

## НЕКОТОРЫЕ СОВРЕМЕННЫЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ СТРОИТЕЛЬНЫХ КОМПАНИЙ

Рассматриваются вопросы связи обоснования и выбора методов оценки рыночной стоимости строительных компаний с процессами рыночного формирования спроса и предложения жилья, равновесной цены и их воплощение в российской экономике. Предлагается подойти к формированию стоимости строительных компаний с позиций неполноты контрактов как воплощения рыночных несовершенств на жилищном рынке.

*Ключевые слова:* жилищная экономика, капитализация, оценка стоимости бизнеса, равновесие, рыночные несовершенства.

O. V. Grushina  
N. Yu. Fomina

## SOME CONTEMPORARY ASPECTS OF CONSTRUCTION BUSINESS MARKET VALUE MANAGEMENT

The paper deals with co-relation between methods of determining market value of construction businesses and processes of forming housing supply and demand in the market, equilibrium price, and their existence in Russian economy. The author suggests forming the market value of construction businesses taking into consideration drawbacks in the contracts as examples of imperfections of the housing market.

*Keywords:* housing economy, capitalization, estimation of business market value, equilibrium, market imperfections.

Любая компания изначально создается для извлечения прибыли. Абсолютно у всех компаний есть уставный капитал, на базе которого и начинается деятельность в той или иной сфере. Минимальный размер уставного капитала, как известно, регулируется соответствующими нормами гражданского законодательства. При прочих равных условиях две компании с идентичным размером старт-апа могут развиваться в противоположных направлениях. Так как мы уравнили материальные основы деятельности, разница между этими двумя компаниями заключается в идеальной составляющей, т.е. в знаниях, умениях и навыках людей, несущих идею развития своего бизнеса. Все это выливается в общее понятие — корпоративное управление, материализуясь, в конечном итоге превращается в ту добавочную стоимость, которую и приносит изначально сложенный уставный капитал.

В процессе деятельности компании добавочная стоимость начинается создаваться на любой привлеченный из внешних источников актив либо нарастает на собственные активы. Но тут необходимо сделать очень важную оговорку: добавочная стоимость не всегда есть положительная величина (хотя это и цель любого начинания). Отрицательная добавочная стоимость порой просто необходима для компании, когда это касается социальных целей, но при условии, что отрицательное значение одного направления перекрывается большей положительной добавочной

стоимостью другого или нескольких других направлений деятельности компании. При обратной ситуации в компании наиболее вероятно возникновение негативных процессов, связанных с финансовой неустойчивостью, потерей доброжелательных, лояльных контрагентов и, как следствие, неплатежеспособностью (банкротством).

С развитием экономической науки и вследствие капиталистических преобразований в мире изначальная добавочная стоимость получила массу различных узкоспециальных категорий, таких как экономическая, рыночная, акционерная. Показатель EVA, или экономическая добавленная стоимость, является результатом исследований Б. Стюарта в его консалтинговой компании «Stern Stewart & Co», показатель SVA — акционерная добавочная стоимость — был предложен А. Раппапортом в 80-х гг. XX в. Компания «Stern Stewart & Co» периодически публикует рейтинг 1 тыс. компаний по показателю добавленной рыночной стоимости (Market Value Added, MVA). Этот показатель представляет собой дисконтированный поток EVA и отражает создание ценности для акционеров в долгосрочном плане. Данные показатели являются официально зарегистрированными торговыми марками соответствующих правообладателей.

Экономическая добавленная стоимость и ее составляющие элементы являются базовыми показателями концепции управления стоимостью, сформулированной Т. Коуплендом, Т. Коллером и Д. Мурина в труде «Стоимость компаний: оценка и управление». Эта работа положила начало новому направлению научной мысли — управлению стоимостью, где основополагающая доктрина — стоимость компании в целом. Только опираясь на этот конечный показатель, руководство и собственники должны принимать стратегические решения по абсолютно любым направлениям, начиная от кадровых вопросов и заканчивая выходом на международные рынки и публичным размещением акций.

Управление стоимостью компании — это такой метод управления, при котором все стратегические и оперативные управленческие решения направлены на максимизацию стоимости предприятия, а это, в свою очередь, самый комплексный показатель, оценивающий абсолютно все ее достижения. Данный метод получил широкое распространение в США в связи с тем, что собственники большинства американских компаний являются и главами компаний, а менеджеры лишь наемные работники, цель которых — повышать благосостояние собственников, т.е. стоимость компаний.

Внедрение управления стоимостью компании проводится в несколько этапов. Первый этап — оценка стоимости предприятия на текущий момент в состоянии «как есть» с созданием модели, учитывающей индивидуальность денежных потоков конкретного предприятия. Уже только этот этап способен принести предприятию ощутимую пользу, так как по его окончании в распоряжении руководителей оказывается детальная компьютерная модель всех денежных потоков предприятия, которая дает возможность анализировать, какой из элементов денежного потока привел к росту или сокращению количества денежных средств предприятия.

Оценка рыночной стоимости строительного бизнеса имеет свои особенности. Как известно, стоимость бизнеса может определяться тремя подходами — затратным, сравнительным и доходным. Однако в случае оценки бизнеса, основанного на предоставлении услуг (а именно к такому типу относится строительный бизнес), затратный подход оказывается неэффективным. Действительно, основная ценность строительной фирмы за-

ключается в ее позиции на рынке, дающей ей возможность регулярно получать контракты на строительство. Чем выше «контрактный потенциал» фирмы, тем больше ее прибыль, а следовательно, и рыночная стоимость. Стоимость активов строительной компании, как правило, не высока, и, если определять стоимость компании, отталкиваясь от рыночной стоимости активов, как это делается при затратном подходе к оценке, рыночная стоимость бизнеса окажется существенно заниженной. Единственный случай, когда применение затратного подхода к оценке бизнеса бывает оправданным, это предбанкротная ситуация, когда предприятие испытывает хронический недостаток в заказах и перспективы дальнейшего получения новых строительных подрядов выглядят неопределенными.

Сравнительные способы оценки строительного бизнеса также могут давать хорошие результаты, однако возможность практического применения сравнительного подхода ограничена отсутствием достоверной информации по продажам сходных предприятий. Действительно, продавцы и покупатели строительных компаний не склонны обнародовать цены совершенных сделок — ценовая информация в этих случаях, как правило, не выходит за рамки узкого круга участников. На организованном рынке ценных бумаг акции строительных фирм практически не обращаются, поэтому и здесь добыть сведения о продажах не представляется возможным.

Таким образом, наиболее надежным способом оценки бизнеса строительных компаний является доходный подход. Но есть небольшие нюансы его применения, связанные со спецификой строительной отрасли, например существующий «временной лаг» подсчета денежных потоков для точечных периодов (целевое финансирование от дольщиков, протоколы взаимозачетов).

Второй этап — изыскание внутренних и внешних резервов предприятия для максимально возможного увеличения его стоимости. Здесь речь идет о выявлении ключевых факторов стоимости, будь то финансовых или нефинансовых, и, соответственно, проведении факторного анализа ключевых показателей.

На третьем этапе стоимость компании в идеале должна стать основным ориентиром при принятии любых решений, будь то заключение договора с новым поставщиком или решение о продаже одного из подразделений предприятия. Если планируемое действие повлечет за собой снижение стоимости компании, оно должно быть отвергнуто.

Такова наиболее упрощенная модель внедрения управления стоимостью компании, в которую для каждой отрасли экономики следует вносить объемные корректировки, учитывающие их особенность, в том числе особенность установления равновесных состояний.

В последнее время внимание экономистов переключилось с вопросов общерыночного равновесия к вопросам множественных вариантов равновесий и их «зависимости от предыдущего пути развития»<sup>1</sup>. Это привело к тому, что, по выражению С. Боулса и Г. Гинтиса, «многие экономисты переместили свое внимание от рынков вообще к особенностям отдельных рынков, каждый из которых управляется определенными правилами и порождает особые поведенческие реакции его участников» [3, с. 335].

<sup>1</sup> См., напр., доклад Пола Дэвида «Path Dependence and Historical Social Science: an Introductory Lecture», представленный на научном симпозиуме «20 лет исследования QWERTY-эффектов и зависимости от предшествующего развития», состоявшемся в Москве 13 мая 2005 г.

Особенностью строительного рынка, как мы уже упоминали, является его *контрактность*. И если стандартное рыночное равновесие устанавливается в точке пересечения спроса и предложения, то оно к тому же подразумевает в рамках общеэкономического равновесия по Вальрасу полноту осуществления контрактов (т.е. заключение всех возможных на данный момент контрактов). Однако последние тенденции экономических исследований и практический опыт подвергают все большей критике вальрасианскую экономику, обнаруживая целый ряд «рыночных несовершенств» [1], т.е. неисправляемых рыночной саморегуляцией отклонений от равновесных состояний. Одним из таких несовершенств на товарных рынках (к которым можно отнести и строительный) является *неполнота контрактов*. Как указывают С. Боулс и Г. Гинтис, «последние исследования... отношений принципала и агента указывают на нарушение предпосылки фундаментальной теоремы о возможности заключения полных контрактов, из чего следует, что изначальное распределение богатства может оказывать существенное влияние на аллокационную эффективность. Это объясняется тем, что стимулы, санкции и другие положения контракта, которые могут быть использованы в той или иной ситуации обмена, зависят от уровня благосостояния сторон, участвующих в обмене» [3, с. 326].

Таким образом, полнота контрактов, обеспечивающая рыночное (справедливое) равновесие, оказывается в зависимости от благосостояния сторон (!), т.е. в российской действительности в области жилищного строительства такое равновесие на данный момент недостижимо. Благосостояние стороны спроса явно отстает от цен предложения. Такой процесс установления равновесия мы можем охарактеризовать как *нестационарный*.

Научное наблюдение за такими процессами вызвало рождение нового направления — эволюционной (синергетической) экономики. Основным вектором научных поисков здесь является исследование *нестационарных процессов* и прогнозирование поведения их переменных величин.

Нестационарными процессами объективнее всего можно объяснить рост цен на жилье с одновременным увеличением спроса и незначительным ростом предложения, что происходило у нас до кризисного периода, усилившись с внедрением ипотеки.

Известно, что в условиях совершенной конкуренции стоимость товара равна минимальным средним издержкам на его производство. Это же верно при моделировании равновесной цены. Однако «для нестационарного экономического поведения типична несовершенная (монополистическая) конкуренция, результаты которой нельзя предсказать заранее» [4, с. 46].

Доказано, что одним из результатов такой конкуренции становится создание неравновесной «сверхстоимости», намного превышающей минимальные средние издержки. Положительным оправданием подобного процесса является то, что за формированием этой новой стоимости «может стоять реальное улучшение потребительских свойств в результате успешного осуществления инноваций, основанных на усовершенствованиях, открытиях и изобретениях» [там же, с. 53].

Поэтому «сверхстоимость» предлагается называть *инновационной стоимостью*. За инновационную сверхстоимость начинает голосовать сам потребитель, предпочитая воспользоваться товаром с теми или иными улучшенными функциями (хотя по большому счету его заставляют голосовать при помощи массовой «инновационной» рекламы и апелляции к не самым лучшим человеческим качествам: гордыне, тщеславию, лени, жажде удовольствий и т.п.).

Нестационарный процесс будет усиливаться, когда разрыв между средними издержками и сверхстоимостью растет. Мы уже писали, что главными причинами этого в жилищном строительстве является самоусиливающийся процесс расхождения «цены» труда и «цены» капитала [2]. Цена труда заложена в средних издержках как плата за труд (доля заработной платы), а цена капитала во многом определяет «инновационную» сверхстоимость, потому что любая инновация требует инвестиций, даже «инновация» в кавычках. Когда осуществляется попытка повысить оценку труда, то растут средние издержки. Если цена капитала при этом не уменьшается, сверхстоимость автоматически подскакивает, разрыв сохраняется или увеличивается. Ахиллес никогда не догонит черепаху.

Мы считаем, что подобные процессы определили поведение цен, спроса и предложения на рынке жилья в РФ, но только в своей негативной трактовке и с вызывающими опасение долгосрочными последствиями. Поясним, что мы имеем в виду.

«Инновационная» сверхстоимость в жилищном строительстве в РФ в начале 2000-х достигла заметного отрыва от минимальных средних издержек строительства благодаря следующим причинам.

Во-первых, наличие той самой монополистической конкуренции, о которой мы упоминали выше, когда ограниченное число крупных строительных корпораций стало господствовать на жилищном рынке Москвы, а затем эта тенденция перешла в регионы.

Во-вторых, содержанием сверхстоимости стали в основном не инновации, а методы лоббирования интересов в части землеотвода, получения разрешений на строительство, согласования проектов точечной застройки и т.п. «Строительная отрасль сильно монополизирована и в большей мере принадлежит чиновникам, которые являются тайными акционерами строительных корпораций и лоббируют их интересы. Отсюда откаты, финансируемые покупателями, и необоснованное завышение цен в условиях отсутствия конкуренции» [5].

В-третьих, сформировался ограниченный, но весьма платежеспособный класс потребителей (ставших обладателями сверхдоходов от все тех же переходных нестационарных процессов), «изголодавшийся» от невозможности в советское и раннее постсоветское время свободной продажи-покупки квартир и разработки оригинальных планировок. Этот круг потребителей был готов платить высокую цену за подобное изменение потребительских качеств жилья, что вполне устраивало строительные корпорации и позволяло не заботиться о глобальном расширении предложения.

В-четвертых, в нестационарных экономических процессах наблюдается отсутствие тенденции к выравниванию норм прибыли в различных отраслях. Более того, так как прибыль не усредняется, происходит непрерывное устойчивое перемещение финансовых ресурсов из отраслей с меньшей прибылью в отрасли с большей прибылью, в связи с этим, в отличие от равновесных моделей, растет различие норм прибыли, и этот процесс становится самоподдерживающимся. В жилищном строительстве это становится особенно наглядным, когда на протяжении нескольких лет сохранялся близкий по составу круг потребителей, которые вновь и вновь возвращались на рынок жилья уже со спекулятивно-инвестиционными интересами.

В таких условиях оценка стоимости строительной компании доходным методом, основанным на дисконтировании денежных потоков от сверхстоимости строительной продукции в условиях ограниченного числа контрактов, будет не совсем адекватной. Мы предлагаем корректиро-

вать доходный метод оценки стоимости путем учета размера неполноты контрактов, т.е., например, неиспользованных строительной компанией возможностей спроса на рынке жилья.

Если провести сравнение дисконтированной капитализированной стоимости компании в нынешних условиях и с учетом всего потенциального спроса при адекватной цене 1 м<sup>2</sup> [2], то полученную разницу следует считать недораскрытием возможностей менеджмента компании в области максимизации ее рыночной стоимости.

### Список использованной литературы

1. Бланшар О. Что мы знаем о макроэкономике, чего не знали Фишер и Виксель? / О. Бланшар // Истоки: из опыта изучения экономики как структуры и процесса / редкол.: Я.И. Кузьминов (гл. ред.), В.С. Автономов (зам. гл. ред.), О.И. Ананьина [и др.]; Гос. ун-т — Высшая школа экономики. — 2-е изд. — М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007. — С. 338–380.
2. Грушина О.В. Жилищный вопрос в РФ: решение в рамках новой экономической парадигмы / О.В. Грушина // Мир России. — 2011. — № 2. — С. 125–142.
3. Истоки: из опыта изучения экономики как структуры и процесса / редкол.: Я.И. Кузьминов (гл. ред.), В.С. Автономов (зам. гл. ред.), О.И. Ананьина [и др.]; Гос. ун-т — Высшая школа экономики. — 2-е изд. — М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007. — 536 с.
4. Костюк В.Н. Нестационарные экономические процессы / В.Н. Костюк. — М.: Едиториал УРСС, 2004. — 240 с.
5. Строительство жилья в СССР и РФ (1918–2007). — Режим доступа: <http://muacre.livejournal.com/54014.html> (дата обращения 5 мая 2011).

### Referenses

1. Blanshar O. Chto my znamo o makroekonomike, chego ne znali Fisher i Viksel'/? / O. Blanshar // Istoki: iz opyta izucheniya ekonomiki kak struktury i protsesssa / redkol.: Ya.I. Kuz'minov (gl. red.), V.S. Avtonomov (zam. gl. red.), O.I. Anan'ina [i dr.]; Gos. un-t — Vysshaya shkola ekonomiki. — 2-e izd. — M.: Izd. dom GU VShE, 2007. — S. 338–380.
2. Grushina O.V. Zhilishchnyi vopros v RF: reshenie v ramkakh novoi ekonomicheskoi paradigmy / O.V. Grushina // Mir Rossii. — 2011. — № 2. — S. 125–142.
3. Istoki: iz opyta izucheniya ekonomiki kak struktury i protsesssa / redkol.: Ya.I. Kuz'minov (gl. red.), V.S. Avtonomov (zam. gl. red.), O.I. Anan'ina [i dr.]; Gos. un-t — Vysshaya shkola ekonomiki. — 2-e izd. — M.: Izd. dom GU VShE, 2007. — 536 s.
4. Kostyuk V.N. Nestatsionarnye ekonomicheskie protsessy / V.N. Kostyuk. — M.: Editorial URSS, 2004. — 240 s.
5. Stroitel'stvo zhil'ya v SSSR i RF (1918-2007). — Rezhim dostupa: <http://muacre.livejournal.com/54014.html> (data obrashcheniya 5 maya 2011).

### Информация об авторах

*Грушина Ольга Валерьевна* — кандидат экономических наук, доцент, кафедра экономики и управления инвестициями и недвижимостью, Байкальский государственный университет экономики и права, г. Иркутск, e-mail: [olga7771972@mail.ru](mailto:olga7771972@mail.ru).

*Фомина Наталья Юрьевна* — аспирант, кафедра экономики и управления инвестициями и недвижимостью, Байкальский государственный университет экономики и права, г. Иркутск, e-mail: [fomina\\_tasha@mail.ru](mailto:fomina_tasha@mail.ru).

### Authors

*Grushina Olga Valerievna* — PhD in Economics, Associate Professor, Chair of Investments and Real Estate Economy and Management, Baikal State University of Economics and Law, Irkutsk, e-mail: [olga7771972@mail.ru](mailto:olga7771972@mail.ru).

*Fomina Natalia Yurievna* — post-graduate student, Chair of Investments and Real Estate Economy and Management, Baikal State University of Economics and Law, Irkutsk, e-mail: [fomina\\_tasha@mail.ru](mailto:fomina_tasha@mail.ru).