

Валерий Галасюк – академик АЭН Украины, генеральный директор аудиторской фирмы «КАУПЕРВУД» (Украина), член Президиума Совета Союза аудиторов Украины, член Аудиторской Палаты Украины, Председатель ревизионной комиссии Украинского общества оценщиков, заместитель Председателя Правления Ассоциации налогоплательщиков Украины

Виктор Галасюк – директор департамента кредитного консалтинга информационно-консалтинговой фирмы «ИНКОН-ЦЕНТР» (консалтинговая группа «КАУПЕРВУД»), лауреат конкурсов молодых оценщиков Украинского общества оценщиков

Тот, кто не смотрит вперед, оказывается позади.

Д. Герберт



ТЕОРЕМА G3B СТРУКТУРЫ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА, БАЗИРУЮЩАЯСЯ НА КОНЦЕПЦИИ CCF

Да. Так звучит ответ на вопрос о том, можно ли было предотвратить волну корпоративных крахов, захлестнувших на рубеже тысячелетий США и Европу. Конечно, историю нельзя изменить, зато, осознав произошедшее, можно предпринять определенные действия, чтобы не допустить подобного развития событий в будущем. Однако для этого кроме негативного опыта инвесторов, оказавшихся с пустыми кошельками, необходимо нечто большее – понимание фундаментальных причин произошедших крахов.

Особую актуальность данной работе придает то, что «корпоративные скандалы», как их окрестили средства массовой информации, на сегодняшний день достигли такого масштаба, что могут с полным правом считаться экономической проблемой мирового масштаба. Негативные последствия волны «корпоративных скандалов», прокатившихся по миру, настолько серьезны, что по значимости их, пожалуй, можно сравнить с Великой депрессией. Только тогда экономика страдала от недостатка спроса, а сейчас - от *избытка ожиданий*. Конечно, можно было бы оставить этот вопрос на откуп летописцам, но мы уверены, что это только пролог. Если в будущем не будут предприняты эффективные стабилизационные меры, то на фоне возможного развития событий волна корпоративных крахов конца XX века может показаться совершенно безобидной.

В данной работе мы предлагаем один из «рецептов» для решения проблемы корпоративных крахов, базирующийся на положениях *Теоремы G3B*, которая сформулирована и доказана в данной статье. Но эта теорема не могла бы появиться без соответствующего фундамента. Таким фундаментом послужила основополагающая теорема стоимости - Теорема G1,

сформулированная и доказанная нами на базе концепции CCF* и теории измерений [1-4, www.galasyuk.dnepr.net]. **Теорема G1** гласит: **Стоимость объекта определяется его моментальной стоимостью и ожиданиями по поводу изменения его моментальной стоимости в будущем.** Идею Теоремы G1 можно концептуально отразить следующей формулой:

$$V = f(M, e), \quad (1)$$

где V – стоимость объекта (ден.ед.);

M – моментальная стоимость объекта (ден.ед.);

e – безразмерный коэффициент, отражающий ожидания по поводу изменения моментальной стоимости объекта за определенный период времени в будущем.

На базе теоремы G1 была сформулирована Теорема G1B, отражающая новый подход к оценке бизнеса. **Теорема G1B** гласит: **Стоимость бизнеса определяется его моментальной стоимостью и ожиданиями по поводу изменения его моментальной стоимости в будущем.**

Положения Теоремы G1 и Теоремы G1B позволили получить универсальную формулу стоимости:

$$V_i = M_i \cdot e_i, \quad (2)$$

где V_i – стоимость объекта в момент времени i (ден.ед.);

M_i – моментальная стоимость объекта в момент времени i (ден.ед.);

e_i – безразмерный коэффициент, отражающий ожидания в момент времени i по поводу изменения моментальной стоимости объекта за определенный период времени в будущем.

Формула (2) позволила по-новому взглянуть на ряд неожиданных и сокрушительных банкротств компаний, одним из ярких примеров которых является ситуация с концерном Enron. Было продемонстрировано, что причина внезапного «обвала» стоимости состоит не столько в изменении моментальной стоимости бизнеса, отражающей результат его прошлой

* Ознакомиться с положениями концепции условно-денежных потоков (conventionally cash flows conception), а также принять участие в их обсуждении можно на сайте WWW.CCF.COM.UA.

деятельности, сколько в стремительной кардинальной перемене ожиданий по поводу изменения его моментальной стоимости в будущем [1].

Универсальная формула стоимости (2) может быть преобразована и представлена в аддитивной форме:

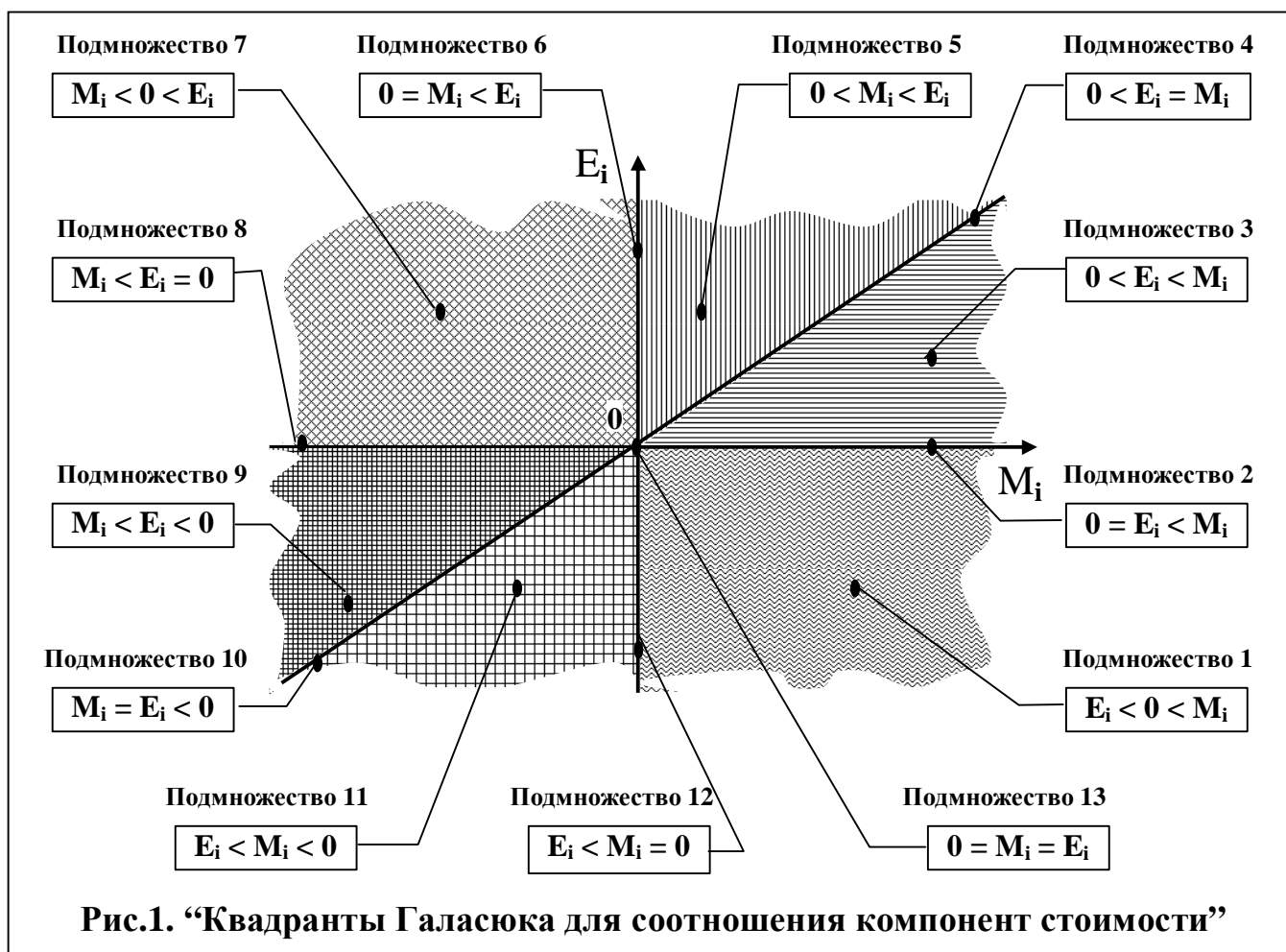
$$V_i = M_i + E_i, \quad (3)$$

где V_i – стоимость объекта в момент времени i (ден.ед.);

M_i – моментальная стоимость объекта в момент времени i (ден.ед.);

E_i – ожидания в момент времени i по поводу изменения моментальной стоимости объекта за определенный период времени в будущем (ден.ед.).

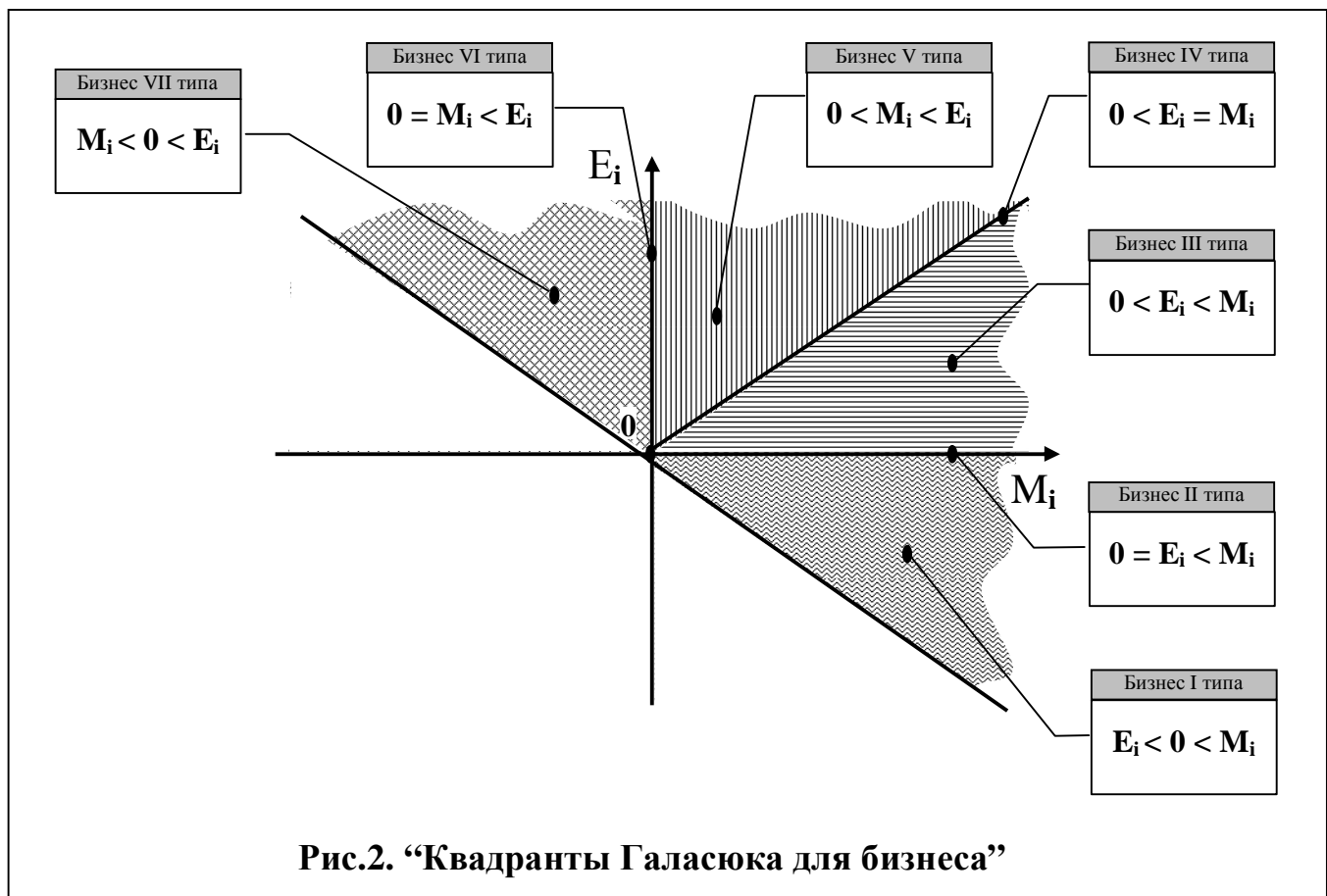
Различные варианты соотношений величин M_i и E_i , можно представить в виде следующего рисунка* (см. рис.1).



* Идея создания этих квадрантов предложена Валерием Галасюком.

Следует отметить, что "квадранты Галасюка для соотношения компонент стоимости" отражают все возможные с *математической точки зрения* варианты соотношений величин M_i и E_i . Однако, по-видимому, не все варианты соотношения компонент стоимости, представленные на рис.1, допустимы с *экономической точки зрения*. По-видимому, бизнес, величина стоимости которого (V_i) имеет неположительное значение, вряд ли может рассматриваться в качестве бизнеса как такового. Ведь бизнес, по сути, представляет собой генератор стоимости, а когда стоимость бизнеса приобретает неположительное значение, это означает потерю "последней надежды" на осуществление его основной функции - генерации стоимости.

С учетом изложенного, "квадранты Галасюка для соотношения компонент стоимости" для бизнеса трансформируются в "квадранты Галасюка для бизнеса"* (см.рис.2).



Возникает вопрос: имеет ли какое-либо значение структура стоимости бизнеса, или же субъекту экономических отношений совершенно безразлично за счет какой компоненты M_i или E_i преимущественно образуется стоимость бизнеса (V_i). Может быть, важна лишь величина стоимости бизнеса (V_i), а ее структура вовсе не играет никакой роли? Однако здравый смысл подсказывает, что это не

* Идея создания этих квадрантов предложена Валерием Галасюком.

так, и структура стоимости все же включает в себе определенный экономический смысл. Проанализируем какой.

Формула (3) наглядно демонстрирует, что стоимость объекта в момент времени i (V_i) образуется за счет двух компонент. Причем одна из них - моментальная стоимость объекта в момент времени i (M_i) является гораздо более стабильной, чем другая - ожидания в момент времени i по поводу изменения моментальной стоимости объекта за определенный период времени в будущем (E_i). Прошлое, как известно, изменить нельзя, а вот ожидания по поводу будущего могут изменяться кардинально и весьма стремительно в зависимости от информации, поступающей к субъекту экономических отношений, осуществляющему оценку. Указанное дает возможность сформулировать Теорему G3.

Теорема G3.

Чем больший удельный вес в структуре стоимости объекта занимают ожидания по поводу изменения его моментальной стоимости в будущем, тем потенциально более изменчива стоимость этого объекта.

Доказательство теоремы G3.

Моментальная стоимость объекта отражает результат существования объекта в прошлом, а ожидания по поводу ее изменения относятся к будущему. Прошлое нельзя изменить, а ожидания по поводу будущего могут изменяться весьма стремительно и существенно. Следовательно, чем больший удельный вес в структуре стоимости объекта занимают ожидания по поводу изменения его моментальной стоимости в будущем, тем потенциально более изменчива стоимость данного объекта.

Справедливость изложенного подтверждается анализом полученной в результате проведенных ранее исследований «**золотой формулы CCF**»^{*} - универсальной формула для определения стоимости решения субъекта экономических отношений по отношению к объекту экономических отношений, которая, по сути дела, выражает стоимость данного объекта при выборе соответствующего варианта решения [5]. «Золотая формула CCF» представляет собой способ исчисления стоимости, учитывающий не только пространство и время, но также субъективность и асимметричность оценок, вероятности и риски:

$$V = \sum_{t=0}^T \sum_{q=1}^Q \frac{X_{qt} \cdot p_{X_{qt}}}{(1 + r_{qt})^t} - \sum_{t=0}^T \sum_{q=1}^Q \frac{(Y_{qt} \cdot p_{Y_{qt}} + y_{qt} \cdot p_{y_{qt}})}{(1 + r_{qt})^t}, \quad (4)$$

^{*} Хотя «платиновая формула CCF» имеет преимущество перед «золотой формулой CCF», поскольку базируется на субъектно-ориентированной (концепция GSOD), а не на традиционной концепции дисконтирования, в данной работе для упрощения рассматривается «золотая формула CCF».

где V – стоимость объекта экономических отношений;

X_{qt} – величина положительного ССФ в точке q в момент времени t ;

p_{Xqt} – вероятность возникновения соответствующего положительного ССФ в точке q в момент времени t , отражающая связанный с ним экономический риск;

$X_{qt} \cdot p_{Xqt}$ – величина положительного ССФ в точке q в момент времени t , с учетом вероятности его возникновения и присущего ему экономического риска;

Y_{qt} – величина отрицательного ССФ в точке q в момент времени t ;

p_{Yqt} – вероятность возникновения соответствующего отрицательного ССФ в точке q в момент времени t ;

$Y_{qt} \cdot p_{Yqt}$ – величина отрицательного ССФ в точке q в момент времени t , с учетом вероятности его возникновения;

y_{qt} – величина дополнительного отрицательного ССФ в точке q в момент времени t , отражающего экономический риск, связанный с отрицательным ССФ;

p_{yqt} – вероятность возникновения соответствующего дополнительного отрицательного ССФ в точке q в момент времени t , отражающего экономический риск, связанный с отрицательным ССФ;

$y_{qt} \cdot p_{yqt}$ – величина экономического риска, присущего отрицательному ССФ в точке q в момент времени t ;

r_{qt} – ставка дисконта в точке q в момент времени t .

В работе [1] было продемонстрировано, что формулу (4) можно разложить на две части:

$$V = \left(\sum_{q=1}^Q X_{q0} - \sum_{q=1}^Q Y_{q0} \right) + \left(\sum_{t=1}^T \sum_{q=1}^Q \frac{X_{qt} \cdot p_{Xqt}}{(1+r_{qt})^t} - \sum_{t=1}^T \sum_{q=1}^Q \frac{(Y_{qt} \cdot p_{Yqt} + y_{qt} \cdot p_{yqt})}{(1+r_{qt})^t} \right), \quad (5)$$

Первый член формулы (5), заключенный в скобки, представляет собой моментальную стоимость бизнеса, отражающую результаты его прошлой деятельности (M_i). Второй член формулы (5), заключенный в скобки, отражает ожидаемую величину *изменения* моментальной стоимости бизнеса за определенный период времени в будущем – ΔM , которая, по сути, и является величиной ожиданий (E_i). Таким образом, формулы (3) и (5) являются различными проявлениями одной и той же экономической сущности - стоимости.

Как видно, первый член формулы (5), заключенный в скобки, не содержит параметров вероятности и риска, и, по сути, является детерминированным. Таким образом, моментальная стоимость бизнеса (M_i) в конкретный момент времени не подвержена потенциальной изменчивости. Второй же член формулы (5), заключенный в скобки, содержит параметры вероятности и риска, и, следовательно, носит стохастический (вероятностный) характер. Таким образом, ожидания по поводу изменения моментальной стоимости бизнеса за определенный период времени в будущем (E_i) потенциально изменчивы.

Для оценки бизнеса **теорема G3** трансформируется в **теорему G3B**.

Теорема G3B.

Чем больший удельный вес в структуре стоимости бизнеса занимают ожидания по поводу изменения его моментальной стоимости в будущем, тем потенциально более изменчива стоимость этого бизнеса.

Доказательство теоремы G3B аналогично доказательству теоремы G3.

Теорема G3B позволяет получить утвердительный ответ на вопрос о том, имеет ли структура стоимости бизнеса значение для субъекта экономических отношений. Роль ключевого критерия принятия экономических решений, безусловно, принадлежит величине стоимости, вместе с тем ее потенциальная изменчивость также немаловажна. Возможно, крах таких гигантов как Enron, Worldcom, SwissAir и др., обладавших весьма внушительной стоимостью, не оказался бы столь внезапным, если бы потенциальная изменчивость их стоимости была бы не столь значительной.

Особую практическую значимость теореме G3B придает наметившаяся в последнее время глобальная тенденция к увеличению изменчивости стоимости. Так, например, специалисты компании «PricewaterhouseCoopers» в своей работе «Революция в корпоративной отчетности» отмечают: «Вряд ли кого-то удивит, что компании Новой экономики проявляют большую изменчивость, нежели приверженцы старой...» [6,с.50].

В силу своей практической значимости структура стоимости бизнеса, определяющая потенциальную изменчивость его стоимости, должна быть известна субъектам экономических отношений – инвесторам, собственникам, кредиторам и др.

В последующих работах мы рассмотрим конкретные примеры анализа экономических ситуаций с учетом положений Теоремы G3B и продемонстрируем отличия экономических решений, принимаемых с учетом положений Теоремы G3B и без их учета.

Список литературы:

1. Галасюк В.В., Галасюк В.В. Теорема G1B – новий підхід до оцінки бізнесу, побудований на концепції CCF// Державний інформаційний бюлетень про приватизацію.-2002.-№5.-С.60-64.
2. Галасюк В.В. Проблемы теории принятия экономических решений: Монография.- Днепропетровск: Новая идеология, 2002. – 304 стр.
3. Галасюк В.В. О необходимости использования понятия «условный денежный поток»//Финансовые риски.-2000.-№1.-С.125-128.

4. Галасюк В.В., Галасюк В.В. Понятие денежных потоков и условных денежных потоков в контексте финансовой концепции капитала МСБУ//Вестник бухгалтера и аудитора Украины.-2000.-№18.-С.4-5.
5. Галасюк В., Сорока М., Галасюк В. Принцип субъективной асимметричности оценок в контексте концепции условно-денежных потоков. // Финансовые риски.-2002.- № 1-2(29).- С.78-81.
6. Эклз Роберт Дж., Герц Роберт Х., Киган Э. Мэри, Филлипс Дейвид М.Х. Революция в корпоративной отчетности: Как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли/ Пер. с англ. Н. Барышниковой.-М.: «Олимп-Бизнес», 2002.-400 с.: ил.



Координаты авторов:
Консалтинговая группа «КАУПЕРВУД»,
Украина, г. Днепропетровск, ул. Гоголя 15-а,
тел./факсы: (38 0562) 47-16-36, 47-83-98, (38 056) 370-19-76
e-mail: vv@cowperwood.dnepr.net, victor@mail.dnepr.net, vit@inkon.dnepr.net,
www: www.cowperwood.dnepr.net, www.galasyuk.dnepr.net, www.ccf.com.ua, www.galasyuk.com