирастет или уменьшится стоимость бизнеса при увеличении фактора на 1 %. Методами математического анализа можно оценить погрешность такого линейного приближения, например представив остаточный член первичного разложения в форме Лагранжа и приведя его к безразмерному виду.

Выражение перед относительным изменением фактора есть не что иное, как коэффициент чувствительности стоимости капитала к приращению этого фактора.

$$K_{\Phi} = \frac{\partial E}{\partial \Phi} \frac{\Phi}{E},$$

где

K_{Φ} – коэффициент чувствительности стоимости капитала к приращению фактора Φ , то есть производный фактор.

В результате получено выражение для коэффициента, к основным достоинствам которого относится возможность сопоставления влияния на стоимость различных по своей природе факторов.

В настоящей статье в первую очередь рассмотрим собственный капитал фирмы, опираясь на различные теории капитала – теорию собственности, теорию хозяйствующей единицы, концепцию остаточного капитала, теорию предприятия и теорию фондов. Каждый из перечисленных подходов приводит к специфической интерпретации экономического положения предприятия, структуры его капитала и прибыли. При этом возникают два главных вопроса, тесно связанных с целями бухгалтерского учёта: кто является получателем чистой прибыли; как следует представлять структуру капитала в финансовой отчётности. Теория собственности предполагает использование текущей оценки активов, в то время как теории хозяйствующей единицы и фондов не связаны с оценкой активов, а теория предприятия опирается на концепцию рыночной стоимости. Тем не менее, можно доказать, что метод оценки и концепция прибыли определяются вне зависимости от выбранной теории капитала.

Сущность капитала служит предметом многочисленных споров, особенно в последнее время. Менеджмент придерживается более широкого взгляда, подчёркивая важность учёта долей в прибыли не только акционеров, но и других лиц. Специалисты в области финансов акцентируют внимание на новом виде ценных бумаг, сочетающих в себе свойства долговых и долевого, появление которых разрушило обычное

представление о кредиторской задолженности и собственном капитале. А это, в свою очередь, породило концепцию капитала предприятия, потеснившую концепцию собственности.

1. КОНЦЕПЦИИ ДЕНЕЖНОЙ ОЦЕНКИ КАПИТАЛА

Инвестор, ссужающий компании деньги, приобретает «справедливую долю» активов этой фирмы (термин «акция» (equity) многозначен и имеет общий корень со словом "equal" – равный, которое носит оттенок «справедливый»). Отсюда получаем фундаментальное уравнение бухгалтерского учёта:

Активы = Сумма долей в капитале,

или

Капитал = Активы.

В этом случае как собственный, так и заёмный (привлечённый) капитал выступает двумя разновидностями капитала фирмы. В ряде публикаций, восновном западных, термин «капитал» (equities) понимается только как собственный капитал, в то время как привлечённый рассматривается как кредиторская задолженность. Тогда фундаментальное уравнение бухгалтерского учёта принимает вид:

Активы = Кредиторская задолженность + капитал.

Под термином equity может пониматься также только доля держателей обыкновенных акций.

В связи с выпуском комбинированных ценных бумаг (например, конвертируемых облигаций), которые нельзя однозначно отнести ни к кредиторской задолженности, ни к собственному капиталу, проблема классификации капитала перестаёт быть только семантической. Обратимся к самому широкому представлению капитала и рассмотрим его в структуре всех участников, имеющих различные права, которые определяются сроком и величиной предъявления, порядком исполнения, степенью влияния держателя прав на процессы управления фирмой, а также степенью участия в прибылях. В работе Э. С. Хендриксена основная идея такого подхода представлена в табл. 1, где каждая составляющая капитала показана как имеющая ту или иную характеристику (знак «+» в соответствующей клетке), не имеющая такой характеристики (пустая клетка) или имеющая её частично (знак «~»). Характеристики обозначены цифрами: 1 – фиксированная дата погашения; 2 – фиксированная ставка дохода; 3 – гарантированный возврат; 4 – участие в прибылях; 5 – участие в управлении; 6 – известная сумма погашения [6, с. 479].

Отдельные статьи актива и кредиторской задолженности могут быть определены и оценены независимо от других статей баланса. Но это не относится к собственному капиталу, который в отношении корпораций иногда называется акционерным³. Собственный капитал представляет собой разность между активами корпорации и её кредиторской задолженностью. Нередко он носит название чистых активов корпорации.

³ Невозможность независимого определения обусловлена также наличием комбинированных ценных бумаг, например конвертируемых долговых, которые по некоторым характеристикам можно отнести к собственному капиталу.

В литературе обычно собственный капитал разделяют на две агрегированные категории – инвестированный капитал (именуемый также вложенным или оплаченным) и нераспределённая прибыль. В состав инвестированного капитала включают капитализированную нераспределённую прибыль. Инвестированный капитал представлен простыми и привилегированными акциями по их номинальной (или объявленной) стоимости и капиталом, оплаченным сверх номинала, который, в свою очередь, также может быть разделён по источникам образования. Собственные акции, выкупленные корпорацией у акционеров, учитываются на отдельном счёте.

Таблица 1

ХАРАКТЕРИСТИКИ ЦЕННЫХ БУМАГ

	1	2	3	4	5	6
Банковский депозит	+	+	+			+
Облигация	+	+				+
Привилегированная акция		~				
Конвертируемая облигация	+	~		+		+
Обыкновенная акция				+	+	
Варрант	+			+		
Депозитный сертификат	+	~				+
Конвертируемая привилегированная акция	+	~		+		
Привилегированная акция с плавающей ставкой дохода						
Вексель с плавающей процентной ставкой	+					+
Облигация с отрывным сертификатом	+	+		+		+
Облигация с индексируемой ставкой процента	+	~				
Акции с правом возврата	+			+	+	+
Безвозвратные ценные бумаги		~				

Как правило, собственный капитал в балансе не отражает ни текущую рыночную, ни иную оценку предприятия для его собственников. Сумма, отражённая в отчётности, представляет собой лишь разницу между бухгалтерской стоимостью активов (в соответствии с остатками на счетах) и кредиторской задолженностью фирмы. Оценка фирмы для её собственников не может быть получена путём оценки составляющих её активов и кредиторской задолженности, поэтому отчётная сумма собственного капитала не может представлять текущей стоимости прав собственников фирмы. Следовательно, вместо рассмотрения отдельных прав на будущие прибыли, анализируя активы фирмы, или отдельных обязательств, анализируя кредиторскую задолженность, современная теория учёта исследует права, приоритеты и сокращение собственного капитала только на самом высоком уровне агрегирования.

Права и приоритеты некоторых классов акций очень близки правам и приоритетам некоторых видов долговых ценных бумаг. В общем случае различие между собственным и заёмным капиталом можно свести к трём моментам:

Уровень приоритетности прав

Степень определённости суммы, которая должна быть получена держателем ценной бумаги.

Дата получения платежа, завершающего исполнение прав.

В обычных условиях кредиторы и держатели долговых ценных бумаг имеют приоритет при получении пе-

риодического дохода и при погашении долга. Держатели привилегированных акций имеют преимущественные права по сравнению с держателями обыкновенных, но и те, и другие могут претендовать на активы фирмы только после выполнения обязательств перед кредиторами, т.е. обладают остаточными правами (*residual claimants*). В тех случаях, когда предприятие имеет устойчивое финансовое положение, задолженность фирмы перед кредиторами определена вполне точно: величина долга к погашению выражена фиксированной денежной суммой, а доход по долговому ценным бумагам – в процентах к номинальной стоимости этих бумаг. Величина дивидендов для держателей акций зависит от величины нераспределённой прибыли, наличия денежных средств для их выплаты и официально объявляется советом директоров фирмы. Дата погашения долговых ценных бумаг известна заранее, в то время как акционерный капитал фирмы прямо не указывает на законные обязательства предприятия перед акционерами. Дивиденды становятся кредиторской задолженностью только после того, как они будут объявлены советом директоров. Как правило, для акционеров фирмы ни суммы, ни сроки возмещения вложенного капитала неизвестны.

Теория собственности

Понятие собственности в бухгалтерском учёте возникло в связи с необходимостью придания логического объяснения двойной записи. В бухгалтерском уравнении

$$\text{Активы} - \text{Кредиторская задолженность} = \text{Собственность (= Капитал)}$$

центр внимания сосредоточен на собственности. Активы рассматриваются как средства, находящиеся в распоряжении собственника, а кредиторская задолженность как его обязательства перед заимодавцами. Кредиторская задолженность выступает как отрицательный актив, а капитал "в исходном бухгалтерском уравнении – чистое благосостояние собственника"[16, с. 171, 221]. Независимо от трактовки кредиторской задолженности собственность представляет собой чистую стоимость предприятия для его собственника. В момент образования предприятия она равна сумме средств, инвестированных собственником. В процессе хозяйственной деятельности – сумме начальных и дополнительных инвестиций, а также накопленной чистой прибыли за минусом изъятия капитала собственником и чистых убытков, что соответствует концепции благосостояния.

Исходя из этой теории, собственность увеличивается благодаря доходам и сокращается вследствие расходов. Таким образом, чистая прибыль как разность между доходами и расходами начисляется непосредственно собственнику и отражает рост его благосостояния, увеличивая его капитал. Дивиденды, выплаченные деньгами, представляют собой изъятие капитала, а нераспределённая прибыль – часть совокупной собственности. В то же время проценты по займам – это расходы собственника, их следует вычитать при расчёте его чистой прибыли. Налог на прибыль, таким образом, можно рассматривать как расходы, но существует мнение, что корпорация для акционеров выступает в качестве посредника при оплате налогов, которые выплачиваются из прибыли акционеров.

Наиболее приемлема теория собственности для единоличных хозяйств, поскольку при этом имеет место непосредственная связь между управлением хозяйственной деятельностью и собственностью. Кроме того, она приемлема для организаций в форме товариществ, так как чистая прибыль каждого отчётного периода увеличивает счёт капитала каждого участника товарищества, хотя традиционный расчёт прибыли не предполагает измерения чистого увеличения благосостояния.

Следует признать, что теория собственности не в полной мере соответствует корпоративной форме организации. Тем не менее, многие исследователи при рассмотрении совокупности капитала, инвестированного акционерами, и нераспределённой прибыли корпорации как чистого благосостояния акционеров прибегали к теории собственности. В частности, концепция общей прибыли (*comprehensive income*), одобренная американским Советом по разработке стандартов финансового учёта FASB (Financial Accounting Standards Board), основана на теории собственности. В общую прибыль включаются все статьи, повлиявшие на величину благосостояния за отчётный период, за исключением дивидендов и результатов операций по счётам капитала.

Теория собственности находит применение в формировании учётной терминологии и в бухгалтерской практике корпораций. Например, чистая прибыль фирмы нередко трактуется как чистая прибыль для акционеров. Более того, в финансовой отчётности должен быть представлен показатель чистой прибыли на акцию, но в то же время отражать балансовую стоимость акции совсем не обязательно. Нельзя утверждать, что подобные показатели вне теории собственности не имеют смысла. «Чистая прибыль для акционеров» может трактоваться как остаточная чистая прибыль, распределённая на акционерный капитал, а «балансовая стоимость акции», в соответствии с концепцией хозяйствующей единицы, – как величина балансовой оценки собственного капитала, приходящаяся на одну акцию.

Метод учёта по собственному капиталу (*equity method*), применяемый для неконсолидируемой отчётности, также согласуется с теорией собственности. Тот факт, что балансовая оценка инвестиций материнской фирмы в дочернюю увеличивается на соответствующую долю чистой прибыли последней, предполагает рассмотрение прибыли дочерней фирмы как прибыли для акционеров, главным из которых выступает материнская фирма. Однако можно считать, что при этом просто увеличивается стоимость капитала материнской фирмы, а этот взгляд скорее имеет отношение к теории хозяйствующей единицы.

Теория хозяйствующей единицы

Концепции собственности и капитала предполагают, что предприятие как хозяйствующая единица изолировано от личных интересов собственников и других вкладчиков капитала. Теория хозяйствующей единицы, в свою очередь, рассматривает деятельность фирмы отдельно от её собственников. Учредители и вкладчики не обязательно связаны с существованием фирмы. Такой подход юридически воплощён в корпорации, хотя его можно применить и к другим организационным формам. Считается, что понятие хозяйствующей еди-

ницы шире, чем понятие корпорации. Изолированное существование предприятия характерно не только для коммерческих фирм; университеты, государственные и другие организации функционируют отдельно от своих организаторов.

В основе теории хозяйствующей единицы лежит уравнение:

$$\text{Активы} = \text{Капитал}.$$

Правую сторону уравнения иногда именуют кредиторской задолженностью, хотя в действительности она представляет сумму долей в капитале, собственники которых имеют неодинаковые права. Главное различие между кредиторской задолженностью и собственным капиталом состоит в том, что права кредиторов могут быть определены независимо от оценки фирмы, в то время как права акционеров измеряются оценкой первоначально инвестированных активов и реинвестированной прибыли с учётом последующих переоценок. Но права акционеров на дивиденды и чистые активы после ликвидации фирмы выступают правами вкладчиков капитала, а не собственников средств.

Таким образом, кредиторская задолженность представляет собой определённые обязательства фирмы, а активы – права фирмы на получение будущих доходов в виде товаров, услуг или иных поступлений. Поэтому стоимость активов должна отражать оценку возможных доходов, которые должны быть получены фирмой. Данный постулат имеет определяющее значение при формировании принципов доходного подхода к оценке стоимости бизнеса. Совокупность факторов, интегрируемых в систему оценочной технологии, должна обеспечить не статически зафиксированный результат на основе набора статей отчётности, а привнесённый к установленному формату аналитический кластер, формирование которого основывается на рассмотрении поведения установленных базисных показателей с течением времени.

Чистая прибыль предприятия выражается как чистый прирост собственного капитала, без учёта объявленных дивидендов и результатов операций по счётам капитала. Чистая прибыль в такой трактовке отличается от чистой прибыли для акционеров, как предполагает теория собственности. Чистая прибыль с позиций хозяйствующей единицы – это остаточный прирост капитала после исключения всех притязаний на прибыль – процентов за кредит и налогов на прибыль. Она может представлять прибыль для акционеров только в том случае, если произошло увеличение стоимости инвестиций или в пределах объявленных дивидендов.

Прямое следование концепции хозяйствующей единицы предполагает, что проценты по займам надо рассматривать как распределение прибыли, а не как расходы. Иными словами, отнесение средств на счета вкладчиков капитала – это распределение корпоративной прибыли. Налоги на прибыль выступают скорее расходами предприятия, чем распределением прибыли.

Поскольку корпоративная чистая прибыль не имеет прямого отношения к чистой прибыли акционеров, доходы и расходы корпорации не увеличивают и не уменьшают акционерного капитала. Доходы представляют собой «продукт» деятельности предприятия, а расходы – товары и услуги, потреблённые при «производстве продукта». Следовательно, расходы вычитаются из доходов, а полученная разность представляет

собой корпоративную прибыль, которая должна быть распределена между акционерами в виде дивидендов или реинвестирована в предприятие.

Наиболее широко концепция хозяйствующей единицы применяется в бухгалтерском учёте акционерных обществ, но также приемлема и для некорпоративных предприятий, осуществляющих свою деятельность отдельно от их собственников. Эта теория может применяться при подготовке консолидированной отчётности; однако в этом случае в понятие хозяйствующей единицы вкладывается экономическое, а не юридическое содержание. Состав вкладчиков капитала увеличивается путём включения в число акционеров материнской фирмы держателей доли меньшинства дочерней фирмы и в число кредиторов материнской – кредиторов дочерней.

Некоторые авторы придерживаются мнения, что теории собственности и хозяйствующей единицы дают различные основы для оценки активов фирмы. Например, в соответствии с теорией собственности активы следует оценивать по текущей стоимости, поскольку собственный капитал рассматривается как чистое благосостояние собственников. Следуя теории хозяйствующей единицы, фирма не имеет отношения к текущим оценкам, поскольку в этом случае акцент делается на бухгалтерский учёт затрат для собственников и других вкладчиков [18, с.74]. Однако текущие оценки представляются релевантными для определения прибыли предприятия как измерителя будущих услуг для фирмы и как основы для принятия управленческих решений в будущем. Даже если исходить из целей бухгалтерского учёта для вкладчиков фирмы, можно доказать, что текущая стоимость не менее важна, чем себестоимость. Представляется, что обе рассмотренные теории не обязательно предполагают использование различных методов оценок. Тем не менее, теория хозяйствующей единицы в большей мере соответствует принципам оценки стоимости капитала с использованием динамического подхода, так как допускает приоритет факторов приращения над статическими факторами.

Теория остаточного капитала

Один из наиболее видных теоретиков в области финансов и учёта Вильям Пэйтон считал, что в соответствии с теорией хозяйствующей единицы остаточный капитал представляет собой одну из разновидностей капитала. Акционеры вносят капитал в фирму наряду с другими вкладчиками и не рассматриваются как собственники фирмы. Пэйтон обратил внимание на связь остаточного капитала с работой бухгалтера, "поскольку именно этой части капитала отводится особое значение в деятельности бухгалтера" [19, с.84-89]. Изменения оценки активов, прибыли и нераспределённой прибыли, а также долей иных (помимо акционеров) вкладчиков капитала отражаются на величине остаточного для держателей обыкновенных акций капитала. Несмотря на то, что вклады кредиторов, держателей привилегированных и обыкновенных акций учитываются отдельно друг от друга, все они в совокупности представляют собой капитал фирмы.

Концепция остаточного капитала занимает промежуточное место между теорией хозяйствующей единицы и теорией собственности. Для неё уравнение баланса имеет вид:

**Активы – Некоторая часть капитала =
Остаточный капитал.**

«Некоторая часть капитала» включает в себя капитал, вложенный кредиторами и держателями привилегированных акций. Тем не менее, в тех случаях, когда предприятие имеет значительные убытки и разоряется, доля держателей обыкновенных акций в совокупном капитале может оказаться равной нулю, и тогда доля держателей привилегированных акций и облигаций будет определяться как остаточная.

Концепция остаточного капитала направлена на обеспечение необходимыми данными держателей обыкновенных акций для принятия ими инвестиционных решений. Для акционерных обществ, срок существования которых неопределённо долг, текущая стоимость обыкновенных акций определяется прежде всего прогнозом дивидендов. В свою очередь, будущие дивиденды зависят от совокупных предстоящих поступлений средств на предприятие за минусом определённых договорных обязательств, платежей некоторым вкладчикам капитала и реинвестируемых сумм. Тенденция оценки инвестиций может быть определена, в частности, на основе анализа динамики остаточного капитала с применением оценок по текущей стоимости.

Считается, что держатели обыкновенных акций имеют права на остаточный капитал в прибыли и сумму чистых активов при ликвидации фирмы. Обычно финансовая отчётность составляется без учёта возможной ликвидации предприятия, она позволяет получить держателям обыкновенных акций представление о возможных будущих дивидендах (включая ликвидационные). Отчёт о прибылях и убытках сам по себе или в комбинации с отчётом о нераспределённой прибыли должен указывать на суммы прибыли для претендентов на остаточный капитал. Капитал, вложенный держателями обыкновенных акций, в балансе должен быть представлен отдельно от капитала других акционеров и вкладчиков. Отчёт о движении денежных средств должен отражать информацию о денежных средствах, которые могут быть направлены фирмой на выплату дивидендов и на иные цели.

Альтернативный подход состоит в том, что поскольку держатели обыкновенных акций могут претендовать на дивиденды только тогда, когда они объявлены, остаточный капитал для них не предназначается. Иными словами, как первоначально инвестированный капитал, так и нераспределённая прибыль выступает капиталом самой фирмы. Отметим, что такой подход аналогичен подходу с позиций хозяйствующей единицы.

Иное смысловое значение концепция остаточного капитала приобретает в контексте расчёта прибыли на одну акцию, хотя этот факт можно трактовать как расширение теории хозяйствующей единицы. Появляется понятие «Остаточной ценной бумаги». Остаточные ценные бумаги (*residual security*) представляют собой эквивалент обыкновенных акций; к ним относятся облигации и привилегированные акции, конвертируемые в обыкновенные, а также варранты на покупку обыкновенных акций. В определённых условиях держатели таких ценных бумаг наделяются правами держателей обыкновенных акций.

Теория предприятия

С позиций этой теории предприятие представляет собой более широкое, хотя и менее чёткое для практического применения, понятие, чем хозяйствующая единица. Теория хозяйствующей единицы рассматривает фирму как отдельную экономическую единицу, функционирующую, прежде всего, в интересах вкладчиков капитала, в то время как с позиций теории предприятия, фирма – социальное образование, деятельность которого направлена на удовлетворение интересов многих социальных групп, к которым можно отнести, помимо акционеров и кредиторов, работников и клиентов предприятия, государственные органы (как сборщики налогов и власть), а также общественность. Таким образом, здесь мы сталкиваемся с социальной трактовкой бухгалтерского учёта.

Она органична в отношении современной крупной корпорации, которая должна учитывать влияние своей деятельности на различные социальные группы и общество в целом. С точки зрения бухгалтерского учёта это означает, что фирма отвечает за правильность отчётных данных не только перед акционерами и кредиторами, но и перед общественностью. Крупная корпорация не может функционировать только в интересах акционеров, предполагая, что интересы других социальных групп будут защищены благодаря конкуренции. Работники фирм, действуя через профсоюзные организации, используют бухгалтерские данные для обоснования своих требований повышения заработной платы. Клиенты фирмы и регулирующие органы заинтересованы в обоснованности изменения цен, а государственные организации должны получить представление о влиянии изменения цен на состояние экономики в целом.

В данном случае наиболее подходящей трактовкой прибыли выступает концепция добавленной стоимости. Совокупный прирост стоимости представляет собой рыночную оценку товаров и услуг, произведённых предприятием, за минусом стоимости товаров и услуг, полученных от других фирм. Таким образом, прибыль как добавленная стоимость включает в себя все платежи акционерам в виде дивидендов, проценты кредиторам, заработную плату работников предприятия, налоги, выплачиваемые государству, и нераспределённую прибыль. Можно считать, что сюда относятся и начисленная амортизация, хотя она скорее имеет отношение к стоимости валового продукта, а не к прибыли.

Термин «чистая прибыль предприятия» имеет более узкое смысловое значение, чем добавленная стоимость⁴. Помимо чистой прибыли для акционеров она включает суммы начисленных налогов на прибыль и процентов за кредит. Следовательно, такая прибыль ближе к концепции хозяйствующей единицы. Включение налогов на прибыль в состав чистой прибыли предприятия опирается на представление о том, что предприятие платит налоги от имени акционеров. В соответствии с теорией хозяйствующей единицы налоги выступают расходами фирмы, поэтому они не входят в состав чистой прибыли предприятия. Если прибыль трактовать более широко, то в чистую прибыль

предприятия следует включать и другие платежи бенефициариям корпорации.

Теория предприятия рассматривает нераспределённую прибыль, подобно теории хозяйствующей единицы, т.е. или как часть капитала держателей остаточных прав, или как капитал самой корпорации. Теория хозяйствующей единицы тяготеет к первому представлению, а теория предприятия не рассматривает реинвестированную прибыль как непосредственную выгоду только для акционеров. Капитал, направленный на поддержание положения фирмы на рынке, на расширение производства, представляет собой выгоду не только для акционеров. На самом деле акционеры могут вообще не получить от этого никакой выгоды, если не будут увеличены дивиденды.

Теория предприятия является наиболее близкой к технологии оценки и анализа факторов стоимости на основе бесконечно малых приращений. В то время как, опираясь на данную теорию, выявление и оценка производных факторов стоимости может рассматриваться собственниками как усложненная по сравнению с традиционными подходами процедура, этот подход как ничто другое соответствует интересам множества инвесторов, которые работают с ценными бумагами оцениваемой корпорации. Таким образом, теория предприятия выступает базисной концептуальной моделью, обосновывающей необходимость перехода от оценки статически недвижимого набора факторов к системе, использующей инструментарий производных факторов приращения. Теория устанавливает правило, согласно которому капитал сам по себе не может являться неделимым, первичным образованием, а состоит из определённой композиции факторов и выступает в роли их равнодействующей. Этот постулат является определяющим для всего последующего изложения и формирования принципов оценки.

Теория фонда

Теория фонда не принимает во внимание персональную взаимосвязь предприятия и его собственника (как это принято в теории собственности) и не персонализирует фирму как искусственную экономическую или юридическую единицу (что характерно для теории хозяйствующей единицы). Взамен этого теория фонда рассматривает хозяйствующую единицу, которая носит название «фонда», включающего в себя некоторую совокупность активов и обязательств, а также ограничений (restrictions), представляющих определённую экономическую деятельность.

Теория фонда основана на уравнении баланса следующего вида:

Активы = Ограничения активов.

Активы представляют собой будущие услуги фонду, или хозяйствующей единице, а кредиторская задолженность – ограничения на использование отдельных или всех активов фонда. Инвестированный капитал выступает юридическим и финансовым ограничением на использование средств, т.е. он должен оставаться неизменным, пока не будет получено указание о частичной или полной ликвидации фонда. Распределение накопленной прибыли представляет собой ограничение, предписанные администрацией, кредиторами или законом. Нераспределённая накопленная прибыль – это также ограничение (остаточное ограничение) на использование активов только в определённых целях.

⁴ U. S. AAA Committee on Accounting Concepts and Standards, Accounting and Reporting Standards for Corporate Financial Statements and Preceding Statements and Supplements (AAA, 1957).

Таким образом, капитал фонда выступает ограниченными, предписываемыми юридическими, договорными, административными или финансовыми соображениями.

Концепция фонда наиболее широко используется в государственных и некоммерческих организациях. В частности, в университетах создаются фонды пожертвований, фонды студенческих займов, фонды вспомогательных предприятий. Каждый из этих фондов имеет активы строго целевого назначения. Кроме того, теория фонда приемлема в отношении корпораций даже в большей степени, чем для предприятий единоличной собственности. В качестве примеров можно назвать фонды погашения, доверительный, отраслевой и филиальный. Возможности теории фонда применяются при составлении консолидированной отчётности, она может оказаться полезной при разграничении оборотных и внеоборотных активов, с одной стороны, и капиталом – с другой.

Концепция прибыли хотя и не противоречит теории фонда, но теряет своё главенствующее значение. На первый план в финансовой отчётности выдвигается деятельность фонда, а центральной формой отчётности становится статистический отчёт о движении его средств. Если отчёт о прибылях и убытках всё же составляется, то он носит характер приложения. Несмотря на то, что теория фонда не ориентирует на интересы вкладчиков капитала, необходимо, чтобы финансовая отчётность содержала информацию для всех заинтересованных лиц.

Таким образом, исходя из условий деятельности, организационной формы предприятия, а также целей бухгалтерского учёта, можно прибегать к различным концепциям капитала. Для теории и практики бухгалтерского учёта характерен эклектический подход. Любая концепция помогает понять и объяснить теорию и развить её логические модели. И все же следует соблюдать осторожность, придерживаясь наиболее широких концепций для общих случаев и прибегая к однозначным в конкретных ситуациях. Например, было бы непоследовательным доказывать, что прибыль дочерней фирмы должна быть добавлена к оценке инвестиций материнской фирмы (в соответствии с теорией собственности), и в то же время считать, что материнская фирма должна капитализировать рыночную стоимость акций, выпущенных дочерней в счёт дивидендов (в соответствии с узким подходом хозяйствующей единицы). Тем не менее, представляется оправданным использование концепции собственности для небольшого частного предприятия, концепции хозяйствующей единицы для среднего акционерного общества и теории предприятия для очень крупной корпорации. Наиболее адекватной современным представлениям оценочной технологии является теория предприятия, так как в соответствии с её постулатами капитал корпорации рассматривается как синтез множества взаимодействующих элементов. Таким образом, оценка факторов, формирующих стоимость капитала, опирается на технологию определения количественных измерителей такого взаимодействия, которые воплощены в производных факторах (факторах второго порядка).

Цена капитала как расширение теории предприятия

Во многих современных исследованиях, акцентирующих внимание в большей мере на практических аспектах, общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определённого объёма финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объёму, называется ценой ресурсов. В идеале предполагается, что текущие активы финансируются за счёт краткосрочных, а средства длительного пользования – за счёт долгосрочных источников средств. Благодаря этому оптимизируется общая сумма расходов по привлечению средств.

Концепция цены капитала является одной из базовых в теории капитала. Она не сводится только к исчислению процентов, которые нужно уплатить владельцам финансовых ресурсов, но также характеризует ту норму рентабельности инвестированного капитала, которую должно обеспечивать предприятие, чтобы не уменьшить стоимость своего капитала. Концепция цены капитала является расширением теории предприятия, так как производство операций над категориями рентабельности и активы осуществляется именно с точки зрения категориальной обособленности корпоративной структуры.

Следует различать два понятия – цена капитала данного предприятия и стоимость предприятия в целом как субъекта на рынке капиталов. Первое понятие количественно выражается в сложившихся на предприятии относительных годовых расходах по обслуживанию своей задолженности перед собственниками и инвесторами. Второе характеризуется сложным синтезом показателей в рамках того или иного подхода оценки. Оба эти понятия количественно взаимосвязаны. Так, если предприятие участвует в инвестиционном проекте, доходность которого меньше, чем цена капитала, цена предприятия по завершении этого проекта уменьшится. Таким образом, цена капитала является ключевым элементом теории и практики решений инвестиционного характера.

Анализ структуры пассива баланса, характеризующего источники средств, показывает, что основными их видами являются: внутренние источники (средства собственников или участников в виде уставного капитала, нераспределённой прибыли и фондов собственных средств), заёмные средства (ссуды и займы банков и прочих инвесторов), временно привлечённые средства (кредиторы). Причины их образования, а также величина и доля в общей сумме источников средств могут быть различными.

Цена каждого из приведённых источников средств различна, поэтому балансовую цену капитала предприятия находят по формуле средней арифметической взвешенной. Основная сложность заключается в исчислении стоимости единицы капитала, полученного из конкретного источника средств. Для некоторых источников её можно вычислить достаточно легко (например, цена банковского кредита), по другим источникам это сделать довольно трудно, причём точное исчисление в принципе невозможно. Тем не менее, даже приблизительное знание цены капитала предприятия весьма полезно как для сравнительного анализа эффективности авансирования средств в его

деятельность, так и для осуществления его собственной инвестиционной политики.

Таким образом, экономическая интерпретация показателя «цена капитала», но не его «стоимость», очевидна – он показывает, какую сумму следует заплатить за привлечение единицы капитала из данного источника. Показатель исчисляется в процентах и, как правило, по годовым данным.

Цена существующей структуры капитала – это оценка по данным истёкших периодов. Очевидно, что цена отдельных источников средств, равно как и структура капитала, постоянно меняется. Поэтому и взвешенная цена капитала не является постоянной величиной – она меняется с течением времени, находясь под влиянием многих факторов. Одним из них является расширение объёма новых инвестиций. Наращивание экономического потенциала предприятия может осуществляться как за счёт собственных средств (реинвестирование части прибыли), так и за счёт привлечённых средств. Первый источник средств относительно дешёвый, но ограничен в размерах. Второй источник в принципе не ограничен сверху, но цена его может существенно меняться в зависимости от структуры авансированного капитала. Относительный рост в динамике второго источника, как правило, приводит к возрастанию цены капитала в целом как платы за возрастающий риск.

Таким образом, целесообразно рассмотреть понятие прогнозной цены капитала, рассчитываемой на основе прогнозных значений расходов, которые компания вынуждена будет понести для воспроизводства требуемой структуры капитала при сложившихся условиях фондового рынка. Например, компания планирует участие в крупном инвестиционном проекте, для реализации которого потребуются дополнительные источники финансирования, которые можно будет получить лишь на фондовом рынке. В этом случае прогнозная цена капитала может существенно отличаться от текущей цены.

Объектом рассмотрения должна являться именно стоимость капитала как равнодействующей композиции непрерывно изменяющихся факторов. Цена капитала как расширение теории предприятия имеет значение лишь как детализирующая компонента, обеспечивающая разделение ключевых понятий «стоимости» и «цены».

2. ТРАНСПОЗИЦИЯ СОВРЕМЕННОЙ ТЕОРИИ ОЦЕНКИ

На протяжении многих лет среди специалистов бухгалтерского учёта ведутся дискуссии о том, как лучше оценивать активы. Основная дискуссия развернулась между так называемыми «историками» и «футуристами». Первые отдают предпочтение оценке активов по себестоимости, которая лучше отражает прошлое компании. Вторые выбирают оценку по текущим затратам, поскольку она позволяет выявить перспективы фирмы. «Историки» нередко, хотя и не всегда, во главу угла ставят оценку прибыли. Баланс для них – не более чем опись сальдо счетов, переходящих на будущий период. Следовательно, оценка активов для «историков» имеет второстепенное значение. «Футуристы» на первое место ставят баланс, считая уровень прибыли производным от деятельности фирмы. В

системе GAAP эти два подхода определены как доходы/расходы и актив/кредиторская задолженность.

В результате появилось достаточно большое количество разнообразных способов оценки активов, что отражает множество задач, стоящих перед бухгалтерским учётом, ибо каждой задаче соответствует свой способ оценки и один подход не может в равной степени удовлетворительно отвечать всем задачам, так как в каждом случае необходимо учитывать, кто будет пользователем информации и с какой целью он будет её читать.

Таким образом, необходимо рассмотреть процесс оценки активов, проанализировать достоинства и недостатки шести различных методов оценки активов. Эти методы должны быть проанализированы с точки зрения задач финансовой отчётности и приоритетных качественных характеристик учётной информации. Методика оценки активов имеет непосредственное отношение к традиционной системе факторов стоимости, которые являются базисными факторами для производных показателей второго уровня. Осуществляя оценку активов любым из существующих способов, исследователь опирается на положения теории хозяйствующей единицы или предприятия как расширенного варианта первой, так как таким образом признаётся приоритет категории капитала как композиции элементов активного и пассивного профиля.

Оценка в бухгалтерском учёте – это процесс измерения денежных показателей объектов учёта или элементов деятельности фирмы. Обычно эти показатели выводятся из рыночных цен, сформированных в прямых сделках. Существует множество рынков и временных интервалов, в рамках которых определяется рыночная цена. Можно чётко разграничить рынок продажи и рынок покупки, это так называемые оптовый и розничный рынки. Цены этих двух рынков, рассмотренные в прошлом, настоящем и будущем отчётных периодах, представляют собой широкий диапазон оценок активов для различных целей бухгалтерского учёта. Этот диапазон существенно расширяется с применением таких концепций, как концепция нормативных затрат.

В бухгалтерском учёте принято, что активы приходятся по цене приобретения (входной), а списываются по цене продажи (выходной). Разногласия возникают по поводу того, какая оценка должна быть отражена в отчётности в период между приобретением и выбытием актива. Одна концепция не предполагает переоценку актива до его реализации, другая приводит аргументы в пользу обязательности такой переоценки, принимая во внимание влияние некоторых явлений, например инфляции; третья выступает за отражение стоимости активов по продажной цене ещё до получения в обмен на них денежных средств.

Выбор метода оценки предполагает тщательное изучение целей оценки в бухгалтерском учёте. Существует позиция, согласно которой логически оправдан метод оценки по себестоимости, но предлагается также альтернативный подход, придающий оценке определённый экономический смысл. Также возможно изображение полезности полученных оценок. Нередко наиболее релевантные оценки недостаточно достоверны для включения их в общецелевую финансовую отчётность. В любом случае оценка акти-

ва должна отвечать требованиям бухгалтерской отчётности.

Согласно западной бухгалтерской школе, процесс оценки представляет собой процедуру присвоения (вменения) объектам бухгалтерского учёта определённых денежных величин, полученных таким образом, чтобы их можно было использовать как агрегированно (например, для итоговой оценки активов), так и отдельно в зависимости от конкретной ситуации. Объекты можно разделить на имущество (дебиторская задолженность, здания, долгосрочные ценные бумаги и т.д.) и действия и события (реализация товаров и услуг, выплата дивидендов). Прежде чем оценивать объект, следует выбрать показатель, по которому он будет оцениваться; для дебиторской задолженности это может быть сумма долга и ожидаемая дата его погашения; для зданий и оборудования – производственная мощность, затраты на момент приобретения, сумма средств, необходимая в настоящее время для их замены.

Оценка обычно выполняется в денежном выражении. Но в отдельных случаях (например, для выработки прогнозов и принятия решений) могут потребоваться данные в натуральном выражении – производительность оборудования или численность работающих. В частности, оценка основных средств должна представлять наличный парк машин и оборудования, его производительность, а также возраст и предполагаемый срок службы. Совершенно очевидно, что эту информацию в рублях не выразить. Бухгалтеры давно осознали необходимость информации подобного рода, поэтому ей отводится определённое место в приложениях и примечаниях к финансовой отчётности.

Так как активы могут быть оценены с разных позиций, то в интересах инвесторов и других пользователей финансовой отчётности необходимо предусматривать оценки по нескольким показателям. Во многих случаях одна оценка может заменяться другой. Например, себестоимость в определённых обстоятельствах заменяет текущую оценку, которая, в свою очередь, может представлять оценку будущих денежных поступлений.

Так как товары и услуги обычно обмениваются на деньги, очевидно, что цены обмена (рыночные цены) должны иметь отношение к внешней отчётности фирмы. Кроме того, поскольку принимаемые решения могут влиять только на текущее и будущее состояние системы, то следует наряду с прошлыми ценами принимать во внимание также текущие и будущие. Цены обмена определяются рынками. Но фирма всегда действует на двух рынках и, следовательно, имеет дело с двумя типами цен – покупки и продажи, каждая из которых может быть выражена в трёх временных аспектах. Таким образом, имеются шесть основных типов цен обмена (они приведены в табл. 2).

На практике все шесть типов цен используются – каждый в своё время. Дилемма состоит не в выборе типа, а во времени применения каждого из них. Рассмотрим, например, товарные запасы. В момент поступления они учитываются по цене приобретения. При продаже товары переоцениваются согласно сумме, полученной (или причитающейся) за них, и соответственно запись переносится на счета дебиторской задолженности (или денежных средств). Проблема заключается в том, когда, если вообще это нужно, сле-

дует переоценивать товары. Согласно одной позиции, необходимо дожидаться момента продажи; согласно другой, – переоценка должна выполняться в соответствии с темпами инфляции.

Таблица 2

БАЗЫ ОЦЕНКИ

	Стоимость приобретения	Стоимость выбытия
Прошрое	Себестоимость актива	Прошлая продажная цена
Настоящее	Стоимость замены актива	Текущая продажная цена
Будущее	Ожидаемые будущие расходы, связанные с заменой актива	Ожидаемая стоимость реализации

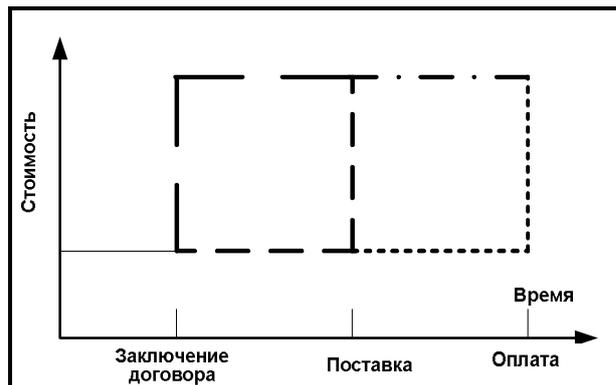


Рис. 1. Изменение стоимости активов

Графическая иллюстрация процесса переоценки представлена на рис. 1. Все возможные варианты начинаются в одной точке – стоимость приобретения актива и заканчиваются в другой – стоимость выбытия актива, когда процесс формирования доходов завершён. В промежутке между этими точками указаны возможные варианты развития событий. Согласно одной позиции, стоимость актива изменяется в момент поставки товара; согласно другой – в момент получения всей причитающейся суммы денег; согласно третьей, это происходит на протяжении всего периода между этими двумя моментами; и наконец, в соответствии с четвёртой, стоимость актива изменяется в момент подписания договора, то есть ещё до момента поставки. Таким образом, ключевой вопрос, сформулированный выше, состоит не в том, переоценивать ли вообще актив по стоимости выбытия, а в том, когда это делать.

Если активы изменили стоимость, необходимо определить новую базу для оценки. Обычно бухгалтерский учёт принимает во внимание те операции, результат которых непосредственно отражается на положении хозяйствующей единицы за счёт цен обмена. Однако если установлено, что стоимости отличны от релевантных стоимостей сделки, то для оценки товаров и услуг необходимо привлечь данные аналогичных сделок между другими предприятиями. Например, если текущая оценка и оценочная стоимость предположительно релевантны при определённых обстоятельствах, то данные по аналогичным сделкам можно получить у другой компании или же сразу готовые оценки, базирующиеся на этих данных [20, с. 36].

Современные методы оценки активов опираются на понятия «текущие денежные эквиваленты» и «дискон-

тированные будущие денежные поступления» («сервисный потенциал»). Термин «текущий денежный эквивалент» (current cash equivalent) был предложен австралийским профессором Реймондом Чамберсом (Raymond Chambers) в качестве концепции единой оценки для всех активов, представляющей текущие цены реализации последних. Текущий денежный эквивалент – это сумма денежных средств, или обобщённая покупательная способность, которая может быть получена от продажи каждого актива в условиях организованной ликвидации и которая определяется на основе рыночных цен аналогичных товаров. Следовательно, текущий денежный эквивалент отражает положение фирмы в связи с её адаптацией к окружающей среде. Предполагается, что текущие денежные эквиваленты обладают свойствами всех активов, релевантными ко всем сделкам, и поэтому одинаково релевантны на любой момент времени. При их использовании нет необходимости в агрегировании прошлых, текущих и будущих цен.

Но одна из проблем применения концепции текущих денежных эквивалентов состоит в том, что точное следование ей оправдывает исключение из отчётности о финансовом положении всех статей, которые не имеют текущих рыночных цен. Например, не пригодное к реализации специальное оборудование, как и большинство нематериальных активов, следовало бы списывать сразу после приобретения ввиду невозможности определения их текущей рыночной цены. Однако Чамберс модифицировал метод определения текущего денежного эквивалента введением частных индексов цен и специальных расчётов амортизации. С точки зрения ряда авторов, главный недостаток этой концепции связан с тем, что она не принимает во внимание релевантность информации для прогнозирования и принятия решений пользователями финансовой отчётности, хотя и обеспечивает инвесторов актуальными данными о финансовом положении фирмы.

Когда поступление денежных средств ожидается по истечении некоторого промежутка времени, текущая оценка этих поступлений ниже, чем реальная ожидаемая к получению сумма. Чем продолжительнее период ожидания, тем ниже текущая оценка. Таким образом, расчёт текущей оценки предполагает дисконтирование, но не только при оценке стоимости денег, а также и при оценке вероятности их получения. Чем длиннее период ожидания, тем ниже эта вероятность.

Хотя концепция дисконтированных денежных потоков имеет важное значение в оценке инвесторами всей деятельности фирмы или собственниками частных предприятий, её использование для оценки отдельных активов предприятия вызывает сомнения по следующим причинам:

Ожидаемые денежные поступления в целом подчиняются субъективным вероятностным распределениям, которые в принципе не поддаются проверке.

Даже если вероятные ставки дисконта и можно определить, их следует откорректировать с учётом фактора риска. Но результаты таких расчётов было бы трудно разъяснить инвесторам.

Когда два или более факторов, например трудовые и материальные активы, участвуют в процессе производства товаров и оказании услуг, а также в последующем формировании денежных поступлений, логичное распределение последних по факторам пред-

ставляется в целом невозможным. Предполагалось приводить в соответствие активам, которые могли быть использованы, частные предельные поступления, но сумма частных предельных поступлений может оказаться выше совокупных поступлений от реализации продукции и оказания услуг.

Дисконтированные стоимости денежных потоков, дифференцированные по всем отдельным активам, нельзя агрегировать с целью оценки состояния фирмы. Частично это объясняется целостностью общего вклада отдельных активов, а также тем, что некоторые активы, например нематериальные, невозможно рассматривать в отрыве от других.

Несмотря на эти трудности, концепция дисконтированного денежного потока имеет некоторые достоинства в качестве оценки для отдельных (единичных) коммерческих предприятий, где отсутствует совместное влияние факторов, обусловленных разделением бухгалтерских служб, или агрегированность активов такова, что представляет всю совокупность факторов. Она также приемлема в отношении монетарных активов, когда фактор ожидания поступления является решающим в определении прибыли. Например, если векселя полученные гасятся в обязательном порядке в определённое время, то дисконтированная стоимость векселей представляет такую сумму, в отношении которой не имеет значения, учитывается ли она как имеющиеся денежные средства или как вышеуказанный вексель.

3. ОБУСЛОВЛЕННОСТЬ ФАКТОРНОГО ПРЕОБРАЗОВАНИЯ ЦЕЛЯМИ ОЦЕНКИ

Для успешного функционирования организации необходимо наличие компромисса между сторонами, заинтересованными в её деятельности: акционеры, менеджеры, сотрудники, правительство. Стоимость предприятия позволяет достигать более ясных и точных компромиссов, так как в случае применения данного показателя, требование каждой из заинтересованных сторон поддаётся стоимостной оценке. Например, стоимость требований, предъявляемых работниками к компании, представляет собой дисконтированную приведённую стоимость всех денежных потоков, которые работники надеются получить от данной компании в настоящем и в будущем.

Основной целью анализа и оценки стоимости капитала является обеспечение пользователей информацией, необходимой для принятия управленческих решений. Увеличение стоимости компании, прежде всего, означает увеличение стоимости для акционеров. Управление бизнесом по критерию стоимости для собственников базируется на использовании основного балансового уравнения:

$$V_t = E_t + B_t,$$

где

V_t – стоимость инвестированного капитала в период t ;

E_t – стоимость бизнеса в период t ;

B_t – стоимость долга в период t .

Требования к капиталу (бизнесу) со стороны прочих его участников переводятся в разряд ограничений, налагаемых на отдельные параметры его хозяйственной деятельности. Поскольку на практике нельзя узнать заранее

точные значения стоимостей инвестированного капитала, долга и бизнеса, изменяющиеся под влиянием факторов среды, окружающей бизнес, то правомерно говорить об этих стоимостях как о переменных величинах. Несмотря на их стохастический (случайный) характер, балансовое уравнение носит фундаментальный характер и не нарушается ни при каких обстоятельствах. Формализуем задачу управления стоимостью капитала, представив её в виде оптимизационной задачи

$$\max E_t = \max V_t + \max(-B_t) = \max V_t + \min B_t.$$

Из формулы следует хорошо известное утверждение о том, что задача повышения стоимости капитала в общем виде сводится к повышению стоимости инвестированного капитала и снижению стоимости долгов.

В процессе трансформации восприятия целей оценки как инструмента, обеспечивающего пользователей жизненно необходимой информацией, усилилась поддержка финансовой отчётности, которая предоставляла бы однозначно интерпретируемые оценки инвестированных ресурсов и обязательств фирмы на определённый момент времени и позволяла бы оценивать состояние и изменение финансового положения фирмы. Оценка по себестоимости постепенно утратила былое значение (за исключением расходов, связанных с определённой датой). Предпочтение отдаётся текущей стоимости замены в силу того, что, будучи основанной на действительных рыночных ценах, она имеет более актуальное толкование.

Всё сильнее ощущается необходимость развития альтернативных методов оценок и представления в отчётности как монетарных, так и немонетарных данных. Например, согласно ASOBAT (A Statement of Basic Accounting Theory) американского Совета по разработке принципов бухгалтерского учёта (Accounting Principles Board, APB), возможно представлять информацию, распределённую по вероятностным интервалам и диапазонам (в вероятностной форме) в дополнение к данным оценок (в детерминированной форме). Наряду с этим, возможно отражение многовариантных оценок, ориентированных на различные свойства объекта, если их следует принимать во внимание. К тому же предполагается представление плановых данных и сведений об ожидаемом их выполнении.

Для достижения семантических целей требуется, в частности, обеспечить репрезентативную достоверность оценок. Например, в соответствии с концепцией GAAP, одна из целей бухгалтерского учёта состоит в оценке ресурсов фирмы, формирующих предстоящие поступления ценностей. Таким образом, мотивируется отказ от оценки по себестоимости, поскольку для достижения поставленных целей она неприемлема. Изменение цен во времени обуславливает отдаление оценки актива по себестоимости от суммы дисконтированных денежных поступлений. Текущая стоимость, базирующаяся на текущих рыночных ценах, более информативна в этом смысле. Прагматические цели направлены на полезность, или релевантность, данных бухгалтерского учёта. Концептуально релевантность может быть определена как способность информации влиять на принятие решений, помогая пользователям прогнозировать последствия прошлых, настоящих или будущих событий, а также подтверждать или корректировать ожидания.

Главными пользователями бухгалтерской отчётности выступают инвесторы, которых интересует информа-

ция об объёмах, времени и степени определённости предстоящих денежных поступлений. Наиболее очевидным способом обеспечения такой информацией является непосредственный расчёт оценок будущего движения денежных средств, однако он не всегда выполним. В качестве альтернативы пользователям предлагаются данные о движении денежных средств в прошлых отчётных периодах, но при этом следует иметь в виду, что денежные потоки имеют свойство сливаться в единую сумму. В связи с этим пользователю будет полезна информация об экономических ресурсах и обязательствах предприятия, а также о размере его собственного (акционерного) капитала, т.е. баланс. Кроме того, пользователю необходимо предоставлять данные о доходах предприятия и его компонентах, т.е. отчёт о прибылях и убытках. Однако стандартный набор традиционной финансовой отчётности на определённую отчётную дату не обеспечивает возможность оценить поведение факторов в процессе их движения.

Чтобы отчёт о финансовом положении предприятия предоставлял информацию, позволяющую прогнозировать движение денежных средств, он должен содержать количественные характеристики ресурсов и обязательств фирмы для сравнения с данными прошлых отчётных периодов или других предприятий. Эти характеристики будут релеванты только в том случае, если они связаны с потоками движения денежных средств, которые, по всей вероятности, будут сформированы фирмой. Иными словами, оценка активов фирмы релевантна, только если инвестор сможет установить определённые взаимосвязи между ней и ожидаемым движением денежных средств. Оценивать активы в некоторых случаях целесообразно в соответствии с текущей стоимостью замены, т.е. по текущей цене выбытия.

В соответствии с доходным подходом в оценке, который, в свою очередь, базируется на концепции теории предприятия, наиболее релевантной представляется будущая стоимость (*future cost*). Только на основе доходного подхода появляется возможность адекватной оценки вклада факторов, связанных с нематериальными активами. Большинство немонетарных активов представляют собой товары и услуги, приобретаемые впрок, поскольку:

- Выгоднее делать приобретения большими партиями.
- Некоторые активы (например, здания и оборудование) по своей сути представляют распределённый во времени поток услуг, которые нельзя приобретать по отдельности.
- Нередко целесообразно приобретать будущие услуги (например, на условиях аренды) с тем, чтобы иметь возможность при необходимости ими воспользоваться.
- Часто желательно приобрести право собственности на землю для предупреждения дополнительных капиталовложений.

Во всех этих случаях наиболее удачна оценка на момент использования услуги, а не на момент приобретения. Отсюда следует, что наиболее релевантна текущая оценка услуг, которые предположительно предоставит актив, т.е. дисконтированная оценка будущей стоимости. Следует отметить, что это концепция стоимости (расходов); дисконтированная сумма – цена приобретения актива, а не стоимость его выбытия.

В случае приобретения основных средств, функционирующих в течение длительного периода времени,

прогноз будущих денежных потоков рассчитать достаточно сложно, даже при благоприятных условиях, вследствие того, что принятые методы начисления амортизации и балансовые оценки не адекватны стоимости услуг, предоставляемых данным активом за отчётный период, и оценке его сервисного потенциала на конец отчётного периода. Частично это объясняется невозможностью определения услуг, использованных на протяжении отчётного периода, и объёма неиспользованных услуг, оставшихся на конец периода. В связи с этим релевантной будет информация, прямо или косвенно отражающая производительный потенциал, срок службы, эффективность функционирования оборудования, а также сумму денежных средств, необходимую для его замены. При приобретении основных средств на условиях аренды с целью предоставления более точной информации об ожидаемом движении денежных средств в содержании договора аренды предусматриваются, по меньшей мере, некоторые из этих свойств.

Исходя из всех приведённых выше рассуждений, такой концепции (или метода) оценки активов фирмы, которая была бы приемлема для представления финансового положения предприятия и для определения его прибыли, для информационного обеспечения процесса принятия решений всеми пользователями финансовой отчётности и для прогрессивной оценки стоимости капитала, в настоящее время не существует. С позиции структурного подхода идеальна оценка активов по себестоимости, поскольку базируется на системе двойной записи, в соответствии с которой регистрируются все изменения ресурсов предприятия и осуществляется их последующая идентификация [21, с. 13]. Тем не менее, и для иных концепций оценок можно разработать формальные структуры.

Проблема оценок усугубляется тем, что доподлинно неизвестно, какие показатели требуются пользователям финансовой отчётности. Например, предполагалось, что большинство из них будет заинтересовано в оценках, откорректированных с учётом инфляции, однако практика показала, что такая информация не нашла применения. Необходимые сведения можно было получить из других источников с меньшими затратами, что означало информационную избыточность финансовой отчётности.

4. КОЭФФИЦИЕНТЫ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ СТОИМОСТИ К ФОРМИРУЮЩИМ ЕЁ ФАКТОРАМ

Предлагаемый подход к оценке и анализу стоимости вытекает из идеи направленного изменения значений определяющих её факторов и является следствием двух принципиальных положений: взгляда на предприятие как на ценностно ориентированную систему и взгляда на стоимость как на критерий системы. В основу этого подхода положен тезис о том, что наибольшее внимание при анализе должно уделяться тем факторам, которые существенно других способны повлиять на величину стоимости бизнеса и являются самыми рискованными с точки зрения достижения конечного значения стоимости. Иными словами, если все факторы стоимости расположить в порядке убы-

вания степени влияния их изменений на конечную стоимость капитала, то необходимо сконцентрировать внимание, прежде всего, на управлении теми из них, которые находятся в начале полученного ряда. Влияние факторов может носить как положительный, так и отрицательный характер. По этой причине ряд будет смешанным, а упорядочение должно проводиться по модулю значения степени влияния. Знание чувствительности стоимости к факторам позволяет оптимизировать величину и направление усилий менеджмента по приращению богатства собственников.

Информационный пул для проведения соответствующего анализа обеспечивается за счёт традиционных форм финансовой (бухгалтерской) отчётности, а также данных управленческой отчётности.

Общая модель представления стоимости посредством формирующих её факторов описана уравнением:

$$E = E(\Phi_1, \dots, \Phi_n, \dots),$$

где

Φ_n – n -й фактор стоимости.

Обратимся к определению понятия «фактор» как момента, существенного обстоятельства в каком-либо процессе, явлении, закладывающего основу выделения факторов и построения их иерархии. В традиционной системе рассмотрены факторы-показатели, оказывающие влияние на эффективность работы предприятия. Большинство этих факторов имеют специфический характер и рассматриваются в жёстких рамках области их воздействия на предприятие.

Мы представим новую концепцию как совокупность факторов, набор которых не детерминирован областью воздействия. Согласно этой системе, имеет смысл рассматривать любой фактор, изменение которого оказывает существенное влияние на изменение стоимости капитала. Следуя определению, можно сделать вывод о том, что теоретически такая иерархия не имеет ограничений по числу уровней. Наиболее значимые факторы с точки зрения их влияния на стоимость капитала (стоимость бизнес-единицы, дивиденд, ставка, время) будут отнесены к первому уровню иерархии [3, с. 5-19]. Её глубина во многом зависит от целей деления и от соблюдения принципа разумной достаточности. С практической точки зрения не имеет особого смысла производить бесконечное дробление. Если фактор не оказывает заметного влияния на стоимость капитала, включение его в иерархию нецелесообразно.

Выявление ключевых факторов стоимости может оказаться достаточно сложной процедурой для компании, потому что это требует индивидуального подхода к каждому производственному процессу. Очень часто системы отчётности компаний не приспособлены для того, чтобы обеспечивать необходимую для выявления ключевых факторов информацию.

На рис. 3 показано, что факторы стоимости можно подразделить на три уровня:

- общий уровень, где прибыль от основной деятельности в сочетании с показателем инвестированного капитала служат основой для расчёта рентабельности инвестиций;
- уровень бизнес-единиц (например, клиентская база, производительность сбытовых служб, операционный доход);

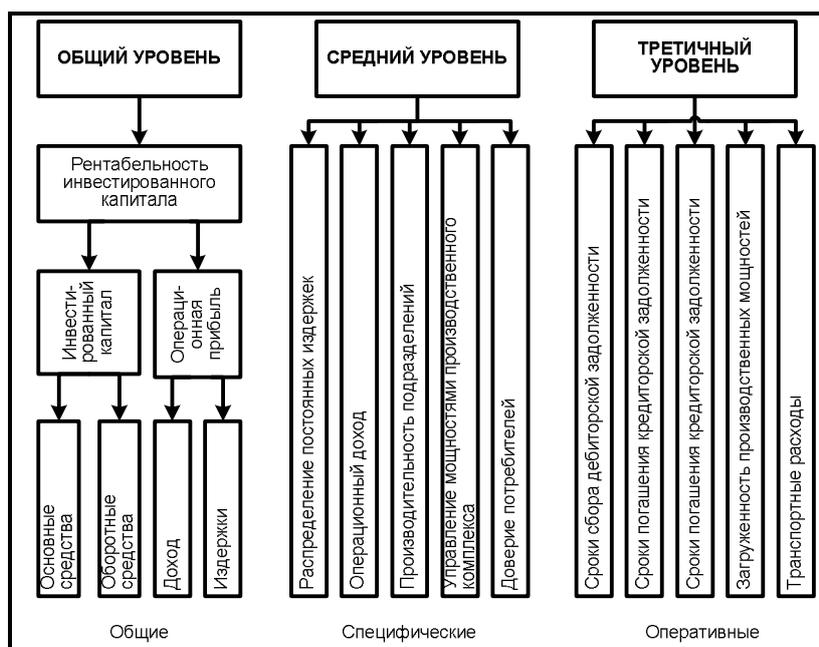


Рис. 3. Определение факторов стоимости на разных уровнях деятельности организации

- третичный уровень, где требуется предельная детализация для того, чтобы увязать факторы стоимости с конкретными решениями, находящимися в компетенции менеджеров среднего и нижнего звена.

Общие факторы стоимости, такие как рост объёма продаж, прибыль от основной деятельности, оборачиваемость капитала, одинаково хорошо применимы почти ко всем бизнес-единицам.

Положим в основу подхода, позволяющего выявлять факторы, наиболее существенно влияющие на стоимость, способ представления функции многих переменных посредством её разложения в ряд Тейлора. Суть данного подхода заключается в следующем: поскольку стоимость представляет собой величину, зависящую от ряда факторов, то, придавая им малые относительные приращения, можно изменить величину стоимости. Степень приращения стоимости относительно приращения фактора будем называть её чувствительностью к фактору или просто чувствительностью. Иногда вместо чувствительности в литературе употребляется термин «факторная нагрузка». Чувствительность показывает, на какой процент прирастёт или уменьшится стоимость бизнеса при увеличении значения фактора на 1%. Соответственно, чем больше коэффициент чувствительности (см. ниже), тем существеннее изменится стоимость.

Преимущество данной модели чувствительности, использующей в качестве основания относительные приращения факторов, перед во многом сходной с ней моделью чувствительности для абсолютных приращений состоит в том, что она позволяет привести разно-размерные факторы (цены, количество, объёмы и т. д.) к единой базе – безразмерным долям. Тем самым обеспечивается сопоставимость оценок влияния различных по экономическому содержанию факторов на стоимость. При этом большую часть информации о базовых факторах можно извлечь из традиционных форм отчётности предприятия. Недостающие данные обеспечит внутренняя управленческая отчётность в

том случае, если система управленческой отчётности поставлена на предприятии эффективно. Однако при рассмотрении форм отчётности современных предприятий появляется достаточно большое количество пробелов, либо неадекватных оценок в области соответствия прогрессивным методам оценки, в том числе и на основе чувствительности.

Выведем формулу для определения коэффициентов чувствительности стоимости к факторам, пригодную для практического применения. Будем предполагать, что для стоимости как функции многих переменных (факторов) соблюдаются условия непрерывности и существования производных первого порядка по каждому из факторов. Воспользуемся разложением E в ряд Тейлора до первого члена (в дальнейшем знак приближённого равенства будет заменён точным равенством).

$$\Delta E \approx \sum_{\Phi} \frac{\partial E}{\partial \Phi} \Delta \Phi, \quad \Delta \Phi \sum \partial E = \Delta E \sum \partial \Phi,$$

где

ΔE – приращение стоимости бизнеса;

Φ – значение фактора Φ ;

∂ – знак дифференциала (основной части приращения переменной);

$\Delta \Phi$ – приращение фактора Φ .

Коэффициент перед приращением фактора показывает, какой будет реакция стоимости на изменение значения данного фактора, равное единице. При этом речь идёт об абсолютных величинах. Если в качестве фактора выбрано количество продаваемых товаров, то коэффициент покажет, на сколько денежных единиц увеличится стоимость бизнеса, когда будет дополнительно продана единица товара. К сожалению, основным недостатком указанных коэффициентов является невозможность их сопоставления друг с другом вследствие того, что факторы, которым они соответствуют, имеют неодинаковую размерность.

Чтобы избавиться от недостатка, связанного с различием в размерности, преобразуем предыдущую формулу, введя относительные величины, и получим выражение:

$$\frac{\Delta E}{E} \cong \sum_{\Phi} \frac{\partial E}{\partial \Phi} \cdot \frac{\Phi}{E} \cdot \frac{\Delta \Phi}{\Phi},$$

где

E – ожидаемая стоимость бизнеса E ;

Φ – ожидаемое значение фактора Φ .

Оно характеризует связь между изменениями факторов и стоимости капитала, которая в общем случае не является линейной. Однако при малых изменениях факторов допустимо ограничиться только линейным приближением, благодаря которому возможна довольно простая экономическая интерпретация чувствительности: на какой процент прирастет или уменьшится стоимость бизнеса при увеличении фактора на 1 %.

Методами математического анализа можно оценить погрешность такого линейного приближения, например представив остаточный член разложения в форме ЛAGRANЖа и приведя его к безразмерному виду.

Выражение перед относительным изменением фактора есть не что иное, как коэффициент чувствительности стоимости капитала к приращению этого фактора:

$$K_{\Phi} = \frac{\partial E}{\partial \Phi} \frac{\Phi}{E},$$

где

K_{Φ} – коэффициент чувствительности стоимости капитала к приращению фактора Φ , то есть производный фактор.

В результате получено выражение для коэффициента, к основным достоинствам которого относится возможность сопоставления влияния на стоимость различных по своей природе факторов.

Перепишем представленные выражения с учётом последнего и получим:

$$\frac{\Delta E}{E} = \sum_{\Phi} K_{\Phi} \frac{\Delta \Phi}{\Phi}.$$

После незначительных преобразований полученные выражения могут быть использованы не только для оценки степени влияния изменений отдельных факторов на стоимость, но и непосредственно для получения конкретных приращений стоимости. Для этого достаточно стоимость из знаменателя левой части равенства перенести в числитель правой части:

$$\Delta E = E \sum_{\Phi} K_{\Phi} \frac{\Delta \Phi}{\Phi}.$$

Охарактеризуем преимущества и особенности использования метода чувствительности.

Подход к анализу и оценке стоимости капитала на основе анализа её чувствительности к факторам призван существенно облегчить проблему фрагментарного несоответствия отчётной информации требованиям оценки, а также в какой-то степени компенсировать неразвитость рынка ценных бумаг в России. В некоторых случаях он позволяет отказаться от процедуры сравнения рыночной и внутренней стоимостей для выявления величины расхождения между ними. Благодаря этому появляется возможность перейти непосредственно к выработке направлений воздействия, минуя первый шаг управления стоимостью. Подход к

выявлению факторов базируется на разложении в ряд функции многих переменных⁵ и позволяет одновременно учесть изменчивость отдельных факторов и их подверженность управлению (управляемость).

Поскольку управление как изменениями факторов стоимости, так и рисками опирается на коэффициенты чувствительности, фактор, к которому стоимость оказывается наиболее чувствительной, будет и наиболее рискованным. Однако из этого утверждения вовсе не следует, что при управлении факторами и рисками внимание должно уделяться одним и тем же факторам. С одной стороны, возможна ситуация, когда никакими усилиями менеджмента нельзя оказать скольконибудь существенного влияния на значение одного из факторов, пусть даже такого, к которому стоимость максимально чувствительна. Очевидно, повышенное внимание к нему в управленческом цикле вряд ли оправданно. Примером такого фактора служит налоговая ставка. Если использовать законные способы снижения налогового бремени, то маловероятно, что удастся добиться значительного его облегчения. Для учёта подобных ситуаций требуется ввести ещё одну характеристику – управляемость.

С другой стороны, амплитуды случайных флуктуаций некоторых факторов (например, цен на покупаемые сырьё и материалы, особенно если поставщик единственный), даже при низкой чувствительности стоимости капитала к данному фактору, могут существенным образом сказаться на стабильности его функционирования. Следствием этого будет повышение требований инвесторов и кредиторов к доходности бизнеса.

Термин «управляемость» характеризует способность менеджмента целевым образом влиять на величину отношения $\Delta \Phi / \Phi$. Управляемость характеризуется двумя аспектами: количеством усилий, затраченных менеджментом для достижения требуемых изменений, и максимальной величиной возможных изменений. Второй аспект удобно представить с помощью математических неравенств. Что касается затраченных усилий, то они имеют конкретное измерение в виде необходимого для достижения результата времени и расходов на привлечение дополнительных людских и материальных ресурсов. Влияние последних на стоимость бизнеса зависит от её чувствительности к соответствующим факторам. Если сравнить, например, подверженность управлению потока дохода и налоговой ставки, то можно заметить, что в подавляющем большинстве случаев путём проведения мероприятий по эффективному управлению производством, тарифной политикой, сбором дебиторской задолженности легче добиться более существенного относительного изменения потоков, чем посредством экономии на налогах.

Подход к управлению стоимостью на основе анализа её чувствительности к факторам имеет много общего с градиентными методами нахождения точек экстремума⁶. Действительно, их идея заключается в последовательном движении от одной точки пространства па-

⁵ Поскольку разложение выполняется до первого члена и старшими членами ряда пренебрегают, речь вполне может идти об операции дифференцирования.

⁶ Математическая модель градиентного метода имеет вид

$$\bar{x}_{j+1} = \bar{x}_j + \nabla E(\bar{x}_j).$$

раметров к другой в направлении максимального изменения функции, определяемого её градиентом (см. рис. 4).

Теория обоих методов – градиентного и анализа чувствительности – базируется на разложении функции в ряд Тейлора до второго члена [14, с.92-94]. При их использовании в выборе направления движения участвует градиент.

Однако в градиентном методе движение в сторону экстремума происходит во всём пространстве параметров (измерений), а в методе чувствительности – только по наиболее значимым направлениям. Отсюда следует вывод о более быстрой сходимости градиентного метода по сравнению с предлагаемым. Кроме того, градиентный метод имеет дело с абсолютными величинами, тогда как рассматриваемый метод управления – с относительными. В ситуации постоянного изменения цели движение в направлении увеличения значения стоимости во всём пространстве параметров (градиентный метод) не во всех случаях обеспечивает более быстрое достижение результата, чем движение в направлении лишь ограниченного набора параметров (факторов).

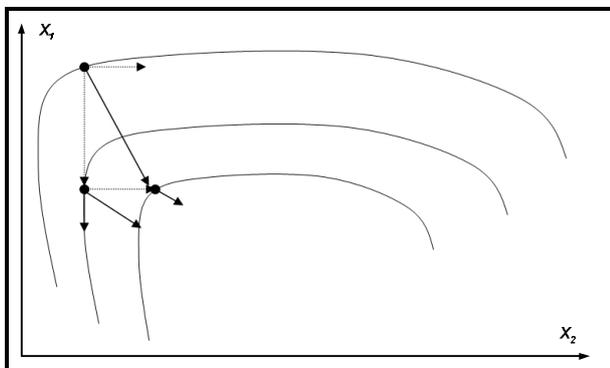


Рис. 4. Последовательное приближение функции к точке экстремума в пространстве двух факторов

Процедура использования метода чувствительности может быть представлена следующим образом:

Факторы упорядочиваются по убыванию модуля значений коэффициентов чувствительности соответствующих факторов, умноженных на изменчивость и управляемость ими. В отдельных случаях в целях упорядочения процедуры упорядочение можно проводить по модулю коэффициентов чувствительности.

Вводятся ограничения на длину ряда факторов (например, число членов ряда задаётся максимальным числом факторов, находящихся в поле зрения менеджмента, или отбираются наиболее значимые из них).

Для каждого отобранного фактора в зависимости от знака коэффициента чувствительности разрабатываются рекомендации по направлению и степени воздействия на него.

Планируются мероприятия по увеличению числа факторов, положительно влияющих на стоимость, и уменьшению количества факторов, приводящих к снижению стоимости.

Осуществляются конкретные шаги по реализации намеченных в плане мероприятий.

В соответствии с п. 3, при отборе наиболее значимых факторов управления стоимостью необходимо

принять во внимание все три составляющие, влияющие на стоимость: чувствительность, изменчивость и управляемость.

На долю каждого владельца бизнеса на момент оценки приходится часть его внутренней стоимости, которая связана с определённым объёмом прав на капитал [17, с.39-44]. В следующем периоде на его долю также придёт некоторая часть будущей стоимости бизнеса и, кроме того, ему будет причитаться часть дохода от деятельности:

$$E_t = \sum_n E_t^n \quad \text{и} \quad E_{t+1} = \sum_n E_{t+1}^n \quad \text{для любого } t > 0;$$

$$\text{div}_{t+1} = \sum_n \text{div}_{t+1}^n \quad \text{для любого } t > 0,$$

где

n – число владельцев бизнеса;

E_t^n – доля внутренней стоимости n -го владельца;

div_{t+1}^n – дивиденд n -го владельца в следующем после момента оценки периоде.

Воспользуемся этим выражением для определения стоимости капитала, полученной по итогам всего цикла управления с учётом её приращения на разных шагах цикла. Ограничимся ожидаемыми значениями стоимости и рассчитаем относительный эффект от приращения стоимости после осуществления мероприятий:

$$\frac{\Delta E}{E} = \frac{E_{II}}{E} \frac{\Delta E_{II}}{E_{II}} + \frac{E_{III}}{E} \frac{\Delta E_{III}}{E_{III}} + \frac{E_{IV}}{E} \frac{\Delta E_{IV}}{E_{IV}} + \frac{E_V}{E} \frac{\Delta E_V}{E_V}.$$

Поскольку стоимость в конце каждого шага цикла зависит от предыдущих результатов управления, невозможно предложить простой алгоритм решения оптимизационной задачи нахождения максимального отношения $\Delta E/E$. В большинстве случаев объём задачи (перебор вариантов, число которых составляет $4! = 24$) удастся уменьшить, если достаточно достоверно оценить границы возможных изменений стоимости на каждом шаге и по итогам сделать приоритетными, например, один или два шага вместо всех четырёх. Цикл управления стоимостью, заимствованный из зарубежных источников, на практике вполне может отражать оптимальный порядок шагов по увеличению богатства владельцев. Однако подобное утверждение требует подтверждения, например, в виде результата статистического обобщения практического опыта.

Стоимость бизнеса, полученная на каждом шаге управления, в общем случае записывается в виде⁷:

$$E_{t(\cdot)} = \frac{E_{t+1(\cdot)} + \text{div}_{t+1(\cdot)}}{R_{t(\cdot)}}.$$

Применяя операцию, определяемую формулой $\frac{\Delta E}{E} = \sum_{\Phi} K_{\Phi} \frac{\Delta \Phi}{\Phi}$, к выражению данному, получаем возможность найти коэффициенты чувствительности и оценить относительное изменение стоимости по итогам проведения мероприятий каждого шага цикла управления:

$$\frac{\Delta E_{t(\cdot)}}{E_{t(\cdot)}} = \frac{E_{t+1(\cdot)}}{R_{t(\cdot)} \cdot E_{t(\cdot)}} \cdot \frac{\Delta E_{t+1(\cdot)}}{E_{t+1(\cdot)}} +$$

⁷ Вместо точки в скобках в качестве индекса может быть подставлен номер любого шага цикла управления стоимостью.

$$+ \frac{div_{t+1(\cdot)}}{R_{t(\cdot)} \cdot E_{t(\cdot)}} \cdot \frac{\Delta div_{t+1(\cdot)}}{div_{t+1(\cdot)}} - \frac{\Delta R_{t(\cdot)}}{R_{t(\cdot)}}$$

Из полученного выражения делаем вывод, что независимо от того, идёт ли речь о внутренних или внешних улучшениях, финансовом конструировании или информировании рынка, задача увеличения стоимости в любом случае решается посредством решения отдельных подзадач по управлению факторами стоимости: доходом, будущей стоимостью и рисками. При этом величина эффекта от такого управления может быть оценена по представленной формуле.

Система анализа и оценки моделей поведения производных факторов стоимости на основе чувствительности последней к изменению базисных факторов позволяет перейти на качественно новый уровень технологии оценки. Большинство вышеперечисленных проблем, включая неадекватность отчётных данных для отдельных категорий пользователей, становятся неактуальными. Это достигается путём перераспределения центра внимания при анализе от статических элементов к моментам приращения, то есть элементам динамического характера.

Литература

1. Ибрагимов Р. Можно ли управлять стоимостью компании, «капитализируя денежный поток»? Рынок ценных бумаг, № 16 (223), 2002.
2. Иванов А.М., Маркин И.В., Перевозчиков А.Г. Доходный подход для определения стоимости пакетов акций (долей) акционерных обществ различного типа. – Вопросы оценки. 1998. № 3.
3. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: «Олимп-Бизнес», 2000.
4. Уорд К. Стратегический управленческий учет. – М.: Олимп-Бизнес, 2002. 448 с.
5. Управленческий учет: учебное пособие. / Под ред. А.Д. Шеремета. – М.: ФБК-ПРЕСС, 2002.

6. Хендриксен Э. С., М. Ф. Ван Бреда. Теория бухгалтерского учёта. – Москва. Финансы и статистика. 2000.
7. Чернов В.А. Управленческий анализ и анализ коммерческой деятельности. / Под ред. проф. М.И. Баканова. – М.: Финансы и статистика, 2001.
8. Шеремет А.Д., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. – М.: ИНФРА-М, 2002.
9. Шеремет А.Д., Сайфулин Р. С. Финансы предприятий. – М.: ИНФРА-М, 1997.
10. Committee on External Reporting «An Evaluation of External Reporting Practices». The Accounting Review, Supplement to vol. 44, 1969, pp. 103-104.
11. Cooper I., Davydenko S. The Cost of Debt. London Business School, 1998.
12. Cooper R. and Kaplan R. S. Measure costs right: make the right decisions. // Harvard Business Review, September/October, 1988. P. 96-103.
13. Cross K. and Lynch R. Accounting for Competitive Performance. // Journal of Cost Management, Spring, 1989. pp. 20-28.
14. Fernandez P. Equivalence of the Different Discounted Cash Flow Valuation Methods. Tax Shields and their Implications for the Valuation. Camino del Cerro del Aguila: IESE, 1999.
15. Gerbhard W. R., Lee C. M. C., Swaminathan B. Toward an Ex Ante Cost-of-Capital. Cornell University. 1998.
16. Henry Rand Hatfield. "Accounting, Its Principles and Problems". (New York: Appleton-Century-Crofts, 1927).
17. Monahan S. Initial Draft. Conservatism, Growth and the Role of Accounting Numbers in the Equity Valuation Process. 1999.
18. Stephen Oilman. "Accounting Concepts of Profit". (New York: Ronald Press, 1939).
19. William Andrew Paton. "Accounting Theory". (New York: Ronald Press, 1922).
20. Objectives of Financial Statements. (AICPA, October 1973).
21. Yuji Ijiri. "A Defense for Historical Cost Accounting in Asset Valuation and Income Determination". Edited by Robert R. Sterling (Lawrence, Kans.: Scholars Book, 1971).

Добровольский Игорь Николаевич