- 15. Whitepaper. First Horizon Regulatory Compliance Through BPM 2007. URL: http://busmanagement.com/issue-8/first-horizon-regulatory-compliance-through-automated-bpm/ (data obrashhenija: 08.02.2014).
- 16. *Wald R*. Large Scale BPM Implementation at JPMorgan // BPMInstitute.org. 2007. URL: http://www.bpminstitute.org/resources/presentations/case-study-third-wave-large-scale-bpm-implementation-jpmorgan (data obrashhenija: 08.02.2014).
- 17. Metastorm. Metastorm Customer Success Story: Bendigo Bank // Open Text Resource Center. 2007. URL: http://bps.opentext.com/resource-center/c/customer-services (data obrashhenija: 08.02.2014).
- 18. A Datamonitor Whitepaper for TIBCO. The Need for Process Excellence Strategy for Growth, Efficiency and Compliance in Retail Banking. Datamonitor, 2005.
- 19. Sinur J. Justifying BPM Projects. Gartner Inc., 2004

УДК 332.64

Динамика стоимости корпорации как показатель устойчивого развития бизнеса (на примере ОАО «Газпром»)

© 2014г. Д.А. Корнилов*

Динамика стоимости компании отражает совокупность воздействия на бизнес множества внешних и внутренних факторов: развитие отрасли, появление новых технологий, изменение стоимости ресурсов, динамика фондового рынка, эффективность управления и др.

Оценка устойчивого развития предприятия предполагает многосторонний анализ его финансовой, рыночной (маркетинговой), производственной (технологической), кадровой, управленческой, экологической, логистической деятельности. Каждое из этих направлений деятельности предприятия характеризуется множеством показателей.

Например, при оценке финансовой устойчивости рассчитываются коэффициенты автономии, финансирования, долгосрочной финансовой независимости, маневренности собственного капитала. Для определения степени финансовой независимости значения коэффициентов финансовой устойчивости анализируются с учетом специфики бизнеса, сравниваются в динамике, с нормативами и т.д.

Оценка финансовой устойчивости также предполагает анализ платежеспособности предприятия и, прежде всего, анализ собственных оборотных средств (СОС) в количестве, достаточном для формирования запасов и затрат. В зависимости от степени обеспеченности СОС и другими источниками финансовых средств различают четыре типа финансовой устойчивости предприятия: абсолютная и нормальная финансовая устойчивость предприятия, неустойчивое финансовое состояние и кризисное финансовое состояние.

Однако даже полный анализ финансовой деятельности характеризует финансовое положение предприятия только с точки зрения достаточности и эффективности использования собственного капитала и поэтому является необходимым, но недостаточным условием для оценки степени устойчивости предприятия, тем более степени устойчивости его развития.

Следующий этап – это определение степени устойчивого развития предприятия по каждому из направлений его деятельности (рыночной, производственной, кадровой, управленческой, экологической, логистической и др.).

Достаточно сложной задачей является определение комплексной оценки устойчивого развития предприятия. Решение этой задачи возможно при условии:

формирования комплексного показателя степени устойчивости развития предприятия (на основе множественной свертки показателей);

^{*} Д-р экон. наук, проф. каф. «Экономика, управление и финансы» Нижегородского государственного технического университета им. Р.Е. Алексеева.

- формирования комплексных показателей по каждому направлению деятельности предприятия (на основе единичной свертки показателей);
- формирования множества показателей и выявления их допустимых границ изменения.

Выполнение каждого из этих условий требует проведения достаточно сложных мероприятий и расчетов, поэтому автором в данной работе предлагается совершенно иной подход к оценке устойчивости развития предприятия через оценку его стоимости.

Далее под устойчивостью предприятия примем его способность адекватно реагировать на внешние воздействия и сохранять устойчивый рост, стабильность и/или находиться в заданных (допустимых) границах стоимости чистых активов, капитализации акций и получения доходов от продаж (т.е. стоимости предприятия) в условиях нестабильности рынка.

Проведенные автором исследования в области оценки бизнеса позволяют предположить, что динамика стоимости компании отражает степень устойчивого развития предприятия, а границы изменения ее стоимости могут характеризовать степень экономической безопасности.

Понятие *устойчивость* в большей степени раскрывается в динамике и отражает возможности адаптации предприятия к внешним и внутренним воздействиям.

Понятие экономическая безопасность в большей степени строится на выявлении угроз, определении вероятности и силы их воздействия. Построение системы индикаторов экономической безопасности и определение пороговых значений этих индикаторов осуществляется для каждой экономической системы [1].

Сформулируем ряд выводов по формированию индикаторов экономической безопасности и по оценке устойчивости развития бизнеса на основе оценки его стоимости:

- если стоимость компании в динамике, оцененная разными способами, характеризуется резкими колебаниями, то следует говорить о неустойчивом развитии бизнеса, о высоком риске инвестирования в такую компанию;
- если стоимость компании, оцененная по доходному способу, меньше, чем ее стоимость, оцененная по методу чистых активов, то следует говорить о той или иной степени кризиса в бизнесе, о появлении угроз экономической безопасности предприятия, вызванных неэффективностью управления активами предприятия;
- если стоимость компании, оцененная по сравнительному способу, меньше, чем ее стоимость, оцененная по методу чистых активов, то также следует говорить о появлении угроз экономической безопасности предприятия, т.е. о повышении вероятности поглощения предприятия, так как его капитализация снизилась ниже допустимого порогового значения. Такую компанию можно купить по заниженной цене

для последующей ее реструктуризации (дробления) и распродажи по частям;

- если стоимость компании, оцененная по доходному и сравнительному способам, меньше, чем стоимость, оцененная по методу чистых активов, то также следует говорить о появлении угроз экономической безопасности предприятия, т.е. о повышении вероятности банкротства.

Отдельная задача — это определение пороговых значений индикаторов экономической безопасности бизнеса на основе оценки его стоимости.

Перейдем к задаче оценки бизнеса. Оценивать бизнес можно различными подходами и методами, каждый из которых может привести к различным результатам. Поэтому оценки тех, кто покупает, могут существенно отличаться от оценок тех, кто продает. Оценочная деятельность – сложный процесс, требующий учета большого числа факторов (часть из которых является коммерческой тайной и официально не публикуется).

Задача оценки бизнеса по ограниченному набору данных в кратчайшие сроки может возникнуть на первом этапе знакомства с бизнесом, а для принятия окончательного решения о целесообразности вложения инвестиций потребуется дополнительная и более конфиденциальная информация. В данной статье будет рассмотрен экспресс-метод для оценки бизнеса по минимальному набору общедоступных данных, которые открытые акционерные общества (ОАО) обязаны ежегодно публиковать для своих акционеров. Отличительными особенностями предлагаемого метода является простота и малая трудоемкость [2].

При оценке бизнеса будут учитываться только финансовые показатели деятельности предприятия, отраженные в его официальной отчетности. Поэтому полученные результаты не могут быть окончательными и полными. Они выступают информацией к размышлению и являются базой для принятия предварительного решения (об инвестиционной привлекательности) или решения о целесообразности дальнейшего более глубокого и детального изучения интересующего бизнеса.

При расчете стоимости бизнеса на основе предложенного метода экспресс-оценки также применяются три традиционных способа [3], но расчеты делаются на основе меньшего количества данных и с применением упрощенных вычислений.

Порядок расчетов следующий:

- 1. Определение стоимости бизнеса доходным способом.
- 2. Определение стоимости бизнеса затратным (имущественным) способом.
- 3. Определение стоимости бизнеса сравнительным (рыночным) способом.
- 4. Сравнение стоимости компании, полученной в пп.1–3. Определение средневзвешенной стоимости компании на данный момент и в динамике.
- Определение способов увеличения стоимости компании.

В качестве объекта для проведения экспрессоценки стоимости выбрана одна из крупнейших российских компаний – ОАО «Газпром».

Основные сведения об акциях ОАО «Газпром»

Количество ценных бумаг – 23 673 512 900. Номинальная стоимость одной ценной бумаги – 5 руб.

Объем выпуска – 118 367 564 500 руб. Все акции «Газпрома» – обыкновенные.

Биржевой код – GAZP.

Далее в таблицах сведены данные о компании, полученные из официальной отчетности (с сайта: URL: www.gazprom.ru, дата обращения: 04.02.2013).

До 2011 г. использовались данные из формы №1, 2 и приложений к бухгалтерскому балансу, после 2011 г. – данные из ф. № 0710001, 0710002, 0710005.

Пример экспресс-оценки бизнеса по данным отчетности предприятия ОАО «Газпром» представлен в **табл. 1 – 4.**

Таблица												
Определение стоимости ОАО «Газпром» доходным способом, млн руб.												
	Источник	Период, г.										
Показатель	формы отчетности предприятия	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (расчетное)	3 кв. 2012 (факт)				
1. Прибыль (убыток) от продаж	050 ф. № 2 (до 2011 г.) 2200 ф.№ 0710002 (после 2011 г.)	486 602	895 626	553 269	821 981	1 188 515	1 153 824	865 368				
2. Чистая прибыль (нерас- пределенная прибыль (непокрытый убыток)	190 ф. № 2 (до 2011 г.) 2400 ф.0710002 (после 2011 г.)	360 450	173 022	624 613	364 478	879 602	1 110 833	833 125				
3. Амортизация	740 приложение к ф. № 1 (до 2011 г.) 5640 ф. 0710005 (после 2011 г.)	219 900	284 533	295 480	345 546	359 699	359 699	-				
4. OIBDA ¹ (1+3)	-	706 503	1 180 159	848 749	1 167 526	1 548 215	1 513 523	-				
5. ЧП + Амортизация (2+3)	-	580 350	457 554	920 093	710 024	1 239 301	1 470 533	-				
6. Ставка капитализации ²	-	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-				
7. Капитализация по OIBDA (4:6)	-	7 065 026	11 801 590	8 487 486	11 675 264	15 482 146	15 135 232	-				
8. Капитализация по ЧП + + Амортизация (5:6)	-	5 803 497	4 575 545	9 200 930	7 100 239	12 393 009	14 705 326	-				

Примечания: Все необходимые данные взяты из формы № 2 (ф. № 0710002) по ОКУД «Отчет о прибылях и убытках» за последние 6 лет и из приложения к бухгалтерскому балансу, млн руб.

² Ставка капитализации рассчитывается как номинальная ставка на основе значения средневзвешенной стоимости капитала или в данном случае упрощенно принимается на уровне реальной инфляции, примерно равной 10 %.

							Таблица 2				
Определение стоимости ОАО «Газпром» затратным (имущественным) способом, млн руб.											
	Код строки	Дата расчета чистых активов									
Расчет чистых активов		31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	3 кв 2012 (факт)				
Имущество	АКТИВ										
Валюта БАЛАНСА	300/1600	5 929 362	6 181 535	7 433 218	7 828 107	9 520 655	11 619 410				
- Собственные акции, выкуплен- ные у акционеров	411/1320	-	-	-	-	-	-				
Итого актив (300 – 411)		5 929 362	6 169 537	7 433 218	7 828 107	9 520 655	11 619 410				
Долги	ПАССИВ										
Валюта БАЛАНСА	700/1700	5 929 362	6 181 535	7 433 218	7 828 107	9 520 655	11 619 410				
– ИТОГО по разделу III Капитал и резервы	490/1300	4 663 466	4 773 521	5 879 933	6 187 890	7 540 012	8 330 597				
– Доходы будущих периодов	640/1530	0,93	-	-	-	-	-				
Итого долги (700 – 490 – 640)	-	1 265 895	1 408 014	1 553 285	1 640 217	1 980 643	3 288 813				
Чистые активы = Итого актив – Итого долги	-	4 663 467	4 761 523	5 879 933	6 187 890	7 540 012	8 330 597				
<i>Примечание</i> : Рассчитано по данным из бухгалтерского баланса компании ф.№ 1, после 2011 г. ф.№ 0710001 (сайт: www.gazprom.											

Примечание: Рассчитано по данным из бухгалтерского баланса компании ф.№ 1, после 2011 г. ф.№ 0710001 (сайт: www.gazprom ru, дата обращения 04.02.2013).

¹ OIBDA (Operating Income Before Depreciation And Amortization) – аналитический показатель, означающий операционный доход до вычета износа основных средств и амортизации нематериальных активов.

								Таблица 3			
Определение стоимости ОАО «Газпром» сравнительным (рыночным) способом											
		Дата капитализации акций компании									
Капитализация акций компании	08.01.2007	11.01.2008	11.01.2009	11.01.2010	10.01.2011	09.01.2012	07.01.2013	04.02.2013			
1. Курс обыкновенных акций, руб. 1	289,09	354,51	112,44	190,36	196,81	178,43	148,09	139,87			
2. Количество обыкновенных акций, млн шт.	23 673,5129	23 673,5129	23 673,5129	23 673,5129	23 673,5129	23 673,5129	23 673,5129	23 673,5129			
3. Капитализация обык- новенных акций (1*2), млн руб.	6 843 776	8 392 497	2 661 850	4 506 490	4 659 184	4 224 065	3 505 811	3 311 214			
4. Курс привилегирован- ных акций ¹	-	-	-	-	-	-	-	-			
5. Количество привилегированных акций	-	-	-	-	-	-	-	-			
6. Капитализация привилегированных акций (4*5)	-	-	-	-	-	-	-	-			
7. Капитализация акций (3+6), млн руб.	6 843 776	8 392 497	2 661 850	4 506 490	4 659 184	4 224 065	3 505 811	3 311 214			
8. Капитализация акций +20% премия за контроль (7*120%), млн руб. ²	8 212 531	10 070 996	3 194 220	5 407 788	5 591 021	5 068 878	4 206 973	3 973 457			
9. Капитализация акций +40% премия за контроль (7*140%), млн руб. ²	9 581 286	11 749 496	3 726 590	6 309 086	6 522 858	5 913 691	4 908 135	4 635 700			

¹ Курс акций берется на конкретную дату или как минимальное / максимальное значение за период. Если при расчетах учтены минимальные и максимальные значения курса за период, то рассчитывается диапазон изменения капитализации акций за период.
2 Размер премии за контроль зависит от отрасли, характера собственников и др. Для расчёта взяты курсы акций по ММВБ с сайта

						Таблица 4			
Сравнение стоимости компании, полученной различными способами (табл.1–3)									
Период, г.									
Стоимость компании, млн руб.	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (расчетное)			
1. Капитализация по OIBDA*	7 065 026	11 801 590	8 487 486	11 675 264	15 482 146	15 135 232			
2. Капитализация по (ЧП + Амортизация)*	5 803 497	4 575 545	9 200 930	7 100 239	12 393 009	14 705 326			
3. Чистые активы (ЧА) на конец года**	4 663 467	4 761 523	5 879 933	6 187 890	7 540 012	8 330 597			
4. Капитализация акций на конец года (на начало следующего года)**	8 392 497	2 661 850	4 506 490	4 659 184	4 224 065	3 505 811			
5. Капитализация акций +20% премия за контроль **	10 070 996	3 194 220	5 407 788	5 591 021	5 068 878	4 206 973			
6. Капитализация акций +40% премия за контроль **	11 749 496	3 726 590	6 309 086	6 522 858	5 913 691	4 908 135			
Примечание : Данные за год (*), данные на конец года (**).									

При учете результатов по рыночному способу следует также принять во внимание общую тенденцию на фондовом рынке (**рис. 1–3**) и рынке энергоресурсов.

http://www.micex.ru, дата обращения 04.02.2013.

Отдельная задача – это определение окончательной величины стоимости компании и определение средневзвешенной стоимости. Для этого каждому из примененных способов присваивается весовой коэффициент [4], и это уже тема отдельной статьи.

Построим графики изменения стоимости компании за последние 6 лет (**рис. 4**).

Дата	Курс	Изменение	375						
14.02	134,9600	-1,60%	346	0 9	A				
13.02	137,1500	2,89%	317	ΛI	1				
12.02	133,3000	-1,47%	288	h po	350,3984				
11.02	135,2900	-1,74%	859 Pod		май 2008				
08.02	137,6800	-0,89%	230		1		Ω.		
07.02	138,9100	-0,71%	201		Ŋ		20 \mathred	0	
06.02	139,9100	-1,03%	172		1 ~	Andrea	8	& arong	
05.02	141,3700	-0,07%	143			A	90000	~ P	ood
04.02	141,4700	-0,57%	114		an od				~ (
01.02	142,2800	0,13%	85		~~				
				2008	2009	2010	2011	2012	2013
				mm	Manual	hammen and the same of the sam			
			2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013

Рис. 1. Динамика курса акций ОАО «Газпром» в 2007—2013 гг. на ММВБ, руб.

(сайт: URL:www:finmarket.ru, дата обращения: 14.02.2013)

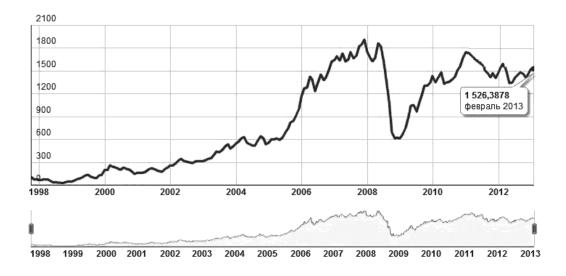


Рис. 2. Динамика индекса ММВБ в 1998-2013 гг.

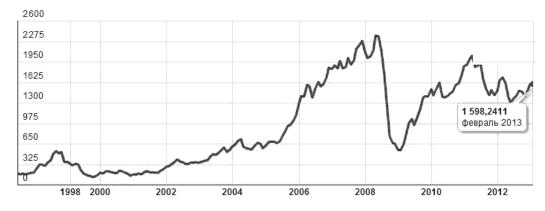


Рис. 3. Динамика индекса РТС в 1998-2013 гг.

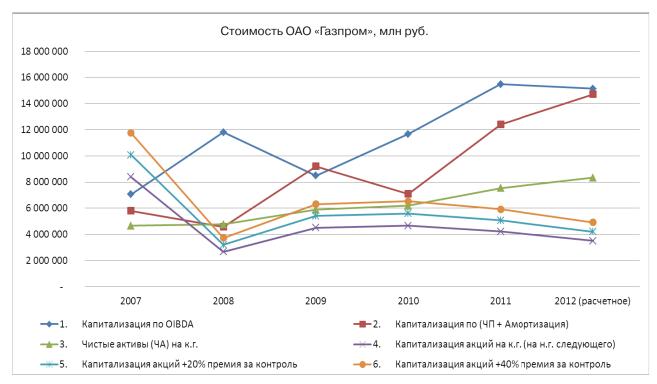


Рис. 4. Динамика стоимости ОАО «Газпром» за период 1997-2013 гг., рассчитанная на основе трех способов

Однако дать однозначную и точную оценку стоимости компании невозможно.

Поэтому упрощенно и схематично динамику стоимости компании можно представить в виде «коридора» (пунктир на рис. 5) с максимальным и минимальным уровнем значений, рассчитанных по трем способам, с 2007 по 2012 г. (рис. 4, 5). Положительная динамика стоимости компании одновременно по трем способам однозначно говорит о благополучном стечении неуправляемых

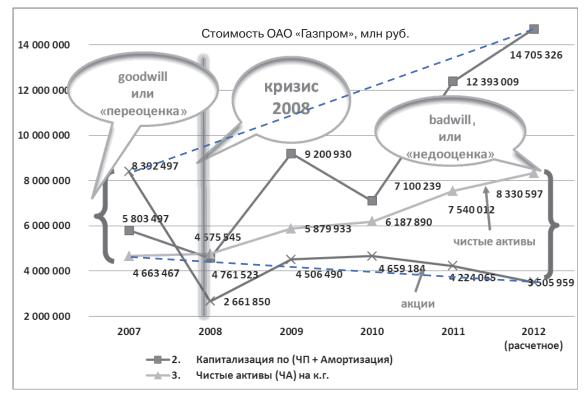


Рис. 5. Динамика «goodwill» компании OAO «Газпром» за период

(внешних) и эффективном использовании управляемых (внутренних) факторов.

Далее возникает вопрос о целесообразности покупки акций или их продаже. Предложенная методика экспресс-оценки в большей степени подходит для стратегических инвесторов, т.е. рассчитана на долгосрочный период инвестирования. Данная методика может также применяться при формировании портфельных инвестиций [5].

Параллельно оценке стоимости компании можно сделать предварительную оценку наличия у компании «goodwill» или «badwill». Например, стоимость «goodwill» компании предлагаем определять как разницу (см. рис. 5, 2007 г.) между капитализацией акций компании, рассчитанной с учетом премии за контроль на развитом фондовом рынке (при условии наличия спроса на акции), и стоимостью чистых активов компании (ЧА). Соответственно, стоимость «goodwill» компании растет при эффективном управлении и/или при благоприятном внешнем стечении неуправляемых факторов (рост фондового и отраслевого рынков). Правда, эта разница может быть обусловлена «переоценкой» стоимости акций компании и в целом «переоценкой» финансовых активов на фондовом рынке (см. рис. 5, 2007 г.).

Если разница между капитализацией акций и стоимостью ЧА оказалась отрицательной (см. рис. 5, 2012 г.), то можно говорить о наличии «badwill». Вместе с тем эта отрицательная разница может быть обусловлена «недооценкой» стоимости акций компании и наличием «потенциала» для роста их стоимости в будущем.

Для принятия решения о покупке или продаже акций требуется дополнительная информация: спрос на продукцию предприятия, конкурентное положение на рынке, цикличность развития экономики и отрасли. Частично вывод можно сделать на основе динамики прибыли компании и стоимости, рассчитанной на основе капитализации показателей: ЧП + амортизация; OIBDA. Если капитализация показателей: ЧП + амортизация и OIBDA – больше ЧА и капитализации акций, то, скорее всего, следует говорить о недооценке стоимости акций компании.

Способы увеличения стоимости компании

Перечислим основные способы увеличения стоимости компании, связанные скорее с финансовыми механизмами воздействия, учетом активов и обязательств, чем с повышением конкурентоспособности и рыночной власти.

Увеличение стоимости активов

- 1. Переоценка основных средств и нематериальных активов в сторону увеличения их стоимости. Последующее увеличение уставного капитала, а также оптимизация процесса начисления амортизации.
- 2. Получение безвозмездной помощи (дополнительные безвозмездные вложения в компанию, в том числе от акционеров).

Уменьшение размера обязательств

3. Списание безнадежной кредиторской задолженности с истекшим сроком исковой давности (три года), что приведет к увеличению убытков и к уменьшению налогооблагаемой прибыли.

Прочие изменения

- 4. Повышение стоимости акций.
- 5. Реорганизация (поглощение, присоединение, разделение, выделение и изменение организационно-правовой формы).

При применении ряда способов следует учитывать возникающие налоговые риски и затраты, связанные с организационными изменениями.

Библиографический список

- 1. Экономическая безопасность России. Общий курс. Под ред. В.К. Сенчагова 2-е изд. М.: Дело, 2005. 896 с.
- 2. *Корнилов Д.А.* Эффективное стратегическое управление бизнесом с учетом экспресс-оценки сто-имости бизнеса // Труды НГТУ. Н. Новгород: Изд-во Нижегород. гос. техн. ун-та. 2012. № 4 (97). С. 293–304.
- 3. *Корнилов Д.А.*, *Яшин С.Н.* Использование методов и подходов к оценке стоимости объектов обмена и определение на их основе эффективности принимаемых стратегий при реструктуризации компаний // Финансы и кредит. 2004. № 27 (165). С. 14–22.
- 4. *Митяков Е.С., Корнилов Д.А.* К вопросу о выборе весов при нахождении интегральных показателей экономической динамики // Труды НГТУ. Н. Новгород: Изд-во Нижегород. гос. техн. ун-та. 2011. № 3 (90) С.289–300.
- 5. Яшин С.Н., Корнилов Д.А. Некоторые аспекты методологии портфельного анализа // Финансы и кредит. № 2 (206). С. 64–73.

References

- 1. Jekonomicheskaja bezopasnost' Rossii. Obshhij kurs. Pod red. Senchagova V.K. 2-e izd. M.: Delo, 2005. 896 s.
- 2. *Kornilov D.A.* Jeffektivnoe strategicheskoe upravlenie biznesom s uchetom Jekspress-ocenki stoimosti biznesa // Trudy NGTU. N. Novgorod: Izd-vo Nizhegorod. gos. tehn. un-ta. 2012. № 4 (97). S. 293–304.
- 3. *Kornilov D.A., Jashin S.N.* Ispol'zovanie metodov i podhodov k ocenke stoimosti ob#ektov obmena i opredelenie na ih osnove jeffektivnosti prinimaemyh strategij pri restrukturizacii kompanij // Finansy i kredit. 2004. № 27 (165). S. 14–22.
- 4. *Mitjakov E.S.*, *Kornilov D.A*. K voprosu o vybore vesov pri nahozhdenii integral'nyh pokazatelej jekonomicheskoj dinamiki // Trudy NGTU. N. Novgorod: lzd-vo Nizhegorod. gos. tehn. un-ta. 2011. № 3 (90) S. 289–300.
- 5. Jashin S.N., Kornilov D.A. Nekotorye aspekty metodologii portfel'nogo analiza // Finansy i kredit. № 2 (206). S. 64–73.