

# Стоимость фирмы

В. Мокрышев

## И технологии привлечения инвестиций

**Проблема привлечения инвестиций стоит перед российскими предприятиями чрезвычайно остро. Судя по экспертным оценкам, серьезных изменений к лучшему в ближайшие месяцы и даже годы здесь не предвидится. Причины, которые отпугивают от России солидных западных инвесторов, множество. И далеко не все они лежат в сфере макроэкономики и политики. Многие в этом процессе зависят от самого предприятия, в частности от оценки его рыночной стоимости, которую серьезный инвестор подвергнет самой тщательной проверке, прежде чем принять решение о выделении средств.**

**К**ак-то, выступая по телевидению, президент Татарстана М. Шаймиев высказал очень простую мысль: "Мы не получим инвестиций до тех пор, пока не научимся выпускать конкурентоспособную продукцию". Именно эта способность во многом определяет рыночную стоимость фирмы, которая складывается из стоимости ее материальных и нематериальных активов, деловой репутации ("гудвилл") и кадрового потенциала. Между тем при составлении бизнес-планов наши предприятия оперируют главным образом материальными (основные и оборотные средства) и, отчасти, нематериальными активами (стоимость долгосрочных имущественных прав, обеспечивающих их владельцам определенный доход), если последние отражены в его балансе. Такие же важные составляющие, как "гудвилл" и стоимость кадрового потенциала, обычно вообще не принимаются во внимание. Во многом именно это заставляет серьезных западных инвесторов отказываться от сотрудничества с российскими предприятиями в реализации крупных инвестиционных проектов.

Попробуем посмотреть на эту проблему через призму новых структурных изменений в оборонно-промышленном комплексе. Если оборонный заказ, как сегодня планируется, будет сосредоточен всего лишь на 700 из 1700 предприятий, начнется новая волна акционирования. И процесс этот, по всей видимости, пойдет по уже известным и обкатанным сценариям. Возьмем типичный научно-исследовательский институт, который прошел акционирование. В ходе этого процесса первым шагом было максимальное снижение стоимости основных средств, что, с одной стороны, позволило заинтересован-

ным физическим лицам скупить крупные пакеты акций у работников предприятия, а с другой — снизить налогооблагаемую базу по налогу на имущество. Второй шаг — сведение к нулю стоимости нематериальных активов в балансе предприятия, что не только расширило возможности скупки за бесценок крупных пакетов акций и снизило налогооблагаемую базу, но и открыло пути для использования по собственному усмотрению накопленного ранее научно-технического потенциала предприятия. На практике это означало, что имущественные права на небольшую часть изобретений были переданы авторам разработок, которые из-за отсутствия инвестиций не могли использовать их по назначению. Основной же массив изобретений был брошен на произвол судьбы за ненадобностью. По большому счету произошло это вовсе не потому, что никто не понимал ценности научно-технического потенциала. Просто руководители предприятий, не имея навыков управления этим потенциалом, не видели путей извлечения из него прибыли в долгом и мучительном процессе выживания.

Если предприятиям не предложить эффективные методы управления основными средствами и нематериальными активами, то в ходе новой приватизационной волны большинство из них превратятся в акционерные общества, которые в лучшем случае будут выживать за счет примитивных операций с недвижимостью. В худшем же перейдут на сборочные технологии с использованием только западных комплектующих. Наиболее вероятная перспектива таких предприятий — закабаление их западными транснациональными корпорациями и максимально низ-

кая (не более нескольких процентов) доходность в условиях развитой рыночной экономики.

Цивилизованный мир знает немало примеров эффективного управления нематериальными активами. В немалой степени за счет этого известные американские фирмы Dell Computer, Oracle, AT&T и многие другие лидеры мировой экономики обеспечивают высокую прибыльность своей деятельности (в 1997 году для названных компаний она составила 48,1%, 30,8% и 19,9%, соответственно). Если исходить из того, что наш научно-технический потенциал оценивается в 400 млрд. долл. (эта цифра многократно звучала из уст самых высокопоставленных российских чиновников со ссылкой на западных экспертов), то умелое управление им должно обеспечивать прибыль российской науке и промышленности в десятки миллиардов долларов. Эти колоссальные суммы можно было бы с успехом использовать для подъема не только промышленности, но и научной сферы России.

Как же на проблему использования и управления нематериальными активами смотрит высшее российское чиновничество?

В околуправительственных кругах и министерствах единого мнения по этой проблеме нет. Одни считают, что нематериальные активы необходимо ввести в хозяйственный оборот с обязательным указанием их стоимости в балансе предприятия. Достаточно благосклонно, например, относится к идее реальной оценки нематериальных активов предприятий Мингосимущество. По мнению министерства, это позволит, с одной стороны, увеличить налогооблагаемую базу предприятий, а с другой — стимулирует процесс управления на-

учно-техническим потенциалом. Позиция Мингосимущества по этому вопросу очень важна, поскольку государство (по состоянию на февраль 1998 года) владеет 4866 пакетами акций российских предприятий. По экспертным оценкам, доля федеральной собственности составляет 50% в 831 АО, от 25% до 50% — в 2004, до 25% — в 1400, в 631 АО государство имеет “золотую акцию”. В собственности государства находятся пакеты акций 700 предприятий топливно-энергетического комплекса, 1300 предприятий транспорта, 370 предприятий оборонно-промышленного комплекса. Вот почему от того, будет ли государство воздействовать на принципы управления нематериальными активами, в значительной степени зависят перспективы экономического подъема российской промышленности.

Однако в среде высших чиновников весьма распространено и прямо противоположное мнение. Например, представители Миннауки, с одной стороны, много говорят о нищенском положении науки, но, с другой, не желают замечать проблем, связанных с нематериальными активами и участием государства в управлении ими. По мнению большинства чиновников, это сугубо личное дело предприятия и государство не должно проявлять беспокойство, если, например, то или иное крупное НПО бросит имеющийся у него научно-технический потенциал на произвол судьбы. Своей главной обязанностью они считают получение бюджетных ассигнований и их более или менее оптимальное распределение. Все остальные действия по управлению нематериальными активами рассматриваются как коммерческие, что, как известно, запрещено чиновнику любого ранга. Вот почему они категорически отказываются участвовать даже в тех бизнес-проектах, которые помогли бы смягчить проблему беспросветной нищеты наших ученых. С точки зрения российских законов, чиновник может выпрашивать у западных фондов несчастные сотни тысяч долларов для поддержания российской науки, но не имеет права с той же целью зарабатывать сотни миллионов долларов, помогая грамотно управлять научно-техническим потенциалом страны. Иными словами, чиновники из Миннауки еще не доросли до понимания того, что одна из их главных задач — способствовать внедрению на российских предприятиях

эффективных технологий управления научно-техническим потенциалом.

Такое положение вещей не может не влиять на позиции инвесторов. Хотя, конечно, это отнюдь не единственный и далеко не главный фактор, сдерживающий их инвестиционную активность в отношении России. Отечественный инвестор не вкладывает свои средства в производство и, тем более, в научные исследования в первую очередь из-за длительных сроков окупаемости и низкой доходности инвестируемого капитала. С западным инвестором все гораздо сложнее. Во-первых, он приучен к цивилизованному рынку. Во-вторых, прежде чем инвестировать, обязательно оценит связанный с этим риск и возможность его минимизации. Если инвестор не может обеспечить контроль за предприятием с помощью контрольного пакета акций или это не входит в его планы, на первый план выдвигается оценка “гудвилла” фирмы. Для этого применяются специальные, хорошо отработанные технологии, которые позволяют оценить не только балансовую, но и истинную рыночную стоимость предприятия.

Рыночная стоимость предприятия может быть оценена с использованием следующего математического выражения  $V=q(A+gK)=q(A+Vint)^*$ , где  $V$  — рыночная стоимость фирмы,  $A$  — восстановительная стоимость ее материальных активов,  $K$  — уровень “интеллектуального капитала” (в натуральном выражении),  $g$  — теневая цена “интеллектуального капитала”,  $q$  — текущий дисконт, отражающий стандартное превышение рыночной стоимости фирмы над восстановительной стоимостью материальных активов,  $Vint$  — стоимость нематериальных активов.

Величина  $Q=V/A$  отражает индивидуальное превышение рыночной стоимости фирмы над восстановительной стоимостью ее материальных активов. Отличие  $Q$  для конкретной фирмы от  $q$  свидетельствует о наличии у нее некоторого интеллектуального капитала или “гудвилла”. Иными словами, понятие “гудвилл” фактически показывает способность фирмы делать бизнес с использованием материальных и нематериальных активов.

Но так как восстановительная стоимость активов  $Vint$  более динамична по сравнению с восстановительной стоимостью материальных активов  $A$ , то для рыночной стоимости фирмы

\*См. А.Н. Козырев. Оценка интеллектуальной собственности. — М., 1997.

будет справедлива зависимость  $V=q[k1(t)A+k2(t)Vнма+Vзудв]$ , где  $k1(t)$ ,  $k2(t)$ ,  $k3(t)$  — коэффициенты динамичности, учитывающие скорость изменения стоимости материальных, нематериальных активов и “гудвилла” фирмы во времени.

Попробуем оценить влияние  $q$  и  $k(t)$  на рыночную стоимость фирмы  $V$  (табл.). Допустим,  $A=100$  тыс. долл.,  $Vнма=5$  тыс. долл.,  $Vзудв=5$  тыс. долл.,  $k1(t)=1$ . Соотношение между  $A$  и  $Vint=Vнма=Vзудв$ , равное 10:1, сегодня вполне реально для российских предприятий, в том числе и для тех, которые обладают высоким научно-техническим потенциалом. В этом случае при изменении  $k2(t)$  и  $k3(t)$  стоимость предприятия будет меняться так, как представлено в таблице (вариант 1).

Для западных фирм, имеющих высокий научно-технический потенциал, это соотношение находится в диапазоне (1:2)–(1:3). С учетом этого примем  $A=100$  тыс. долл.,  $Vнма=150$  тыс. долл.,  $Vзудв=150$  тыс. долл.,  $k1(t)=1$ . Тогда влияние  $q$  и  $k2(t)$  и  $k3(t)$  на стоимость фирмы  $V$  будет совершенно другим (вариант 2).

**Зависимость стоимости фирмы от текущего дисконта и коэффициента динамичности**

q	k2(t), k3(t)	V, тыс.долл.	
		Вариант 1	Вариант 2
0,2	0,2	20,4	32
0,4	0,4	41,6	88
0,6	0,6	63,6	168
0,8	0,8	86,4	272
1,0	1,0	110	400
2,0	2,0	240	1400
4,0	4,0	560	5200
6,0	6,0	960	11400
8,0	8,0	1440	20000

Анализ таблицы показывает, что с ростом стоимости нематериальных активов и “гудвилла” предприятия их влияние на рыночную стоимость фирмы возрастает ускоряющимися темпами.

С более общих позиций рыночная стоимость фирмы с учетом стоимости кадрового потенциала будет выглядеть следующим образом:

$$V=q[k1(t)A+k2(t)Vнма+k3(t)Vзудв+k4(t)Vкадр]$$

где  $k1(t)$ ,  $k2(t)$ ,  $k3(t)$ ,  $k4(t)$  — коэффициенты, учитывающие способность менеджеров фирмы управлять материальными, нематериальными активами, “гудвиллом” и кадровым потенциалом фирмы во времени;  $Vкадр$  — стоимость кадрового потенциала предприятия.

В подтверждение этих выводов можно привести пример приобрете-

ния компанией Compaq корпорации Digital за 9,6 млрд. долл. В 1997 году оборот Digital составил 13 млрд. долл., прибыль — 14 млрд. долл., а число сотрудников — 54,4 тыс. Внутренняя рыночная стоимость корпорации в значительной степени связана с наличием у нее высокого научно-технического потенциала (нематериальных активов, существенно превышающих материальные), профессионализмом сотрудников фирмы, способностью производить первоклассную конкурентоспособную компьютерную технику и исключительными правами, обеспечивающими контроль над крупным сектором мирового компьютерного рынка.

Нетрудно догадаться, что фирма, ориентированная на создание наукоемких технологий и успешно реализующая свой товар на рынке, может эффективно играть на повышении курса своих акций. При этом будут расти не только котировки акций, но и ее нематериальные активы, «гудвилл», кадровый потенциал. Если же фирма создана для игры в финансовые пирамиды, то эти показатели у нее будут равны нулю. Ни один нормальный инвестор не только не решится совместно с такой фирмой осуществлять инвестиционный проект, но и не купит даже мизерный пакет ее акций.

Как видим, в России и на Западе подходы к оценке рыночной стоимости фирмы диаметрально противоположны. На Западе, как правило, стремятся повысить суммарную цену, включая в нее стоимость материальных и нематериальных активов. При этом учитывается рыночная оценка всей производящей инфраструктуры наукоемкого товара, контролируемого сектора мирового рынка, а также кадрового потенциала. В России действуют с точностью до наоборот: обесценивают основные фонды, ликвидируют нематериальные активы, выбрасывают на улицу высококвалифицированных специалистов, резко ухудшают или даже полностью сдают позиции на рынке, т.е. приводят фирму на грань банкротства и только после этого предлагают ее к продаже. Напомним, что в мировой практике инвестиции, как правило, выделяют не под фирму, а под конкретного человека, который возглавит работу над инвестиционным проектом. В связи с этим вряд ли можно рассчитывать на то, что какой-либо инвестор доверит свои средства руководи-

телю, собственными руками разваливающему десятилетиями создававшуюся инфраструктуру производства и реализации наукоемкой продукции.

Оценивая риск, инвестор обязательно познакомится с балансом предприятия, прежде всего обращая внимание на кредиторскую и дебиторскую задолженность, а также на соотношение нематериальных активов и основных средств. Если фирма борется за право привлечения инвестиций в свои проекты на конкурсной основе, то при прочих равных условиях она выиграет тендер только при наличии у нее крупного пакета патентов и высококвалифицированных специалистов, способных реализовать проект. Из этого следует, что «гудвилл» показывает способность фирмы накапливать научно-технический потенциал и выполнять инвестиционные проекты с использованием наукоемких технологий. А поскольку нематериальные активы — это прежде всего исключительные права на объекты интеллектуальной собственности (ОИС), «гудвилл» свидетельствует о творческих способностях и профессионализме руководителя предприятия и возглавляемого им коллектива. Если же «гудвилл» предприятия близок к нулю (что следует из бухгалтерских балансов большинства наших НИИ и НПО), оно никогда не получит инвестиции от крупных западных инвесторов.

И все же допустим, что случилось чудо, и западный инвестор поверил в перспективность вложения средств в российское предприятие. Но и в этом случае, прежде чем расстаться со своими деньгами, он обязательно потребует твердых гарантий, снижающих инвестиционные риски. В реальной жизни наших предприятий с ее сложной системой взаимозачетов, «черным налом» для выплаты зарплаты, хитроумными технологиями ухода от налогообложения и т.п. такие гарантии найти трудно. Да и привычная для западного инвестора система страхования инвестиций в России пока еще не нашла широкого применения. Что же в таком случае предложить инвестору в качестве гарантий?

Если НИИ или НПО имеет различные нематериальные активы и солидный «гудвилл», есть шанс убедить инвестора использовать как гарантии исключительные права на интеллектуальную собственность. Исключительные права патентообладателя являются исключительными иму-

щественными правами, которые позволяют ему монопольно использовать изобретение. Предприятие, создающее, производящее и реализующее на рынке наукоемкую продукцию, защищенную патентами, может жестко контролировать определенный сектор рынка, предъявляя нарушителям его патентных прав судебные иски на суммы, равные величине материального и морального ущерба. В условиях российской экономики, когда нарушения патентных прав только со стороны западных фирм порой достигают 80–90% от емкости товарного рынка, такие иски — потенциальный источник получения весьма существенных доходов\*. Причем доходов стабильных, поскольку в мировой практике, не говоря уже о России, нарушения патентных прав носят систематический характер. Все это позволяет рассматривать вытекающие из пакета патентов исключительные имущественные права как своего рода страховой фонд для инвестиций, привлеченных в целях развития науки, техники и производства. Западному инвестору в качестве страхования инвестиций можно предложить, например, часть имущественных прав патентообладателя на срок действия инвестиционного кредита.

Конечно, такие работающие патенты не сваливаются с неба. Они появляются только в условиях жесткой конкурентной борьбы с обязательными элементами патентной агрессии на интеллектуальном рынке. Если же в основу работы положена стратегия выживания, то ничего хорошего с предприятием не произойдет. Не дождется оно и инвестиций, поскольку в фирме, не способные делать бизнес в условиях жесткой конкурентной борьбы, никто не будет вкладывать крупные средства. Отсюда следует два достаточно простых вывода. Первое: необходимо срочно провести самую детальную ревизию научно-технического потенциала, выявить наиболее эффективные патенты и ввести их в хозяйственный оборот, заявив в балансе приличные нематериальные активы. И второе: нужно сменить стратегию выживания на наступательную, направленную на захват крупных секторов товарного рынка. Первый шаг на этом пути — формирование крупных пакетов патентов, страхующих инвестиции в наукоемкие технологии

\*См. «Электроника:НТБ», №3–4/98, с.121–124.

с привлечением ученых и высококвалифицированных экспертов.

Важный фактор, который может оказать существенное влияние на привлечение инвестиций, — принципы формирования финансовых и товарных потоков в технологической цепочке создания, производства и продажи наукоемкой продукции. По большому счету эти потоки должны быть показаны в бизнес-плане для того, чтобы инвестор составил представление о принципах формирования налоговых отчислений в бюджет, а также получения и распределения прибыли после продажи продукции на рынке. Что же увидит инвестор, внимательно изучив экономическую модель, по которой действует любое наше акционированное НИИ и НПО? Во-первых, то, что оно не способно контролировать товарный рынок, снимая с него максимум 10–20% финансовых средств. Все остальное уходит на Запад и подконтрольно западным фирмам. Во-вторых, то, что в результате послеприватизационной раздробленности ни один НИИ не способен финансировать НИОКР из-за действующей системы многократного налогообложения в технологической цепочке создания, производства и продажи нау-

коемкой продукции. Иными словами, инвестор четко поймет, что любые выделенные им средства будут мгновенно изъяты в государственный бюджет в виде налоговых отчислений, и уже по этой причине не даст предприятию ни цента.

Так что же делать? Возьму на себя смелость дать руководителям предприятий несколько советов.

Итак, **совет первый.** Следует резко изменить принципы управления предприятием, перейдя на схемы, во многом напоминающие принятые в американских транснациональных корпорациях. При реализации крупных инвестиционных проектов, связанных с наукоемкой продукцией, необходимо создавать интегрированные технологические структуры и изменить схему финансовых потоков, чтобы резко снизить налоговые выплаты в бюджет.

**Совет второй.** Значительную часть финансовых средств, вырученных от продажи наукоемкой продукции (от 10 до 30%), необходимо направлять на создание новой конкурентоспособной продукции, памятуя о том, что главная задача НИИ — захват крупного сектора товарного рынка.

**Совет третий.** Основное предназначение ученых, работающих на

предприятии, — создание крупных пакетов патентов. Однако руководству предприятия следует помнить о том, что ни один уважающий себя высококвалифицированный специалист не будет бесплатно (за пару сотен долларов) формировать научно-технический потенциал фирмы и обеспечивать получение патентов, способных нокаутировать западные фирмы.

**Совет четвертый.** Управление нематериальными активами — дело чрезвычайно сложное. В России можно по пальцам пересчитать специалистов, способных дать квалифицированные рекомендации по формированию крупных пакетов патентов и эффективному управлению нематериальными активами. И тем не менее такие специалисты на предприятии должны быть. Без них оно никогда не сможет противостоять экспансии иностранных фирм и получать сверхприбыли с товарного рынка.

**Совет пятый.** Необходимо шире использовать технологии франчайзинга (расширения бизнеса) в отношениях со своими партнерами. В значительной степени с помощью именно этих технологий американские корпорации установили контроль над российским товарным рынком наукоемкой продукции.

## ДАЙДЖЕСТ ❖ НОВОСТИ ❖ ДАЙДЖЕСТ ❖ НОВОСТИ

### Россия стоит на пороге лизингового бума

Четыре года назад в России насчитывалось полтора десятка лизинговых компаний. К маю 1998 года лицензии на право ведения лизинговой деятельности получили 536 российских и 51 зарубежная фирма. В прошлом году объем лизинговых услуг, предоставленных российским лизингополучателям, по оценкам, достиг 5,6 трлн.руб. В общем объеме инвестиций в основной капитал доля лизинга составила 1,4%, что крайне мало по сравнению с западными странами (30% и более). В то же время в этой сфере активизировались российские банки: более 7% кредитных ресурсов, направляемых ими в основной капитал, приходится на лизинг. В прошлом году основная масса договоров о кредитовании лизинговых компаний (92,4%) заключалась на срок до пяти лет. Однако рассчитывать на долгосрочный кредит для закупки лизингового оборудования, в основном, могут только те компании, учредителями которых являются банки-кредиторы. Эти же банки чаще всего становятся и лизингополучателями оборудования.

Развитию лизинга в России препятствует ряд ограничений, например запрет на сдачу в лизинг имущества, ранее использованного при лизинговой операции. Крайне затруднено у нас применение схем возвратного лизинга. Мешает его развитию и то, что по российскому законодательству объектом лизинга может быть только имущество стоимостью свыше 100 минимальных окладов. Много проблем для лизинга возникает с принятием Налогового кодекса, который, в частности, предусматривает изменение порядка по балансосодержателю лизингового имущества (в четвертый раз за четыре года!). Очень опасным может оказаться и беспрецедентное сокращение норм амортизации (до двух-четырех лет).

*Финансовые известия, 1998, № 41*

### Sony на выставке ExpoProtection

Посетители выставки ExpoProtection, прошедшей с 3 по 6 ноября в пригороде Парижа, смогли убедиться в том, что лозунг фирмы Sony "Ваш облик заслуживает наилучшего изображения" — это не только слова. На стенде фирмы демонстрировались самые последние достижения Sony в области цветных ТВ-камер для замкнутых ТВ-систем. Основные усилия разработчиков фирмы были направлены на создание новых цветных цифровых камер серии SSC-DC 50 AP/54AP/58AP, в которых впервые использована новая технология ExwaveHAD (с расширенной длиной волны). Эта технология обеспечивает вещательное качество для охранных ТВ-систем и вскоре будет использоваться во всех камерах, предназначенных для видеонаблюдения. ПЗС-датчик, которым оснащаются новые камеры, разработан на базе ПЗС-матриц, используемых в вещательном ТВ. В них отсутствуют эффекты тянущихся продолжений, что существенно улучшает видеонаблюдение на улицах, автомагистралях, железных дорогах и др. На выставке Sony продемонстрировала цветную камеру, выполненную на базе этой технологии. Благодаря ей камера обладает очень высокой чувствительностью и обеспечивает высокое качество изображения при самом плохом освещении.

Еще один новый продукт фирмы — гибридный цифровой видеоматрифон HSR-1P, объединяющий в себе устройство записи на жесткий диск и систему записи на ленту DV/DV CAM. Это устройство объединяет преимущества цифровой технологии (автоматическое сохранение данных с возможностью быстрой перезаписи, большой срок службы записывающих головок) и удобных для пользователя аналоговых устройств записи.

*По сообщению фирмы*