

На правах рукописи

ПОНУКАЛИН Александр Владимирович

**УПРАВЛЕНИЕ ЗАЛОГОВОЙ СТОИМОСТЬЮ
КАК ИНСТРУМЕНТ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ
ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ**

Специальность 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством: экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами – промышленность

Специальность 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит

А в т о р е ф е р а т
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

ПЕНЗА 2002

Работа выполнена на кафедре экономики, финансов и менеджмента Пензенского государственного университета.

Научный руководитель — кандидат экономических наук, доцент
Будина В. И.

Официальные оппоненты:

доктор экономических наук, профессор
Хрусталеv Б. Б.;
кандидат экономических наук, доцент
Антонов Г. М.

Ведущая организация — Самарская экономическая академия.

Защита диссертации состоится «___» _____ 2002 г., в 14 часов, на заседании диссертационного совета К 212.186.02 в Пензенском государственном университете по адресу: 440026, г. Пенза, ул. Красная, 40.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Пензенского государственного университета.

Автореферат разослан «___» _____ 2002 года.

Ученый секретарь
диссертационного совета
кандидат экономических наук,
доцент

О. А. Лузгина

2003-А
1964

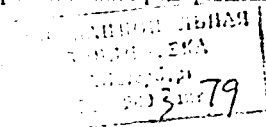
ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Необходимым условием развития отечественной экономики является повышение деловой активности и инвестиционного потенциала российских компаний. Преодоление затянувшегося кризиса российской экономики, ее стабильный рост во многом определяются условиями инвестирования в производственный сектор. В настоящее время одним из источников привлечения инвестиций является залог имущества, в том числе ипотека предприятия.

Ипотека компании, как источник привлечения инвестиций, представляет собой один из основных механизмов устойчивого функционирования и развития промышленного предприятия. Залог компании, ее имущества или акций является новым, малоизученным финансовым инструментом в силу недостаточного развития правовой и методологической базы управления залоговой стоимостью предприятий.

На сегодняшний день в российской экономике сложилась ситуация, когда степень износа по основному виду деятельности в среднем по отраслям превысила 50%. Для привлечения инвестиций на обновление основных фондов российским предприятиям необходима структурная реформа. При этом объемы инвестиционных заимствований сопоставимы со стоимостью самих предприятий в силу большого удельного веса основных фондов в активах предприятий. Все это свидетельствует о необходимости внедрения в российскую практику залоговых инструментов управления, каковым является ипотека имущественного комплекса или залог акций российских эмитентов.

Для большинства российских предприятий, в том числе машиностроительной и металлообрабатывающей отрасли, характерно финансирование обновления парка основных фондов за счет собственных средств. Что также подчеркивает необходимость разработки и адаптации существующих способов заемного финансирования деятельности российских предприятий.



Можно определить круг проблем, характерных для промышленных предприятий как в целом по России, так и по Пензенской области, в сфере управления и оценки стоимости предприятия для целей ипотечного кредитования:

- игнорирование ипотеки предприятия в качестве источника финансирования его инвестиционной деятельности, а в конечном итоге – инструмента повышения эффективности развития предприятия;

- отсутствие на предприятиях систем управления стоимостью компании в силу нехватки квалифицированных кадров в этой области и методологии оценки залоговой стоимости российских промышленных предприятий;

- сочетание функций собственника и менеджера на большинстве российских предприятий; что вызывает конфликты управления стоимостью компании и ограничивает применение долговых способов финансирования компании в рамках инвестиционной политики фирмы;

- существенное занижение стоимости обеспечения и дискриминационные условия кредитования, так как при оценке залоговой стоимости российских предприятий приоритет отдается их ликвидационной стоимости;

- недооценка дохода компании в качестве первичного источника погашения кредита и базы определения залоговой стоимости в силу повышенного уровня систематического риска;

- закрытость рыночной информации о ценах реализуемых пакетов прав собственности и контроля, о среднерыночной величине залогового дисконта, применяемой кредиторами к компаниям конкретного типа и масштаба.

Низкая капитализация российского фондового рынка, слабая культура корпоративного управления, недостаточная развитость нормативно-правовой и методологической базы не позволяют осуществлять инвестиции в производство; препятствуют устойчивому развитию промышленных предприятий. Поэтому возникает необходимость разработки новых подходов к управлению и оценке залоговой стоимости предприятий на основе анализа доходного и имущественного потенциала бизнеса. Таким образом, проблема совершенствования корпоративного управления рыночной и залоговой стоимостью компании на

рынке акций и капитала обусловила актуальность диссертационного исследования, и ее решение является особенно необходимым для инвесторов, вкладывающих свои ресурсы в активы и акции российских эмитентов, а также для институциональных кредиторов.

Состояние изученности проблемы: Анализ литературы по теме исследования показал, что к настоящему времени данная проблема в комплексе мало изучена. Основные вопросы, связанные с оценкой предприятий и ценных бумаг, были рассмотрены в работах российских ученых: Богатина Ю.В., Есипова В.Е., Маховиковой В.А., Тереховой В.В., Швандара В.А., и др. Большое значение в оценке и управлении стоимостью компаний имеют труды представителей московской школы оценки бизнеса: Булычевой Г.В., Валдайцева С.В., Григорьева В.В., Грязновой А.Г., Федотовой М.А. и других. Большое влияние на практику ипотеки предприятия оказали влияние труды Рябченко Л.И, Тарасевича Е.И., Цылиной Г.А. Проблемы стратегического учета собственности предприятия на различных этапах жизненного цикла компании, управления собственностью при ликвидации и реорганизации компаний, принципы формирования залогового фонда имущества и особенности ипотеки предприятия нашли отражение в трудах Богатой И.Н., Горемыкина В.А. Правовые аспекты залога различных видов ценных бумаг наиболее полно раскрыты в трудах Маковской А.А.

Среди зарубежных экономистов в области корпоративного управления стоимостью компаний, в том числе фундаментального анализа и стратегии заимствования, можно выделить таких как: Г. Дж. Александер, Д.В. Бэйли, Л. Дж. Гитман, М. Дж. Джонк, Д. Дж. МакЛафлин, Ш. Пратт, Д. В. Хорн, У.Ф. Шарп и другие. Непосредственно концепции управления стоимостью компаний и проблемы влияния структуры капитала на стоимость предприятия раскрыты в публикациях зарубежных специалистов: П. Дойль, Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин, а также в работах ученых – нобелевских лауреатов: Р. Г. Коуза, М. Миллера, Ф. Модильяни.

Анализ состава диссертационных исследований в данной области показал, что за последнее время изыскания проводились только по следующим направлениям: оценка стоимости имущества приватизируемых предприятий; теория и методы управления стоимостью парка оборудования на предприятии:

Следует отметить недостаточность разработанности методики оценки стоимости предприятия для целей залога и кредитования, как инструмента управления компанией. Так Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности в Российской Федерации, не содержат понятия залоговой стоимости и не описывают процедуры, подходы и методы оценки залоговой стоимости. Осуществление залогового кредитования предприятий во многом дискриминационно. Во-первых, это связано с нестабильностью российской экономики; во-вторых, с отсутствием простой и доступной субъектам рынка методологии оценки предприятия как объекта залога. Данные методы либо определяются внутренними банковскими инструкциями и являются закрытой информацией, либо оценка залога осуществляется на базе ликвидационной стоимости предприятия, что снижает его инвестиционный потенциал и привлекательность.

Таким образом, необходимы дальнейшие исследования, связанные с анализом и выявлением факторов, влияющих на залоговую стоимость предприятия. В настоящее время недостаточно изучены вопросы использования залоговой стоимости компании при реструктуризации и таких формах заимствования, как выпуск облигаций. Поэтому очень важно определить цели использования залоговых процедур в процессе производственного инвестирования, и предложить методику управления и оценки залоговой стоимости компании на основе анализа рыночной стоимости фирмы, имущественной достаточности и доходного потенциала предприятия. Таким образом, недостаточная научная разработанность данных вопросов определили выбор темы, цели и задачи данного исследования.

Цель и задачи исследования. Цель исследования – на основе изучения теоретических и практических положений зарубежного и отечественного опыта

по осуществлению ипотеки предприятий на рынке капитала разработать и обосновать основные направления совершенствования системы управления стоимостью предприятия для залогового финансирования, а также разработать практические рекомендации по их внедрению.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- исследовать и выявить ключевые факторы залоговой стоимости компании, связанные с деятельностью предприятий на рынке;
- провести теоретические исследования и уточнить понятийный аппарат в области управления и оценки залоговой стоимости компании;
- проанализировать существующие подходы к управлению залоговой стоимостью предприятия, выделить особенности их практической реализации на российском рынке и определить методику проведения андеррайтинга российских компаний;
- исследовать залоговый потенциал ряда Пензенских промышленных предприятий;
- рассмотреть и предложить основные способы применения механизмов и инструментов управления стоимостью промышленного предприятия, позволяющие повысить эффективность развития компании;
- предложить пути совершенствования управления стоимостью и разработать методику анализа и оценки залоговой стоимости российских компаний на базе экспресс-анализа финансового состояния с учетом имущественного и доходного потенциала предприятия.

Объектом исследования в диссертационной работе являются российские промышленные предприятия (на примере Пензенской области) и российский рынок заемного финансирования.

Предметом исследования в диссертации выступают экономические и информационные условия, влияющие на залоговую стоимость российских компаний, сложившиеся подходы к управлению стоимостью предприятия для це-

лей залога, продажи и реструктуризации, процесс управления инвестициями в промышленном секторе.

Теоретическую и методологическую основу исследования составляют труды ученых и специалистов в области управления и оценки стоимости компаний, законодательные акты, методические и нормативные материалы теоретического и практического характера, касающиеся проблем оценки залога имущественных комплексов, пакетов акций и осуществления инвестиций в российскую экономику.

Информационную базу исследования составляют отчетные и справочные документы Пензенского областного комитета государственной статистики, статистическая и бухгалтерская отчетность ряда предприятий г. Пензы, статистические данные о финансовом состоянии предприятий машиностроения Пензенской области, данные рейтингового агентства «Эксперт» о капитализации российского рынка по 200 крупнейшим предприятиям.

Методы исследования базируются на методологии системного анализа при обосновании использования имущественного и доходного потенциала к оценке залоговой стоимости российских предприятий. Кроме этого, были использованы методы абстрактно-логических, экономико-статистических и причинно-следственных группировок. Для решения поставленных задач используются методы линейного программирования и математической статистики. Используются доходный, имущественный и сравнительный методы для целей оценки рыночной стоимости анализируемых предприятий.

Научная новизна работы заключается в разработке методики управления и оценки залоговой стоимости компании, а также в практических рекомендациях по её применению в практике управления собственностью российских предприятий при осуществлении заемного финансирования и инвестирования.

Основные результаты исследования, полученные автором и выносимые на защиту, состоят в следующем:

- предложена модель управления залоговой стоимостью предприятия, представлены её основные элементы;

- выявлены и систематизированы экономические факторы, влияющие на залоговую стоимость компании. Определена взаимосвязь залоговой стоимости с рыночной и ликвидационной стоимостью компании;
- уточнено понятие и область использования залоговой стоимости предприятия, представлены ее основные элементы;
- разработана методика оценки залоговой стоимости компании на базе ее рыночной стоимости с использованием показателя самоликвидации для определения залогового дисконта. Представлены этапы анализа и оценки залоговой стоимости предприятия как имущественного комплекса и пакета акций (доли) на основе имущественного и доходного потенциала компании;
- предложены направления практического использования залоговой стоимости предприятия для инвестиционных целей в качестве инструмента управления последней.

Практическая значимость заключается в том, что результаты исследования доведены до конкретных рекомендаций по практическому использованию методики анализа и оценки залоговой стоимости предприятия в процессе ипотечного инвестиционного кредитования. Теоретические разработки и практические рекомендации данного исследования могут быть использованы различными предприятиями для принятия управленческих решений по использованию заемного финансирования и управления стоимостью компании в качестве критерия ее эффективности, независимыми оценочными организациями и кредитно-финансовыми учреждениями для проведения андеррайтинговых процедур. Предложенная методика оценки залоговой стоимости компании применяется в деятельности МУП «Земинвестцентр» (г. Пенза).

Апробация результатов исследования. Основные теоретические и практические положения диссертации докладывались автором на Всероссийской научно-практической конференции "Опыт и проблемы маркетинговой деятельности в российском предпринимательстве" (г. Пенза, 2000 г.). Результаты исследования и практические рекомендации используются МУП «Земинвест-

центр» (г. Пенза) по программам управления и оценки недвижимости и бизнеса.

Материалы диссертационного исследования используются при подготовке и проведении лекций и практических занятий по курсу: "Экономика недвижимости" на кафедре экономики, финансов и менеджмента Пензенского государственного университета.

Публикации. Основные положения диссертации отражены в 5 опубликованных научных работах общим объемом 6 п.л., в том числе лично автором – 5,6 п.л.

Объем и структура работы. Диссертация общим объемом 196 страниц состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, включающего 145 наименований, 11 приложений.

Во введении обоснована актуальность выбранной темы диссертационного исследования, сформулированы цели и задачи его проведения, объект и предмет исследования, определена теоретико-методологическая основа, показана научная новизна исследования и его практическая необходимость.

В соответствии с целями и задачами исследования в первой главе "Теоретические аспекты управления залоговой стоимостью предприятия" были раскрыты сущность и система управления залоговой стоимостью предприятия, определены этапы управления, показаны современные подходы к оценке залоговой стоимости компании, как источника инвестиций. Отдельно анализируется проблема определения залоговой стоимости в российской рыночной практике и сфер ее применения.

Вторая глава работы "Анализ сложившейся системы управления и оценки залоговой стоимости предприятия" раскрывает особенности сложившейся в настоящее время системы и практики управления рыночной и залоговой стоимости компании. Приведены подходы к оценке залога с точки зрения ликвидационной стоимости, рыночной стоимости, базирующейся на доходном подходе к оценке предприятий. Сформирован круг проблем и направлений совершенствования системы управления залоговой стоимостью российских ком-

паний машиностроительной отрасли, а также выявлены основные подходы к определению величины залогового дисконта в рыночной практике.

В третьей главе "Совершенствование системы управления залоговой стоимостью предприятия" раскрывается система управления залоговой стоимостью предприятия, предложена методика определения величины залогового дисконта для целей принятия управленческого решения в области ипотеки предприятия на базе показателя самоликвидации. Сформированы требования и сферы применения залоговой стоимости по предлагаемой методике, разработан алгоритм расчета залоговой стоимости для целей управления стоимостью компании, повышения эффективности ее деятельности, развития и принятия инвестиционных решений. Сформирован и предложен подход к выявлению ключевых факторов залоговой стоимости предприятия и построения целевой функции на базе корреляционно-регрессионного анализа. Разработаны направления применения залоговой стоимости по предлагаемой методике для управления задолженностью компании, формирования политики заимствования.

В заключении приведены основные результаты исследования, обосновывается возможность применения разработанной методики для совершенствования системы управления залоговой стоимостью предприятия и повышения его эффективности.

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Одним из инструментов привлечения инвестиций на предприятие является залог имущества, в том числе ипотека предприятия. За рубежом ипотека предприятия как имущественного комплекса является одним из основных факторов устойчивого развития предприятия. Таким образом, развитие и внедрение в практику методов и инструментов ипотечного кредитования деятельности российских компаний позволяет сформировать новый механизм устойчивого и бо-

лее эффективного развития экономики отечественного промышленного сектора.

Исходя из того, что ипотекой обеспечивается обязательство в размере не менее половины стоимости имущества компании; можно сделать вывод – ипотека предприятия является уникальным инструментом привлечения значительного объема инвестиций, требующим системного управления.

Базовым элементом и объектом управления в рамках системы ипотечного кредитования промышленных предприятий является залоговая стоимость компании. Залоговая стоимость промышленного предприятия как элемент политики управления и инструмент устойчивого и эффективного развития компании в российской практике управления в настоящее время отсутствует.

Поэтому, адаптация зарубежного опыта по созданию системы управления залоговой стоимостью компании с учетом российской специфики наиболее актуальна и требует внедрения базовых элементов (оценка и мониторинг стоимости).

Рассмотрев основные теоретические аспекты управления стоимостью компании, автор определил основные этапы стоимостной реструктуризации, направленной на повышение эффективности развития предприятия (рис. 1).

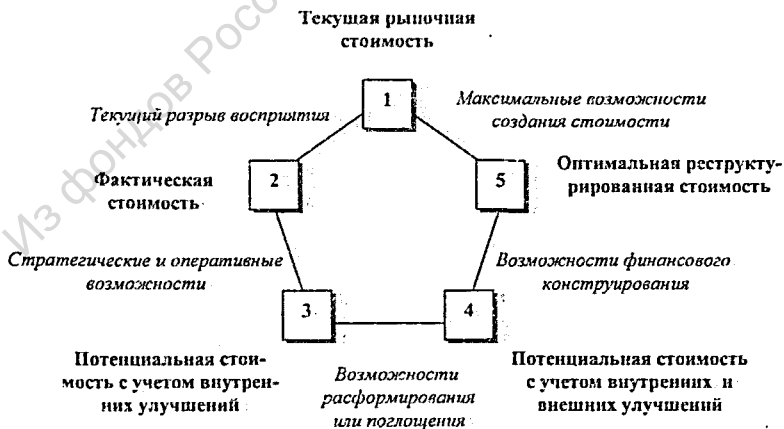


Рисунок 1 – Этапы управления стоимостью предприятия

Основными этапами управления стоимостью компании являются этапы, связанные:

- с оценкой текущей стоимости предприятия,
- с определением фактической стоимости на основе метода дисконтированного денежного потока и разрыва восприятия,
- с выявлением факторов внутренних и внешних улучшений, на основе которых строится стратегия повышения стоимости,
- с выявлением возможностей финансового конструирования и дальнейшей реструктуризации стоимости предприятия.

Таким образом, базовыми элементами системы управления залоговой стоимостью предприятия являются оценка и мониторинг стоимости. В данной работе рассматриваются проблемы применения методов оценки залоговой стоимости компании в практике управления предприятием в качестве инструмента его эффективного функционирования и устойчивого роста.

Основные цели управления стоимостью предприятия:

- 1) Повышение эффективности развития предприятия;
- 2) Повышение привлекательности компании для внешних инвесторов и кредиторов, заинтересованных в максимальной величине залоговой стоимости имущества компании, или ее акций;
- 3) Максимизация стоимости компании при слияниях и других видах реструктуризации;
- 4) Наиболее эффективное распределение ресурсов между подразделениями компании.

При этом основными параметрами управления залоговой стоимостью компании, по нашему мнению, должны являться:

- концентрация внимания на долгосрочных величинах денежного потока; а не текущих колебаниях объема прибыли;
- способность выявить такие инвестиции в производственные мощности, которые принесут доход, превышающий инвестированный капитал;

- выявление факторов, движущих стоимость (ключевых факторов стоимости), и разработка стратегий для увеличения стоимости компании.

На наш взгляд, базой оценки залоговой стоимости компании должна быть ее рыночная стоимость. Рыночная стоимость предприятия для целей залога должна рассчитываться по доходному подходу – методом дисконтированного денежного потока. Данному методу в данном случае должен быть отдан приоритет над другими методами. Отклонение залоговой стоимости компании от ее рыночной стоимости определяется структурой капитала и финансовым состоянием предприятия. Поэтому, залоговый дисконт – скидка с рыночной стоимости предприятия – для целей ипотеки (имущественного комплекса, или акций компании) помимо кредитной нагрузки и кредитных рисков должен учитывать структуру капитала компании. В силу того, что обеспечением кредитного обязательства при ипотеке предприятия является имущественная масса (с учетом обязательств) залоговый дисконт должен также учитывать имущественную структуру компании (структуру активов).

В качестве базы определения стоимости залогового обеспечения по машиностроительным предприятиям Пензенской области автором проведена оценка их ликвидационной и рыночной стоимости, полученные результаты исследования представлены в таблице 1.

Большой разрыв рыночного восприятия, характерный для отечественных предприятий, свидетельствует о существенном занижении залогового потенциала российских компаний; чья залоговая стоимость определяется на ликвидационной базе.

В диссертационной работе обоснована непригодность ликвидационной стоимости для целей оценки залогового обеспечения (ипотеки предприятия) в качестве базы залоговой стоимости. Во-первых, ликвидационная стоимость предполагает прекращение деятельности компании; и, соответственно; прекращение получения прибыли, в то время как доходный потенциал (производственная мощность) предприятия может быть высокий, а значит, высока вероятность и способность погашения кредита и его обслуживания. Во-вторых, лик-

ликвидационная стоимость предусматривает реализацию активов компании в короткие сроки (меньше нормальной рыночной экспозиции) с существенными ценовыми скидками. И, в-третьих, в российских условиях оценка залоговой стоимости предприятия по его ликвидационной стоимости сопряжена с высоким риском процедуры оценки (некомпетентность и непрофессионализм оценщика, сговор и махинации в области перехода собственности и установления контроля над предприятием).

Таблица 1 – Стоимостные показатели промышленных предприятий

тыс. руб.

Показатель	ОАО Тяжпромармату- ра	ОАО Пензкомпрессор- маш	ОАО Пензхиммаш
Чистые активы	419094	134043	241111
Рыночная стои- мость по доход- ному подходу	1331208	736140	5666352
Рыночная стои- мость по сравни- тельному подходу	336842	129345	340055
Средняя (итого- вая оценка)	695715	333176	2082506
Разрыв воспри- ятия	994366	606795	5326297
Разрыв воспри- ятия, %	74,7	82,4	94,0

В то же время, структура капитала влияет на цену сделки по купле-продаже компании или ее доли. Ликвидационная стоимость, учитывающая объем накопленной задолженности оцениваемого предприятия, должна использоваться для установления залогового дисконта – скидки с рыночной цены для целей залогового обеспечения.

В связи с этим в работе проведен анализ, который позволил выявить особенности и проблемы российской предпринимательской модели управления стоимостью предприятия. Это прежде всего:

- сочетание права собственности и управления этой собственностью;
- отсутствие внешних механизмов внутрикорпоративного влияния;
- неразвитость финансовых рынков, региональных фондовых рынков, и, следовательно, отклонение курсов ценных бумаг от реальной стоимости компаний.

Кроме этого, в результате проведенного анализа выявлены основные меры и способы управления, применяемые российскими предприятиями в настоящее время, направленные на повышение стоимости компаний. К ним следует отнести:

- повышение стоимости предприятия за счет более эффективного операционного управления предприятием;
- повышение финансовой прозрачности предприятия;
- активизация деятельности компании на рынке капитала;
- грамотное сочетание заемных средств и собственного капитала.

В тоже время, как показывает практика, отсутствие на предприятиях систем управления стоимостью компании, сочетание функций собственника и менеджера на большинстве российских предприятий, вызывающее конфликты управления стоимостью компании, ограничивает применение долговых способов финансирования компании в рамках инвестиционной политики фирмы и т.д.

В связи с этим в работе сформированы основные элементы системы управления залоговой стоимостью предприятия (рис. 2) и предложена методика оценки залогового дисконта для целей управления залоговой стоимостью компании.

Система управления залоговой стоимостью предприятия, по нашему мнению, должна являться комплексом инструментов управления (планирования, организации, мотивации и контроля) и стоимостного мышления, при котором во главу угла ставится максимизация как рыночной, так и залоговой стоимости компании.

При этом управление залоговой стоимостью как процесс должна включать следующие этапы:

- выработка стратегии максимизации стоимости;
- определение целевых стоимостных нормативов;
- планирование мероприятий по повышению стоимости;
- организация систем поощрения.

Совершенно очевидно, что организация внутреннего управления стоимостью действующего предприятия требует создания специального подразделения, которое является организационно-методическим центром по управлению и оценке рыночной и залоговой стоимости предприятия с подчинением его непосредственно руководству.

Задачами такого подразделения будут:

- определение объекта управления, последовательности и периодичности проведения оценки;
- создание и совершенствование моделей и приемов оценки компании с учетом особенностей конкретного предприятия и его отдельных подразделений, как инструмента управления стоимостью;
- определение источников и порядка подготовки исходной информации;
- организация информационного обмена и порядка составления отчетности внутри предприятия и автоматизированной обработки данных для целей управления стоимостью компании;
- мониторинг стоимостных показателей;
- обработка оценочной информации и обобщение результатов оценки предприятия;
- выявление ключевых факторов стоимости предприятия;
- моделирование стоимости и прогнозирование ее динамики;
- установление целевых показателей деятельности предприятия и разработка стратегии их достижения, а также привязка их к долгосрочным и краткосрочным целевым нормативам предприятия.



Рисунок 2 – Система управления залоговой стоимостью предприятия

Предлагаемая организация внутреннего управления залоговой стоимостью предприятия представлена на рисунке 3.

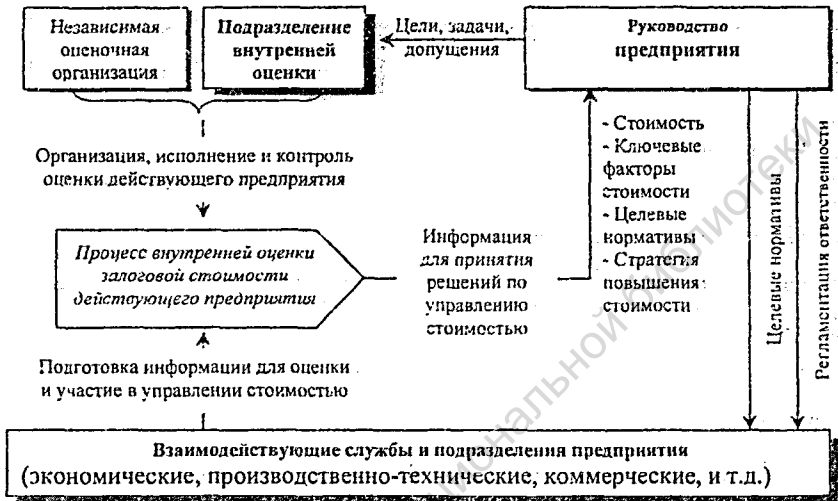


Рисунок 3 -- Организация внутреннего управления стоимостью предприятия.

На начальном этапе создания и функционирования системы управления рыночной (залоговой) стоимостью предприятия возможно привлечение независимой оценочной организации, либо придание данных функций планово-экономическим службам при наличии соответствующих специалистов.

Управление залоговой стоимостью предприятия требует обработки большого объема специальной информации, что в настоящий момент более квалифицированно осуществляют внешние специализированные организации.

Однако, организация внутренней оценки компании очень важна, так как обеспечивает более полное знание финансового состояния предприятия и дает возможность реального воплощения предложений по повышению стоимости компании.

Таким образом, целью управления залоговой стоимостью предприятия является качественное улучшение стратегических и оперативных решений на

всех уровнях организации за счет концентрации управленческих задач на ключевых факторах залоговой стоимости.

Следовательно, основу методологии управления залоговой стоимостью компании составляет ее оценка и анализ с целью выявления стоимостных факторов, построения целевой стоимостной функции, мониторинга залоговой стоимости.

Предлагаемая автором процедура анализа залоговой стоимости предприятия в рамках стоимостного управления сводится к пяти этапам.

На первом этапе оценивается база стоимости залога – рыночная стоимость предприятия, балансовая стоимость чистых активов предприятия, либо его ликвидационная стоимость.

На втором этапе осуществляется расчет величины залогового дисконта, или рыночной скидки с базовой залоговой стоимости, учитывающей риски ухудшения финансового положения заемщика, неплатежеспособности, низкой рыночной стоимости залогового обеспечения, изменения процентных ставок на рынке, кредитную нагрузку и прочие риски.

Третий этап – расчет залоговой стоимости, как разницы между базовой залоговой стоимостью и залоговым дисконтом.

Четвертый этап – мониторинг и выявление ключевых факторов залоговой стоимости предприятия (например, с помощью корреляционно-регрессионного анализа).

На пятом этапе разрабатывается стратегия повышения залоговой стоимости компании.

Преимущества данной методики заключаются в относительной простоте и доступности для реализации на предприятиях в качестве инструмента управления залоговой стоимостью; а также в высокой степени достоверности и соответствия результатов рыночным ожиданиям.

Полученная в результате анализа средняя величина залогового дисконта по предприятиям Пензенской области соответствует среднерыночному нормативу (50%) – таблица 2.

Таблица 2 – Стоимостные показатели промышленных предприятий:

тыс: руб.

Показатель	ОАО Тяжпромармату- ра	ОАО Пензкомпрессормаш	ОАО Пензхиммаш
Рыночная стои- мость	695715	333176	2082506
Показатель само- ликвидации	0,716	0,669	0,534
Залоговый дис- конт	50,9%	54,7%	65,5%
Залоговая стои- мость	341539	150785	717714
Балансовая стои- мость активов	668137	229324	944371
Ликвидационная стоимость	61465	13968	-88067

Кроме того, по итогам 2001 г. обеспечение коммерческих кредитов составило 190,9% - 206,9% по отношению к кредитному портфелю. При этом анализ показывает, что размер обеспечения практически не зависит от объема и структуры портфеля коммерческих кредитов. Тем не менее, доля просроченной задолженности в кредитном портфеле низка и составляет 1,4% - 1,7%. Очевидно, с учетом состояния экономики размер обеспечения на уровне 0,5 от суммы кредита на сегодняшний день оправдан:

С этой точки зрения, автор придерживается подхода к определению залоговой стоимости как предельной величины кредита, предоставляемого под залог предприятия (имущественного комплекса; либо пакета акций).

Поэтому залоговая стоимость компании в данной работе определена как рыночная стоимость предприятия, уменьшенная на величину залогового дисконта, учитывающего доходность предприятия, кредитную нагрузку, состав, структуру и качество имущественного комплекса предприятия.

Такой подход правомерен для всех типов финансово устойчивых предприятий разной отраслевой принадлежности.

В данной работе величина залогового дисконта определена автором как скидка с рыночной стоимости пакета акций в зависимости от показателя самоликвидации и кредитной нагрузки (процентов за кредит, рассчитанных исходя из годовой величины процента на уровне ставки рефинансирования и срока кредитования – 1 год).

Тогда отношение суммы кредита к рыночной стоимости объекта залога (пакета акций) равно:

$$\frac{K}{PC} = \frac{PC}{1 + \frac{i}{1 - \frac{1}{(1+i)^t}}}, \text{ где}$$

K/PC – отношение (доля) кредита к рыночной стоимости объекта залога. Исходя из того, что предельная величина кредита есть залоговая стоимость, то залоговый дисконт равен $[1 - K/PC]$;

PC – показатель самоликвидации;

i – ставка процента по кредиту;

t – срок кредита.

Данная модель является вполне универсальной и применима к любому виду залогового обеспечения. Ограничивающим условием является вид кредита, от которого зависит выбор величины процента и срока кредитования.

Проведенный корреляционно-регрессионный анализ позволил определить основные факторы залоговой стоимости: рыночная стоимость компании (не ликвидационная), чистая прибыль, нетто-результат эксплуатации инвестиций, балансовая стоимость активов компании, среднерасчетная ставка процента (характеризует кредитный риск), плечо финансового рычага.

Основываясь на ранее сделанных заключениях о проблемах современной системы управления стоимостью российских промышленных предприятий и опыта оценки и управления стоимостью (в том числе залоговой) в России и за рубежом, автором предлагаются следующие направления совершенствования системы управления залоговой стоимостью:

- внедрение на российских предприятиях концепции управления стоимостью. Это, в свою очередь, потребует наличия профессионального кадрового потенциала в области управления стоимостью предприятия;

- введение в практику оценки методики определения залоговой стоимости на базе рыночной стоимости предприятия, с учетом доходного потенциала, что потребует разработки стандарта оценки залоговой стоимости предприятий;

- разработка и унификация методик оценки залоговой стоимости и залогового дисконта, с целью доступности способов расчета участникам рынка капитала и реализации данной концепции в качестве инструмента диагностики залоговой стоимости в российских компаниях;

- разработка рейтинговых методик оценки кредитоспособности российских компаний на базе залоговой стоимости, в качестве интегрального показателя финансового состояния предприятия-должника;

- разработка единой методики расчета залогового дисконта – скидки с рыночной стоимости предприятия, учитывающей, во-первых, доходный потенциал компании; во-вторых, кредитную нагрузку; в-третьих, имущественную ценность предприятия, выступающего в качестве обеспечения (ипотеки) кредитного обязательства.

В заключении сделаны выводы и даны следующие рекомендации:

1. Проведенный анализ теоретических аспектов управления и оценки залоговой стоимости компании на рынке капитала позволил определить сущность залоговой стоимости предприятия и определить этапы ее оценки. Нам удалось выделить основные факторы залоговой стоимости (доходного уровня имущественного потенциала), влияющие на выработку политики заимствования.

2. В отличие от сложившейся практики оценки залоговой стоимости в работе было определено понятие залоговой стоимости компании на базе ее рыночной стоимости, сформулирована сфера применения предлагаемого понятия залоговой стоимости,

3. Предложен общий алгоритм выявления и оценки ключевых факторов залоговой стоимости, которая должна быть характерна для промышленных

предприятий с низким показателем платежеспособности и высокими темпами роста объема реализации. Данная модель залоговой стоимости обеспечивает возможность ее использования на предприятиях в качестве инструмента управления стоимостью без привлечения независимых аналитиков.

4. В результате анализа российского рынка капитала определена среднерыночная величина залоговой скидки со стоимости имущественного комплекса предприятия, выявлены основные факторы установления залогового дисконта и их влияние на величину залоговой стоимости компании.

5. В результате совершенствования системы управления залоговой стоимостью на предприятии в работе предложена методика оценки залогового дисконта с рыночной стоимостью предприятия, которая базируется на учете основных факторов кредитного риска и финансового положения заемщика.

6. Проведено уточнение модели самоликвидации для определения отношения финансового результата самоликвидации к балансовой стоимости собственного капитала (показателя самоликвидации) для целей управления и оценки залогового дисконта.

7. В рамках предложенной методики управления и оценки залоговой стоимости предприятия представлена реализация модели управления, основанной на методах корреляционно-регрессионного анализа для решения управленческих задач. В целях выявления ключевых факторов залоговой стоимости и построения ее математической модели осуществлен корреляционный анализ и построение двухфакторной линейной модели зависимости залоговой стоимости от чистой прибыли и балансовой стоимости активов предприятия, оценена достоверность модели, доказана ее эффективность в качестве инструмента управления стоимостью.

8. Для целей расчета ставки дисконтирования в доходном подходе и модели самоликвидации предложен алгоритм расчета рискованной надбавки по фактору рентабельности и прогнозируемости доходов на базе методов математической статистики.

Основные положения диссертации опубликованы в следующих работах:

1. Понукалин А.В. Рынок ипотеки как сегмент финансового рынка / А.В. Понукалин, В.И. Будина // Опыт и проблемы маркетинговой деятельности в российском предпринимательстве: Сборник материалов I Всероссийской научно-практической конференции, Пенза, 16-17 марта 2000 г. – Пенза: Издательство ПДЗ, 2000. – С. 122-123.
2. Понукалин А.В. Ипотека – выбор способа финансирования // Ипотека. – М., 2001. – Вып. 2. – С. 12.
3. Понукалин А.В. Ипотечное инвестиционное кредитование – переходный этап к созданию института массовой ипотеки / А.В. Понукалин, В.И. Будина // Актуальные проблемы повышения эффективности управления экономикой: Межвузовский сборник научных трудов. – Пенза: Изд-во Пенз. гос. ун-та, 2002. – Вып. 5. – Ч. 2. – С. 37-49.
4. Ипотека и ипотечное кредитование: Учеб. пособие / И.В. Майорова, А.В. Понукалин, С.И. Щукин. – Пенза: Информационно-издательский центр Пенз. гос. ун-та, 2001. – С. 3-124.
5. Понукалин А.В. Управление залоговой стоимостью промышленного предприятия / А.В. Понукалин, В.И. Будина // Организация производства. – Пенза, 2002. – Вып. 2. – С. 7-10.

ПОНУКАЛИН Александр Владимирович

**УПРАВЛЕНИЕ ЗАЛОГОВОЙ СТОИМОСТЬЮ
КАК ИНСТРУМЕНТ УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ
ПРОМЫШЛЕННОГО ПРЕДПРИЯТИЯ**

Специальность 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством: экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами – промышленность

Специальность 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит

Сдано в производство 14.11.2002. Формат 60x84¹/16.

Бумага писчая. Печать офсетная. Усл.печ.л. 1,39.

Заказ 749. Тираж 120.

Типография издательства Пензенского государственного университета. 440026, Пенза, Красная, 40.

Из фондов Российской национальной библиотеки

2003-A
1964

И-1964

Из фондов Российской национальной библиотеки