

Егоров Михаил Владимирович

кандидат экономических наук,
доцент кафедры экономического анализа,
статистики и финансов, докторант
Кубанского государственного университета
k-egorova-@mail.ru

**МОНИТОРИНГ СТОИМОСТИ
АКТИВОВ ПРЕДПРИЯТИЙ
КАК ИНСТРУМЕНТ РЕГИОНАЛЬНОГО
УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМ
ОЗДОРОВЛЕНИЕМ
РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ**

Аннотация:

Совершенствование инструментов и методов регионального управления реальным сектором экономики и адаптация их к условиям финансового кризиса приобретает в настоящий момент особую актуальность. В статье обосновывается целесообразность проведения мониторинга стоимости активов предприятий как инструмента управления их финансовым оздоровлением. Автор приходит к выводу, что такой подход позволяет оценить эффективность реструктуризационных проектов финансово-неустойчивых предприятий и минимизировать риски инвестирования в них.

Ключевые слова:

мониторинг, оценка активов, риски реструктуризации.

Egorov Michail Vladimirovich

Candidate of Economics, associate professor of
the chair of economic analysis,
statistics and finance, post-doctoral researcher,
Kuban State University
k-egorova-@mail.ru

**MONITORING OF EVALUATION OF
ENTERPRISES' ASSETS
AS A TOOL OF REGIONAL
MANAGEMENT OF FINANCIAL
REHABILITATION OF
REAL SECTOR OF ECONOMY**

The summary:

Improving the methods and tools for regional management of the real economy and their adaptation to the conditions of the financial crisis takes a moment of particular relevance. The article substantiates the feasibility of monitoring the value of the assets of enterprises as a tool for managing their financial rehabilitation. The author concludes that this approach allows to evaluate the effectiveness of restructuring projects financially unstable companies and minimize the risks of investing in them.

Keywords:

monitoring, evaluation of assets, risks of restructuring.

Эффективность механизма регионального управления производством финансово-неустойчивых предприятий наиболее достоверно можно определить только при условии проведения мониторинга их рыночной стоимости, который позволит сделать анализ и дать прогноз доходности проектов их оздоровления, в частности, ожидаемой платежеспособности, ликвидности, финансовой устойчивости, деловой активности [1].

Применение мониторинга стоимости активов предприятий-должников может стать основой взаимодействия с их инвесторами, а также активного вовлечения в эту работу банков и представителей исполнительной власти, так как позволит дать объективную оценку возможных финансовых и деловых рисков, привлечь имеющиеся инвестиционные ресурсы в реальную сферу производства [2].

Учитывая то, что мониторинг представляет собой систему наблюдений, анализа, оценки, диагностики и коррекции взаимодействия представителей исполнительной власти, банков, инвесторов и предприятий-должников с целью выявления малоуправляемых факторов, воздействующих на изменение стоимости активов хозяйствующих субъектов в условиях несостоятельности (банкротства), можно определить его главную задачу. Это не только наблюдение, но и накопление фактов, свидетельствующих о развитии предприятий как экономической системы, анализ, оценка, диагностика и коррекция их инвестиционной привлекательности.

Организационные принципы мониторинга формируются с учетом особенностей наблюдаемого объекта и целей наблюдения. Поскольку объектом мониторинга являются предприятия-должники, а целью – повышение их финансовой устойчивости и инвестиционной привлекательности, то учет особенностей этого объекта позволяет сформулировать следующие принципы мониторинга: комплексность наблюдений; непрерывность; полнота охвата производственных процессов; достоверность; ясность целевой реструктуризации; релевантность информации [3].

Ведущая роль среди организационных принципов отводится принципу комплексности наблюдения, подразумевающему изучение не только финансового состояния предприятия-должника, но и поиск источников финансирования, а также изучение требований к нему потенциальных инвесторов.

Осуществление мониторинга эффективности регионального управления финансовым оздоровлением предприятий-должников на основе управления его стоимостью предполагает решение организационных задач в определенной последовательности:

- конкретизация целей оценки рыночной стоимости предприятия-должника и выбор соответствующего стандарта стоимости;
- выбор и обоснование методов оценки рыночной стоимости предприятия;
- определение источников получения исходной информации;
- систематизация, обработка и интерпретация получаемых показателей;
- разработка региональной программы реструктуризации предприятий-должников;
- регулярная корректировка текущих управленческих решений в процессе реструктуризации.

Мониторинг, проводимый с вышеуказанной этапностью реализации задач, позволит принимать обоснованные управленческие решения, в основе которых лежат анализ и прогноз основных показателей предприятий, изучение инвестиционного климата, спроса и предложения на инвестиционные ресурсы на региональном рынке.

При региональном управлении процессами реструктуризации предприятий-должников важным является мониторинг соблюдения этапности продвижения по соответствующим стадиям программы его реструктуризации с целью выявления динамики повышения инвестиционной стоимости бизнеса. Если подобный мониторинг покажет ее снижение в результате осуществления процесса реструктуризации, то незамедлительно в него вносятся коррективы.

Система вспомогательных показателей мониторинга определяется целью и задачами инвестиционных проектов, осуществляемых в процессе реструктуризации предприятий-должников, и включают в себя постоянное отслеживание следующих параметров:

- Q-фактора, предложенного Дж. Тобиным, который определяется как соотношение между оценочной рыночной стоимостью активов предприятия ($PC_{\text{акт.}}$), осуществляющего реструктуризацию, и их восстановительной стоимостью ($BC_{\text{акт.}}$):

$$Q = PC_{\text{акт.}} / BC_{\text{акт.}} , \quad (1)$$

Если считать целесообразным использование стандарта инвестиционной стоимости для принятия управленческих решений и выбора стратегии реструктуризации, то становится возможным и необходимым использование дополнительных коэффициентов:

- Q_1 – коэффициент, позволяющий сопоставить инвестиционную стоимость активов ($IC_{\text{акт.}}$) с их восстановительной стоимостью:

$$Q_1 = IC_{\text{акт.}} / BC_{\text{акт.}} , \quad (2)$$

- Q_2 – коэффициент, позволяющий сопоставить инвестиционную стоимость активов ($IC_{\text{акт.}}$) с их рыночной стоимостью:

$$Q_2 = IC_{\text{акт.}} / PC_{\text{акт.}} , \quad (3)$$

- Δ -фактор – коэффициент, показывающий разницу между внутренней нормой рентабельности проекта (IRR) и средневзвешенной ценой инвестиционного капитала предприятия (WACC), реализующего данный проект:

$$\Delta = IRR - WACC , \quad (4)$$

При расчете Δ -фактора вместо внутренней нормы рентабельности проекта реструктуризации может быть использована ставка дисконта, определяемая, например, согласно модели оценки капитальных активов. Но объективные трудности при определении ставки дисконта приводят к менее надежным результатам, чем расчет IRR. Однако мы считаем, что данный показатель является единственным, который характеризует реструктуризационный проект, относительно нивелируя внешние условия. Поэтому именно он, по нашему мнению, должен использоваться при расчете Δ -фактора.

Границей значений факторов Q , Q_1 , Q_2 является единица, для Δ фактора – нуль. Наблюдение за динамикой указанных показателей дает возможность корректировать региональную программу реструктуризации предприятий-должников и вносить необходимые изменения в управленческие решения.

Если параметры Q и Δ увеличиваются (то есть $Q > 1$, $\Delta > 0$), то в процессе реализации программы реструктуризации предприятия-должника стоимость его инвестиционного капитала растет. Если параметры Q и Δ уменьшаются ($Q < 1$, $\Delta < 0$), то стоимость инвестиционного капитала предприятия падает. Иначе говоря, когда оценочная рыночная стоимость активов предприятия, изменившихся в результате осуществления реструктуризации, превышает их восстановительную стоимость ($Q > 1$), и когда внутренняя норма рентабельности проекта превышает среднюю цену капитала ($\Delta > 0$), реструктуризация увеличивает стоимость инвестиционного капитала предприятия. Когда Q -фактор становится меньше единицы, а Δ – фактор ниже нуля, то стоимость капитала предприятия, осуществляющего реструктуризацию, уменьшается. Но именно в этих случаях реструктуризация представляет интерес для конкретного инвестора,

что должно быть учтено в процессе принятия управленческих решений. Поэтому целесообразно сравнивать отношение инвестиционной стоимости актива и восстановительной с фактором Тобина, а не только с его пограничными значениями, то есть с единицей и нулем.

Так, если $Q < Q_2$, при $Q > 1$ и $\Delta > 0$, проект является самым приоритетным, так как рост стоимости капитала очевиден, а риск его осуществления находится на приемлемом уровне. Если при тех же условиях $Q > Q_2$ – стратегия реструктуризации выгодна, но в будущем не исключена продажа бизнеса (или смена его владельцев) при появлении более приоритетного проекта для инвестора.

Если $Q < 1$, $\Delta < 0$ не зависимо от того, что $Q < Q_2$ или $Q > Q_2$, данную стратегию реструктуризации следует отклонить, так как стоимость инвестиционного капитала будет только снижаться, при этом риск для инвестора слишком велик.

На практике может возникнуть ситуация, когда изменение факторов Q и Δ таковы, что в данный момент времени фактор $Q > 1$, но при этом $\Delta < 0$, и наоборот, $Q < 1$, а $\Delta > 0$, означающая, что данный реструктуризационный проект характеризуется высокой степенью неопределенности. В этом случае целесообразно использовать дополнительно коэффициент Q_1 .

Коэффициент Q_1 позволяет снизить степень неопределенности при принятии инвестиционного решения в двух вышеописанных случаях:

при $Q > 1$ и $\Delta < 0$, если $Q_1 > 1$ – высока вероятность убыточности стратегии реструктуризации, однако инвестор имеет определенный интерес в ее реализации, поэтому только при острой необходимости осуществления планируемых проектов реструктуризации ее можно принять. В этом случае выгода может проявиться в виде синергического эффекта при реализации других проектов.

Следовательно, в случае $Q > 1$, $\Delta < 0$, при $Q_1 > 1$ реализация программы реструктуризации, включающей в себя определенные инвестиционные проекты, оправдана только тогда, когда речь идет о вложениях в объекты, позволяющие повысить доходность основного вида деятельности предприятия-должника, например, в объекты инфраструктуры.

Если $Q_1 < 1$, при $Q > 1$ и $\Delta < 0$, от реализации программы реструктуризации следует отказаться, в силу высокого риска получения убытков и отсутствия особой заинтересованности со стороны инвестора.

В другом случае, когда $Q < 1$ и $\Delta > 0$, а $Q_1 > 1$, проект выгоден инвестору, а уровень внутренней нормы рентабельности источников финансирования выше текущего значения показателя средневзвешенной цены капитала. Поэтому, в силу приоритета проекта для конкретного инвестора, предприятие может принять положительное инвестиционное решение при достаточно высоком значении IRR, так как оно сможет работать эффективно в достаточно большом количестве критических ситуаций.

Если $Q_1 < 1$, при $Q < 1$, $\Delta > 0$, несмотря на то, что уровень внутренней нормы рентабельности источников финансирования выше текущего значения показателя средневзвешенной цены капитала предприятия, выбранную стратегию реструктуризации лучше отклонить, так как инвестора она не будет интересовать (табл. 1).

Таблица 1 – Авторская интерпретация оценки эффективности реструктуризационных проектов предприятий-должников региона

Значения Q-фактора и Δ-фактора	Характеристика принимаемого реструктуризационного решения
$Q > 1; \Delta > 0$	Стоимость инвестиционного капитала реструктурируемого предприятия растет
$Q < 1; \Delta < 0$	Стоимость инвестиционного капитала реструктурируемого предприятия падает
$Q < Q_2$ при $Q > 1; \Delta > 0$	Проект максимально приоритетен
$Q < 1; \Delta < 0$ при $Q < Q_2$, или $Q > Q_2$,	Данная стратегия реструктуризации должна быть отклонена, т.к. стоимость инвестиционного капитала стабильно снижается, уровень риска высок
$Q_1 < 1$ при $Q > 1; \Delta < 0$	От реализации данной стратегии реструктуризации следует отказаться, т.к. высок риск убытков и отсутствует заинтересованность со стороны Инвестора.
$Q_1 < 1$ при $\Delta > 0; Q_1 > 1;$	Проект реструктуризации выгоден инвестору, т.к. уровень внутренней нормы рентабельности источников финансирования выше значения средневзвешенной цены капитала. Предприятие сможет эффективно работать в большинстве критических ситуаций
$Q_1 < 1$ при $Q < 1; \Delta > 0$	Данный проект реструктуризации следует отклонить, т.к. потерян интерес инвестора к нему.

Примечание:

Q – фактор Дж. Тобина;

$Q = \frac{P_{\text{Сакт}}}{B_{\text{Сакт}}}$, где $P_{\text{Сакт}}$, $B_{\text{Сакт}}$ – соответственно рыночная и восстановительная стоимость активов;

$$Q1 = \frac{I_{\text{Сакт}}}{B_{\text{Сакт}}},$$

где $I_{\text{Сакт}}$ – Инвестиционная стоимость активов;

$$Q2 = \frac{I_{\text{Сакт}}}{P_{\text{Сакт}}};$$

$\Delta = IRR - WACC$, где IRR – норма рентабельности проекта реструктуризации;

$WACC$ – средневзвешенная цена инвестиционного капитала.

Таким образом, мы считаем, что целесообразно рассматривать стратегии реструктуризации и определять их приоритеты только при $\Delta > 0$. Требование по поводу положительности параметра Δ - фактора может быть объяснено тем, что планировавшийся в начале осуществления программы реструктуризации чистый приведенный эффект (NPV) может быть положительным только тогда, когда будет обеспечена за счет реструктуризационных преобразований внутренняя норма рентабельности предприятия (IRR), которая должна оставаться больше адекватной рискам проекта нормы дохода на собственный капитал и выше, чем средневзвешенная цена всех источников финансирования инвестиционного капитала [4].

Природа отражения изменения стоимости предприятия Q – фактором Тобина очевидна: чем больше рост количественной величины этого фактора, тем выше ликвидационная стоимость бизнеса, а соответственно тем большую сумму может получить собственник при продаже предприятия.

Условием практического применения описанного метода является то, что его можно использовать, когда достигнуты только промежуточные результаты выполнения программы реструктуризации. При этом в ходе мониторинга необходимо регулярно оценивать следующее:

- уточнять прогноз ожидаемых денежных потоков;
- на основе уточненных прогнозируемых денежных потоков пересчитывать внутреннюю норму рентабельности капитала предприятия;
- по мере снижения рисков реструктуризации, как показателя неопределенности ожидаемых денежных потоков, заново определять адекватную новому уровню рисков ставку дисконта (норму дохода на собственный капитал);
- контролировать изменения средневзвешенной цены источников финансирования реструктуризации предприятия-должника, вызванные реструктуризационными преобразованиями;
- производить перерасчет чистого приведенного эффекта (NPV) с учетом корректируемой ставки дисконта и прогнозируемых денежных потоков.

Если результаты мониторинга показывают, что данный проект начинает уменьшать оценочную стоимость капитала предприятия (либо его дальнейшее выполнение не приводит к увеличению этой стоимости), то в проект реструктуризации должны быть внесены соответствующие коррективы. Например, может быть изменена техника реструктурирования предприятия. Существует много альтернативных техник реструктурирования для «больных» предприятий, т.е. должников или финансово-неустойчивых:

1. Финансирование, обеспеченное залогом.

Если некоторые активы еще не заложены в качестве обеспечения по кредитам, имеет смысл использовать их в качестве обеспечения для получения дополнительных кредитов. Нужно особое внимание обратить на очередность существующих залговых по имеющимся долгам.

2. Продажа активов или подразделений.

Чтобы найти дополнительные источники финансирования реструктуризационных проектов может быть переориентирован бизнес, то есть возможна продажа части активов или некоторых подразделений, что позволит сконцентрироваться на реструктуризации основного производства компании. Однако делать это нужно осторожно, чтобы не снизить жизнеспособности предприятия, борющегося за выживание.

3. Предложение об обмене.

Предложение об обмене означает добровольный обмен долговых обязательств кредитора на новые (это могут быть новые долговые обязательства, доля в собственном капитале или сочетание первых двух).

Обмен долга на долг обычно означает выпуск новых долговых обязательств с более низкой ставкой процента, увеличенным графиком погашения или другими условиями, менее тяже-

лыми для должника. При обмене долга на долю в собственном капитале предприятия существующим кредиторам предлагаются обычные или привилегированные акции в обмен на долговые расписки. В США, например, для совершения обмена необходимо согласие от 85 до 90 % кредиторов. Те из кредиторов, которые отказываются от предложения об обмене, сохраняют свои финансовые требования к должнику в полном соответствии с первоначальными условиями выданного кредита.

4. Изменения в структуре капитала.

Альтернативы реструктурирования структуры капитала компании следующие:

- взять новый кредит (использование заемных средств дает экономию на налогах и обеспечивает более низкую стоимость капитала, чем собственный капитал);
- сократить долг;
- свопы (долг на долю в собственном капитале);
- выплата основной суммы долга по наступлению срока;
- переговоры с кредитором о реструктуризации долга;
- выпуск новых или выкуп старых обыкновенных акций (следует учитывать эффект «размывания» при выпуске новых акций).

Проверочный лист для принятия решений по структуре капитала включает в себя такие показатели, как:

- уровень объема продаж – если у предприятия стабилизируется уровень объема продаж, то можно вести более высокие постоянные расходы, взять кредиты;
- структура активов предприятия – если наблюдается улучшение структуры активов, то есть возможность получения кредита в банке;
- операционный левеидж – предприятия с меньшим операционным левеиджем могут использовать большие суммы заемных средств;
- темпы роста объемов производства характеризуют улучшение экономической ситуации на предприятии и дают возможность использовать заемное финансирование;
- финансовое состояние – улучшение финансового состояния первоочередная задача предприятия – должника, которая поможет обеспечить ему выход из кризисного состояния.

Таким образом, можно сделать вывод из вышеизложенного, что важность рассмотренного мониторинга заключается в возможности получения своевременной информации об эффективности реструктуризационного процесса и в принятии необходимых мер по устранению отрицательного результата.

На этапе подготовки к началу работы по мониторингу реструктурируемых предприятий региона целесообразно проводить ряд мероприятий, включающих в себя:

- выборку участников (предприятий) по критериям их вклада в развитие региональной экономики;
- установление контактов с органами администрации субъектов РФ по вопросам организации процесса мониторинга предприятий-должников;
- проведение совещаний с руководителями предприятий и кредитных организаций, приглашаемых к участию в работе;
- организационные мероприятия, связанные с проведением работы по мониторингу (расылка и сбор опросных анкет, оказание методической помощи при их заполнении и др.).

Завершающим этапом для принятия управленческих решений по программе финансового оздоровления предприятий-должников региона является формирование аналитико-прогнозной информации:

- анализ инвестиционного потенциала региона;
- анализ деятельности приоритетных инвесторов региона (кредитных организаций, крупных промышленных предприятий зарубежных инвесторов и т.д.)

Ожидаемыми результатами использования предложенных видов мониторинга стоимости реструктурируемых предприятий являются:

- коррекция целей механизма взаимодействия инвесторов и предприятий – должников;
- корректировка повышения степени независимости, объективности и оперативности в оценках эффективности инвестиционных решений как основы выработки и реализации антикризисной политики региона в целях его экономической безопасности;
- формирование системы стоимостного анализа предприятий как объекта вложений в целях дальнейшего совершенствования инструментов и методов реализации проектов реструктуризации предприятий-должников;
- пресечение незаконных методов реструктуризации бизнеса предприятий региона;
- создание необходимой информационно-аналитической базы для решения практических вопросов по совершенствованию инвестиционной политики предприятий-должников региона.

Предлагаемый мониторинг целесообразно проводить как на уровне отдельных предприятий-должников, так и на региональном уровне, так как основные параметры регионального управления реорганизацией предприятий – должников должны быть заданы «сверху», в связи с тем, что, как показывает практика, эти предприятия, как правило, не способны выработать эффективную политику реструктуризации самостоятельно. Поэтому существует необходимость Административным органам взять под аналитический контроль предприятия, оказавшиеся в кризисном состоянии, по крайней мере, крупные и средние, оказывающие наибольшее влияние на развитие региональной экономики. Для каждого из них может быть подготовлено рекомендательное стратегическое резюме или разработана программа финансового оздоровления, отвечающие общей стратегической концепции финансового оздоровления предприятий – должников региона. В этих документах может содержаться профессиональная оценка выбора стратегии реструктуризации, которая позволит повысить инвестиционную и рыночную стоимость предприятий.

Современные оценочные технологии позволяют проверить эффективность реорганизуемой структуры в различных экономических режимах еще до практической реализации проекта. Полученные данные могут применяться для обоснования индикативных планов реструктуризации и контроля за их выполнением. Они также могут использоваться и на переговорах с инвесторами, желающими вложить инвестиционные ресурсы в реконструируемое предприятие.

Данный мониторинг позволит реализовать главное преимущество объектно-ориентированных методов, которое заключается в возможности составить общую картину функционирования хозяйственных систем различного масштаба (территориальные комплексы, отрасли, группы предприятий или отдельные предприятия). Предлагаемый подход по эффективности значительно превосходит любую аудиторскую проверку или традиционную компьютерную технологию проверки. Таким образом, программа финансового оздоровления предприятий – должников региона в условиях несостоятельности (банкротства) может быть поставлена на эффективную планово-аналитическую основу.

Ссылки:

1. О некоторых мерах по реализации законодательства о несостоятельности (банкротстве) предприятий: Постановление Правительства РФ от 30.05.1994, №498 // Собрание законодательных актов РФ от 30.05.1994. №5. ст. 490.
2. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. Утверждены Министерством экономического развития и торговли РФ, Министерством финансов РФ и Министерством государственного строительства РФ от 21.06.1999. № ВК-477. М., 2000.
3. Голубев М. Реструктуризация – главная дорога к росту прибыли // Рынок ценных бумаг. 2001. № 1.
4. Егоров М.В., Шутов О.Л. Трансформация подходов и методов оценки имущественного комплекса предприятия в условиях кризиса // Россия: прошлое, настоящее, будущее: материалы международной научно-практической конференции. Сборник научных статей. Краснодар, 2009. С. 145–147.

References (transliterated):

1. O nekotorykh merakh po realizatsii zakonodatel'stva o nesostoyatel'nosti (bankrot-stve) predpriyatiy: Postanovlenie Pravitel'stva RF ot 30.05.1994, No.498 // Sobranie zakonodatel'nykh aktov RF ot 30.05.1994. No.5. art. 490.
2. Metodicheskie rekomendatsii po otsenke effektivnosti investitsionnykh proektov. Utverzhdeny Ministerstvom ekonomicheskogo razvitiya i torgovli RF, Ministerstvom finansov RF i Ministerstvom gosudarstvennogo stroitel'stva RF ot 21.06.1999. No. VK-477. M., 2000.
3. Golubev M. Restrukturizatsiya – glavnaya doroga k rostu pribyli // Rynok tsennykh bumag. 2001. No. 1.
4. Egorov M.V., Shutov O.L. Transformatsiya podkhodov i metodov otsenki imushchestvennogo kompleksa predpriyatiya v usloviyakh krizisa // Rossiya: proshloe, nastoyashchee, budushchee: materialy mezhdunarodnoy nauchno-prakticheskoy konferentsii. Sbornik nauchnykh statey. Krasnodar, 2009. P. 145–147.