

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

В. А. Черненко, В. В. Бочаров

УПРАВЛЕНИЕ
СТОИМОСТЬЮ
БИЗНЕСА



Нестор-История
Санкт-Петербург
2016

УДК 338.64
ББК 65.05
Ч-49

Ч-49 Черненко В. А., Бочаров В. В.

Управление стоимостью бизнеса. – СПб. : Нестор-История, 2016. – 160 с.

ISBN 978-5-4469-0873-8

ISBN 978-5-4469-0873-8



© В.А. Черненко, В.В. Бочаров, 2016
© Издательство «Нестор-История», 2016

Введение

Современная экономика России характеризуется расширением самостоятельности и ответственности хозяйствующих субъектов за результаты финансовой деятельности. Для достижения этой цели необходим поиск решений, ориентированных на повышение эффективности функционирования компаний в различных сферах бизнеса.

Стоимость компании — комплексный и долгосрочный параметр, выражающий результаты ее деятельности за данный релевантный период. С ростом стоимости компании увеличивается акционерный капитал, что позволяет получить доход от перепродажи принадлежащих акционерам акций и повысить инвестиционную привлекательность бизнеса. Современные концепции финансового менеджмента ориентированы на увеличение стоимости бизнеса. Поэтому в развитии финансового менеджмента как науки, определяющей методологию и технику управления финансами, доминирующее значение принадлежит различным теориям оценки стоимости. Например, таким как оценка стоимости базовых финансовых активов, арбитражное ценообразование, ценообразование опционов, оценка стоимости отдельных видов активов (имущества) и бизнеса в целом. Правомерно назвать и финансовые теории, обеспечивающие максимизацию стоимости с учетом коммерческого риска: теории портфеля, структуры капитала и дивидендов. Указанные научные достижения привели к выделению самостоятельной области финансовой науки — теории оценки стоимости. Признание увеличения стоимости компании в качестве приоритетной стратегической цели обуславливает необходимость создания системы управления стоимостью бизнеса.

Управлять стоимостью возможно только в том случае, если стоимостных принципов придерживаются все сотрудники на всех уровнях управления компанией. В этой связи главной задачей высшего руководства, которое занимается внедрением данной концепции, является разработка ключевых факторов стоимости, т.е. конкретных параметров, определяющих стоимость компании. Принимая управленческое решение, руководство должно соотносить последствия его влияния на деятельность компании, итоговым критерием которого является стоимость.

Следовательно, концепция управления компанией, основанная на максимизации ее стоимости, как показала практика, считается одной из самых успешных. Это связано с тем, что изменение стоимости компании, будучи критерием эффективности хозяйственной деятельности, учитывает практически всю информацию о ее функционировании. В современных условиях многие российские компании ориентируются на максимизацию своей стоимости.

В данном учебном пособии подробно освещены ключевые аспекты стоимостного управления с позиций современной экономической теории и практики. В то же время углубленное изучение дисциплины «Управление стоимостью бизнеса» должно быть основано на освоении бакалавром программы дисциплины, лекционного материала, соответствующей литературы и на активной самостоятельной работе. Студентам при изучении курса следует обратить внимание на стоимостную направленность обоснования финансовых решений.

Предложенное вниманию бакалаврам учебное пособие основано на авторских разработках, адаптированных к современной экономической ситуации в России и к требованиям отечественного законодательства.

В результате детального изучения курса бакалавры должны:

знать:

- ключевые понятия и современные теоретические концепции, характеризующие стоимость бизнеса;
- организационное и информационное обеспечение управления стоимостью;
- факторы, определяющие величину стоимости бизнеса;
- ключевые инструменты стоимостного управления;
- основные подходы и методы оценки бизнеса;
- ключевые модели оценки и управления стоимостью бизнеса, основанные на экономической прибыли;
- оценку и управление стоимостью финансовых активов;
- оценку и управление стоимостью нематериальных активов;

уметь:

- находить и оценивать теоретические и практические материалы, полученные из научной литературы, раскрывающие базовые понятия и принципы, используемые в процессе управления стоимостью компании;
- выбирать и оценивать наиболее рациональные подходы и методы, позволяющие оценивать стоимость компании;
- определять влияние стратегических альтернатив развития на стоимость бизнеса;

- оценивать и управлять стоимостью финансовых и нематериальных активов;
- оценивать стратегию управления стоимостью компании в процессе реорганизации;

владеть:

- фундаментальными приемами, предлагаемыми в отечественной и зарубежной теории для принятия обоснованных финансовых решений по оценке и управлению стоимостью бизнеса;
- способами выбора наиболее представительных и надежных моделей для оценки активов (бизнеса);
- приемами сбора, обработки и анализа показателей, необходимых для управления и оценки стоимости бизнеса;
- навыками применения программных продуктов, использования компьютерной техники и технологий для оценки стоимости активов (бизнеса).

Знания, полученные в результате изучения дисциплины «Управление стоимостью бизнеса», позволят бакалаврам в процессе последующей самостоятельной работы принимать квалифицированные финансовые решения по оценке стоимости активов (бизнеса).

Такие решения принимают на основе базовых концепций финансового менеджмента и корпоративных финансов, что позволяет выявить фундаментальные факторы создания стоимости в коммерческих организациях.

ГЛАВА 1.

Понятие стоимости бизнеса и стоимостной подход к управлению

1.1. Особенности бизнеса как объекта оценки

Оценка стоимости бизнеса, как и любого другого объекта собственности,— целенаправленный процесс определения стоимости в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов внутренней и внешней среды.

Бизнес — вид деятельности, приносящий его владельцу экономическую выгоду (доход, прибыль).

Ключевые факторы, влияющие на состояние бизнеса в России:

- законодательные основы бизнеса;
- система стандартов, которые определяют минимальный уровень качества, на основании которого оценщик должен оценивать активы (имущество) компании;
- нормы и нормативы, используемые при регулировании бизнеса;
- значительное влияние внутренней и внешней среды и др.

На практике различают бизнес как объект оценки и бизнес как товар.

Особенности бизнеса как объекта оценки следующие:

- при оценке бизнеса объектом является деятельность, направленная на получение прибыли и проводимая на базе функционирования имущественного потенциала компании;
- при оценке бизнеса следует учитывать, что предприятие выступает как юридическое лицо и одновременно является субъектом хозяйствования. Поэтому при расчете стоимости целесообразно принимать во внимание наличие определенных юридических прав;
- при оценке бизнеса важно установить стоимость имущественного комплекса, а также результативность создания и прироста стоимости в рамках изучаемого объекта.

В качестве объектов оценочной деятельности могут выступать:

- совокупность вещей, составляющих имущество юридического или физического лица (движимое или недвижимое имущество, а также хозяйствующий субъект в целом);
- отдельные материальные объекты;
- нематериальные (неосязаемые) активы;
- продукция, работы, услуги, информация;
- имущественные права и обязательства;
- право купли-продажи объекта или его части и др.

Субъектами оценочной деятельности являются:

- органы исполнительной власти Российской Федерации, ее субъектов, местного самоуправления;
- оценщики — индивидуальные предприниматели, юридические лица;
- юридические и физические лица, по заказу которых осуществляют оценку объекта;
- юридические и физические лица, органы исполнительной власти, использующие информацию, которая присутствует в отчете об оценке объекта;
- профессиональные объединения оценщиков.

Бизнес как товар имеет ряд особенностей:

- бизнес выступает как инвестиционный товар, так как вложения в него осуществляются с целью получения экономических выгод в будущем;
- потребность в бизнесе как в товаре зависит от процессов, происходящих как внутри самого товара, так и во внешней среде;
- бизнес в качестве товара нуждается в регулировании его оценки;
- важно активное участие государства в регулировании процесса купли-продажи бизнеса, а также рыночных цен на данный вид товара.

Знание особенностей бизнеса как объекта оценки и как товара позволяет грамотно установить вид определяемой стоимости и выбрать метод оценки.

Контрольные вопросы и задания

1. Назовите основные факторы, влияющие на состояние бизнеса в России.
2. Раскройте особенности бизнеса как объекта оценки.
3. Определите особенности бизнеса как товара.

1.2. Общая характеристика стоимости бизнеса и виды стоимости

Стоимость не фактор бизнеса, а оценочное суждение, выносимое на базе доступной информации и применяемых методов выполнения оценочных расчетов. Следует понимать, что, исходя из обстоятельств, в один и тот же момент времени компания может иметь несколько стоимостей. Поэтому, приступая к оценке и управлению стоимостью, важно установить, о каком показателе стоимости идет речь.

Используя показатель стоимости в оценочной деятельности, указывают конкретный вид стоимости, который определяют на основе использования предполагаемого результата оценки.

Исходя из Федерального стандарта оценки «Цель оценки и виды стоимости» (ФСО № 2), утвержденного Приказом от 20 июля 2007 г. № 255, установлено, что в оценочной деятельности используются следующие виды стоимости объекта оценки:

- рыночная стоимость;
- инвестиционная стоимость;
- ликвидационная стоимость;
- кадастровая стоимость.

Рыночная стоимость выражает наиболее вероятную цену, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда партнеры действуют разумно, располагая всей доступной информацией, а на величину сделки не влияют какие-либо чрезвычайные события, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки детально ознакомлены с предметом сделки и поступают в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки, и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

Возможность отчуждения на открытом рынке означает, что объект оценки представлен на данном рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов. При этом срок экспозиции объекта на рынке должен быть достаточным для привлечения внимания большого числа потенциальных покупателей.

Разумность действий сторон сделки означает, что цена — максимальная из достижимых по разумным соображениям цен для покупателя.

Полнота располагаемой информации означает, что стороны сделки в достаточной степени информированы о предмете сделки. Они действуют, стремясь достичь наилучших условий сделки с позиции каждой из сторон, используя полный объем информации о состоянии рынка и об объекте оценки, доступной на дату оценки.

Отсутствие чрезвычайных обстоятельств означает, что у каждой из сторон сделки присутствуют мотивы для ее совершения, а в отношении сторон нет принуждения совершить сделку.

На базе законодательства рыночную стоимость объекта оценки необходимо определять в следующих случаях:

- при изъятии имущества для государственных нужд;
- при определении стоимости безвозмездно полученного имущества;

- при установлении стоимости размещенных акций общества, приобретаемых обществом по решению общего собрания акционеров или по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества;
- при определении стоимости объекта залога, включая ипотеку;
- при установлении стоимости неденежных вкладов в уставный (складочный) капитал;
- при определении стоимости имущества должника в ходе процедур банкротства.

Для расчета инвестиционной стоимости объекта оценки определяют стоимость конкретного лица или группы лиц для установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целей использования объекта оценки. В отличие от определения рыночной стоимости, учет возможности отчуждения по инвестиционной стоимости на открытом рынке необязателен.

Для расчета ликвидационной стоимости объекта определяют расчетную величину, отражающую наиболее вероятную цену, по которой данный объект может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

При установлении ликвидационной стоимости, в отличие от определения рыночной стоимости, учитывают влияние чрезвычайных обстоятельств, которые вынуждают продавца реализовать объект ниже рыночной цены.

Для расчета кадастровой стоимости объекта определяют методами массовой оценки рыночную стоимость, которая устанавливается и утверждается законодательством, регулирующим кадастровую оценку. Она определяется, например, для целей налогообложения.

Исходя из потребностей оценки, существуют и другие виды стоимости. Например, балансовая, страховая, арендная, заемная, залоговая.

По укрупненной классификации различают стоимость в обмене и стоимость в пользовании.

Стоимость в обмене — это цена, которая будет преобладать на открытом и конкурентном рынке на основе установившегося равновесия, определяемого факторами спроса и предложения на объекты собственности. Ее иногда называют объективной стоимостью, определяемой реальными экономическими условиями.

Стоимость в пользовании — это стоимость собственности для индивидуального пользователя или группы пользователей (например, стоимость недвижимости на действующем предприятии). Поскольку стоимость в пользовании связана с потребностями конкретного

пользователя, то ее часто называют субъективной стоимостью. Примером стоимости в пользовании может быть инвестиционная стоимость. Она зависит от запросов конкретного инвестора.

Для инвестора приоритетное значение имеют такие факторы, как объемы и способы финансирования, риск, будущее увеличение или снижение стоимости объекта, последствия налогообложения и др.

Контрольные вопросы и задания

1. Расскажите, какие виды стоимости используют в оценочной деятельности?
2. Назовите вид стоимости, дающий наиболее объективную оценку объекта сделки.
3. Поясните, в каких случаях применяют рыночную стоимость объекта оценки?
4. В чем Вы видите отличия стоимости в обмене от стоимости в пользовании?
5. Назовите, какое влияние оказывает налогообложение на стоимость объекта оценки?

1.3. Современные теоретические концепции управления стоимостью

Теория стоимостного управления бизнесом в качестве важной составляющей включает методы и модели, представляющие инструментарий оценки и управления стоимостью компании. Создание подобных моделей осуществлялось наукой и практикой в течение последних десятилетий XX века.

В настоящее время разработан целый ряд концептуальных моделей управления стоимостью. Наиболее теоретически самостоятельными являются:

- модель А. Дамодарана;
- модель конкурентной стратегии М. Портера;
- подход Т. Коупленда, Дж. Муррина и Т. Коллера;
- подход К. Уолша и др.

Проанализируем положения стоимостного подхода к управлению, основанные на теоретической базе финансового менеджмента:

- в каждый данный момент у компании и ее бизнес-единиц существует так называемая «истинная» стоимость;
- эта истинная стоимость равна сумме все чистых (свободных) денежных потоков, которые будут созданы за все время существо-

вания данного бизнеса, дисконтированных по реальной дисконтной ставке; эта стоимость отражает реально существующие риски отклонения истинных денежных потоков от ожидаемых;

- в силу объективного и неустранимого несовершенства способностей аналитиков и финансовых менеджеров как чистые денежные потоки, так и дисконтная ставка могут быть оценены приблизительно, с некоторой предельно возможной точностью;
- как показала практика, такой точности вполне достаточно для проведения инвестиционных операций (покупки и продажи бизнеса, привлечения инвестиций, публичного предложения пакета акций), так и оперативного управления бизнесом;
- стоимость бизнеса (предприятия) устанавливается на конкретный момент времени — дату оценки. Обычно, требуемые инвестором норма доходности и сумма ожидаемых доходов оцениваются на конкретный момент времени на базе собранной информации на тот же момент времени. Этот момент времени называют датой оценки.

Стоимость с течением времени меняется, иногда очень резко. Такие изменения могут быть вызваны как внутренней средой компании, так и внешним окружением. Поэтому очень важно выбрать дату оценки.

Данные теоретические положения в той или иной степени нашли отражение в различных подходах к стоимостному управлению.

Так, в основу концепции А. Дамодарана положены четыре фактора, влияющие на стоимость:

- денежные потоки, генерируемые активами компании;
- ожидаемые темпы роста денежных потоков, которые формируют за счет реинвестирования чистой прибыли или изменения отдачи инвестируемого капитала;
- изменение продолжительности периода высокого роста денежных потоков;
- изменение стоимости активов за счет колебания операционного риска инвестированного капитала, изменений пропорций долгового финансирования или условий привлечения кредитов.

Учитывая влияние этих факторов, для повышения стоимости компании целесообразно осуществить следующие мероприятия: снижение операционных издержек, ликвидация убыточных активов, эффективное использование капиталовложений, рациональное управление запасами, проведение взвешенной кредитной политики, создание и поддержание конкурентных преимуществ.

Выделение обособленного фактора — продолжительности роста денежного потока — имеет важное значение для прогнозного и постпрогнозного периодов деятельности компаний. Этот фактор позволяет отразить преимущество концепции М. Портера

и А. Дамодарана, так как достижение долговременных темпов роста денежного потока выражает реализацию конкурентной стратегии.

Следовательно, уже на уровне целевых установок и ключевых факторов создания стоимости бизнеса А. Дамодаран использовал модель конкурентной стратегии М. Портера и реализовал основной принцип стоимостного менеджмента — долгосрочный характер темпов роста денежного потока.

В рамках концептуальной модели управления стоимостью А. Дамодаран предложил формализованную модель оценки стоимости компании. Суть его модели заключается в том, что она определяет рост стоимости компании на основе использования ключевых интегральных показателей ее деятельности.

А. Дамодаран полагал, что в его модели учтены перспективы развития компании и интересы акционеров. Во-первых, доходность вложенного капитала выражает отдачу на инвестированные средства и определяет прибыль, которую компания получит в будущем при сохранении текущего уровня эффективности использования активов. Во-вторых, коэффициент реинвестирования позволяет учесть долю прибыли, которая будет направлена на новые инвестиции в будущем, чтобы обеспечить последующий ее рост. Таким образом, компания не может надеяться на рост прибыли от продаж без реинвестирования части данной прибыли на пополнение оборотного капитала и чистые капитальные затраты.

Подход Т. Коупленда, Дж. Муррина и Т. Коллера предполагает последовательное изучение процедуры структурной перестройки компании. Отправной точкой должна стать оценка текущей стоимости активов. После этого, как считают авторы, следует оценить фактическую и потенциальную стоимость с учетом внутренних улучшений, основанных на ожидаемых денежных потоках, и возможности роста стоимости путем реструктуризации управления финансами. На последнем этапе эти оценки необходимо соотнести со стоимостью акций компании на рынке ценных бумаг, чтобы оценить потенциальную выгоду акционеров от реорганизации предприятия. Такое сравнение должно помочь инвесторам и менеджерам выявить разрыв в восприятии будущих перспектив компании.

Иной подход, предложенный К. Уолшем, основан на сбалансированности между прибылью, активами и ростом. Специалистам компании рекомендуют заранее установить те максимальные темпы роста, которые компания может обеспечить безболезненно. Исходя из этого подхода, для заданного темпа роста денежные потоки от операционной деятельности должны находиться в равновесии. Данная модель позволяет менеджерам сосредоточить внимание на приоритетных факторах, от которых зависит благополучие ком-

пании. Эти факторы тесно связаны с прибылью, оборотными активами и темпами роста.

Управление ради стоимости (MFV) — это не одна модель на всех. Каждая компания настраивает данную модель под себя, чтобы наилучшим способом разрешить проблемы и использовать благоприятные возможности. Очевидно, что выбор конкретного подхода к управлению стоимостью бизнеса зависит от специфики деятельности компании и предпочтений ее менеджеров. Однако вне зависимости от выбранной модели внедрение стоимостного подхода в систему управления бизнесом дает неоспоримые преимущества:

- позволяет выбрать общую цель и общий, универсальный язык общения для всех бизнес-единиц, подразделений и филиалов компании, что значительно повышает результативность совместной работы;
- впервые дает возможность построить интегрированную систему управления компанией, основанную на четко иерархической структуре ключевых факторов стоимости бизнеса;
- позволяет использовать максимум информации о деятельности компании, что позволяет составить корректный прогноз денежных потоков;
- значительно повышает качество принимаемых решений на базе представительного массива данных о коммерческой и финансовой деятельности компании;
- позволяет оптимально сочетать долгосрочные и краткосрочные цели компании;
- дает возможность построить максимально эффективную систему мотивации сотрудников компании, включая и материальное вознаграждение.

Одним из очевидных преимуществ стоимостного подхода к управлению является то, что он позволяет нивелировать огромный разрыв между финансовыми и нефинансовыми (операционными) показателями, а также между финансовым и операционным управлением бизнеса. Это становится возможным благодаря выявлению и тщательному структурированию системы ключевых факторов стоимости (КФС), с помощью которых и осуществляют управление бизнесом.

Контрольные вопросы и задания

1. Раскройте содержание стоимостного подхода к управлению стоимостью бизнеса.
2. Что выражает «истинная» стоимость бизнеса согласно концепции А. Дамодарана?
3. Раскройте основные теоретические положения Т. Коупленда, Дж. Муррина и Т. Коллера по управлению стоимостью бизнеса.

4. Расскажите о подходе К. Уолша к управлению стоимостью бизнеса. В чем Вы видите суть модели (MFV).
5. Какие преимущества предоставляет внедрение стоимостного подхода в систему управления российскими предприятиями?

1.4. Факторы, определяющие величину стоимости бизнеса

Эффективное управление стоимостью компании (бизнеса) во многом зависит от намеченных стратегических целей и разработки системы показателей, обеспечивающих руководителей информацией о результатах работы менеджеров. Успех управления зависит во многом от того, насколько правильно руководство может расставить приоритеты и определить факторы стоимости.

Ключевыми факторами, влияющими на стоимость (ценность) бизнеса, являются:

- рыночная конъюнктура;
- будущие выгоды от владения оцениваемым бизнесом;
- затраты на создание аналогичных компаний;
- риск получения доходов;
- степень контроля над бизнесом и степень ликвидности активов;
- ликвидность бизнеса в целом.

Спрос, как составной элемент рыночной конъюнктуры определяют предпочтения потребителей, которые зависят от того, какие доходы приносит данный бизнес собственнику, в какое время, с какими расходами это сопряжено, каковы возможности контроля и перепродажи данного бизнеса. Спрос на компанию наряду с полезностью зависит также от платежеспособности потенциальных инвесторов, ценности денег, возможности привлечь дополнительный капитал на финансовый рынок. Важным фактором, влияющим на спрос и стоимость бизнеса, является наличие альтернативных возможностей для инвестиций. Спрос зависит не только от экономических факторов. Важны также социальные и политические факторы, такие как отношение к бизнесу в обществе и политическая стабильность, состояние мировой экономики.

Будущие выгоды, которые может получить собственник объекта, зависят от характера операционной деятельности и возможности получить доход от продажи объекта после использования. Важное значение для формирования стоимости компании имеет время получения доходов. Одна ситуация, когда собственник приобретает активы и быстро начинает получать прибыль от их использова-

ния. Другая ситуация, если инвестирование и возврат капитала отделены значительным промежутком времени.

На величине стоимости неизбежно сказывается и риск как вероятность получения ожидаемых в будущем доходов. Важным фактором, влияющим на стоимость, является степень контроля, которую получает новый собственник. Если бизнес приобретает в индивидуальную частную собственность или приобретают контрольный пакет акций, то новый собственник получает такие существенные права, как право назначать управляющих, определять величину оплаты их труда, влиять на стратегию и тактику работы компании, продавать или покупать ее активы, реструктурировать данную компанию, принимать решение о поглощении других компаний, определять величину дивидендов и т.д. В силу покупки больших прав стоимость и цена будут, как правило, выше, чем в случае приобретения неконтрольного пакета акций.

Одним из важных факторов, влияющих при оценке на стоимость компании и ее имущества, является уровень ликвидности данной собственности. Рынок готов выплатить премию за активы, которые могут быть быстро обращены в денежные средства с минимальным риском потери части стоимости. Поэтому стоимость закрытых акционерных обществ должна быть ниже стоимости аналогичных открытых обществ.

Стоимость компании реагирует на любые ограничения, которые имеет бизнес. Например, если государство ограничивает цены на продукцию компании, то стоимость такого бизнеса будет ниже, чем в случае отсутствия ограничений.

Приоритетное значение в системе факторов стоимости принадлежит будущим выгодам от владения бизнесом. На размер будущих доходов и, следовательно, и на стоимость влияют следующие переменные:

- 1) темпы роста потока доходов;
- 2) доход на вновь инвестированный капитал.

Компания, которая будет зарабатывать более весомый доход на каждый рубль, вложенный в бизнес, будет стоить дороже, чем аналогичная компания, которая зарабатывает меньший доход на инвестированный капитал. Аналогично компания, которая демонстрирует быстрый рост, будет стоить больше, чем компания с низкими темпами роста, при условии, что обе компании обеспечивают одинаковый доход на капитал.

Если оба эти показателя равны, то дополнительный рост дохода не приводит ни к росту, ни к снижению стоимости. Если доход на инвестированный капитал ниже требуемой ставки дохода на собственный капитал, то дополнительный рост дохода приводит к падению стоимости компании. В таком случае компании не следует

реинвестировать заработанную прибыль, а лучше выплатить ее полностью акционерам в качестве дивидендов. На практике последовательное создание стоимости нацеливает деятельность компании на три ключевых направления: конкурентное преимущество, возврат на капитал и рост. Последовательность важна, так как без преимущества или при отрицательном возврате рост ликвидирует стоимость. Поэтому при управлении стоимостью бизнеса речь идет об управлении системой факторов стоимости.

В крупных корпорациях такая система может использовать множество факторов, управление которыми требует больших затрат. Поэтому первостепенной задачей является определение ключевых, наиболее значимых факторов, на которые должны быть направлены основные усилия по управлению стоимостью. Ключевыми факторами стоимости (драйверами стоимости) выступают те 20% факторов, которые, согласно известному «принципу Парето», формируют 80% стоимости компании.

Драйверы стоимости присутствуют во всех элементах компании (корпорации) в целом, бизнес-единицах, бизнес-процессах, региональных филиалах и проектах.

Ключевые факторы стоимости (КФС) бывают по отношению к компании — внутренние и внешние, финансовые и нефинансовые, количественные и качественные.

К финансовым драйверам можно отнести, например, выручку от продаж или размер дебиторской задолженности. К нефинансовым количественным — дневной объем производства в физическом выражении. Примером качественного драйвера является степень удовлетворения клиентов уровнем сервиса компании. Внешним КФС может быть объем потребности того или иного целевого рынка (в натуральном или денежном выражении) в продукции того вида, которую производит и реализует компания. Основным достоинством системы драйверов стоимости по сравнению с любой другой системой показателей, используемой в управлении бизнесом, является то, что с помощью стоимостных моделей можно оценить влияние любого фактора на создание стоимости в компании, что позволяет контролировать и стимулировать максимальную финансовую эффективность операционной деятельности.

Факторы стоимости можно распределить по нескольким уровням:

- общие факторы — в первую очередь рентабельность инвестированного капитала;
- показатели операционной прибыли и объема инвестированного капитала;
- факторы, с помощью которых вычисляют прибыль компании (доход и издержки); направления инвестирования капитала (различные виды активов);

- уровень специфических факторов (клиентская база, эффективность использования ресурсов);
- уровень оперативных факторов (цены на отдельные виды ресурсов, платежная политика, дефицит ресурсов, наличие поставщиков, стоимость ремонта основных средств).

Важно установить влияние каждого фактора на стоимость компании (осуществить факторный анализ). Тестирование системы факторов производят как в обычной текущей деятельности, так и в критических ситуациях, таких как дефицит сырья и материалов, ценовые войны, негативные изменения законодательства и др.

Контрольные вопросы и задания

1. Перечислите основные факторы, влияющие на стоимость бизнеса.
2. Какие факторы можно отнести к факторам макроэкономического риска.
3. Назовите основные источники информации о внешней среде деятельности компании.
4. Приведите факторы, которые относят к внутренним условиям деятельности компании.
5. Какими финансовыми показателями можно выразить ключевые факторы стоимости?
6. Раскройте содержание драйверов стоимости.
7. Какие варианты факторных моделей стоимости Вы знаете?

1.5. Ключевые параметры эффективности управления стоимостью

Для создания системы управления бизнесом на базе КФС разрабатывают систему целевых нормативов эффективности и корпоративных стандартов. В качестве целевых нормативов эффективности выступают конкретные значения КФС, установленные в виде плановых заданий компании в целом, филиалам, бизнес-единицам и другим функциональным подразделениям.

В качестве ключевых интегральных показателей А. Дамодаран предлагает использовать рентабельность вложенного капитала и коэффициент реинвестирования. Подобный подход позволяет, по мнению автора, учесть перспективы развития компании и интересы акционеров.

Во-первых, рентабельность вложенного капитала выражает отдачу на вложенные средства и определяет прибыль, которую компания получит в будущем при сохранении текущего уровня эффективности использования активов.

Во-вторых, коэффициент реинвестирования позволяет учесть долю прибыли, которая будет направлена на новые инвестиции в будущем, чтобы обеспечить последующий ее рост. Таким образом, рост прибыли без реинвестирования ее части в оборотный капитал и чистые капитальные затраты проблематичен.

В модели показатели рентабельности инвестированного капитала вычисляются следующим образом:

$$ROIC = EBIT \times (1 - T) / (BD + BE); \quad (1)$$

$$RR = (CE - D) - \Delta NWC / EBIT \times (1 - T); \quad (2)$$

где ROIC – рентабельность капитала (%);
 EBIT – прибыль до выплаты процентов и налогов;
 T – ставка налога на прибыль, доли единицы;
 BD – балансовая стоимость обязательств;
 BE – балансовая стоимость акционерного капитала;
 RR – коэффициент реинвестирования;
 CE – капитальные затраты;
 D – амортизация;
 ΔNWC – прирост чистого оборотного капитала.

Перемножим выражения (1) и (2), тогда получим

$$ROIC \times RR = \frac{(CE - D) - \Delta NWC}{BD + BE}; \quad (3)$$

В правой части формулы показан темп прироста капитала как отношение приращения капитала к стоимости всего капитала. Именно такой рост прибыли должна иметь компания при постоянном коэффициенте реинвестирования и рентабельности инвестированного капитала. Отсюда:

$$g = ROIC \times RR, \quad (4)$$

где g – темп прироста прибыли.

Следовательно, темп прироста прибыли, характеризующий потенциал развития компании, согласно модели А. Дамодарана, обусловлен рентабельностью активов и ее политикой в области реинвестирования капитала.

Широкое распространение получила трехфакторная модель рентабельности собственного капитала, предложенная компанией Du Pont. Приведем ее алгоритм:

$$ROE = \frac{PN}{E} = \frac{PN}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E} \times 100; \quad (4)$$

где ROE – рентабельность собственного капитала, (%);

PN – чистая прибыль;

S – объем продаж в денежном выражении;

A – стоимость активов компании;

E – величина собственного капитала;

PN/S – рентабельность продаж;

S/A – оборачиваемость активов;

A/E – структура капитала.

В 70–80-е годы прошлого столетия был предложен ряд показателей, отвечающих важнейшему требованию рыночной экономики – повышению благосостояния акционеров, а, следовательно, и капитализации. Наиболее известными и наиболее распространенными из них являются «чистая прибыль на обыкновенную акцию» (EPS) и показатель «Цена к доходу» (P/E). В России параметр EPS является обязательным для акционерных обществ, а его значение должно быть отражено в публичной отчетности (Отчет о финансовых результатах. Форма 2).

Развитие концепции денежных потоков привело к созданию группы показателей. Для оценки и управления бизнесом используют два из них: «Денежный поток для всего капитала» и «Денежный поток для собственного капитала».

Денежный поток для всего капитала = Прирост денежных средств – Отток денежных средств = [Выручка в базовом периоде \times (1 + Темп роста выручки) \times Рентабельность продаж \times (1 – Ставка налога на прибыль)] – Чистые капитальные вложения – Прирост чистого оборотного капитала.

Денежный поток для акционерного капитала включает еще один показатель – долг, исключаемый из корректируемой выручки базового периода.

В последние годы многие зарубежные ученые-экономисты уделяют много внимания концепции экономической добавленной стоимости (Economic Value Added – EVA).

EVA базируется на концепции остаточного дохода, предложенной А. Маршаллом. Более детально данную концепцию обосновал и предложил на рынке консалтинговых услуг С. Стюарт (1990 г.).

Таблица 1.1

Развитие парадигмы вычисления стоимости и эффективности деятельности компании в экономической науке

50-е гг.	70-е гг.	80-е гг.	90-е гг.
1. Модель Дюпона 2. Рентабельность инвестированного капитала (ROIC) 3. Рентабельность собственного капитала (ROE)	1. Чистая прибыль на одну акцию (EPS) 2. Коэффициент отношения цены акции и чистой прибыли на одну акцию (P/E)	1. Коэффициент отношения рыночной и балансовой стоимости акций (M/B) 2. Рентабельность акционерного капитала (ROE) 3. Рентабельность чистых активов (RONA) 4. Денежный поток (Cash Flow)	1. Экономическая добавленная стоимость (EVA) 2. Прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации (EBITDA) 3. Рыночная добавленная стоимость (MVA) 4. Акционерная добавленная стоимость (SVA) 5. Денежный поток отдачи на инвестированный капитал (CEROI)

Расчет EVA осуществляют двумя методами:

$$EVA_1 = NOPAT - WACC \times IC; \quad (5)$$

где, NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) — прибыль после выплаты налогов;

WACC — средневзвешенная стоимость капитала (%);

IC — инвестированный капитал.

$$EVA_2 = (ROI - WACC) \times IC; \quad (6)$$

ROI (Return on Investment) — рентабельность инвестированного капитала (%).

EVA является индикатором качества управленческих решений, так как постоянная положительная величина этого показателя характеризует рост стоимости компании, тогда как отрицательная — ее снижение.

Повышая значение EVA путем воздействия на факторы, участвующие в модели, менеджер определяет увеличение стоимости компании. При этом повышение стоимости бизнеса возможно:

1. За счет роста доходов от реализации и снижения величины затрат. Экономия на затратах может быть получена путем: управления издержками (стратегия лидерства по затратам), повышения

- эффективности бизнес-процессов (внедрение реинжиниринга), сокращения нерентабельных производств и т.д.
2. Путем расширения, то есть вложения средств в инвестиционные проекты, доходность которых выше затрат на капитал, вовлеченный в реализацию таких проектов.
 3. Посредством повышения эффективности управления активами: продажа убыточных и непрофильных активов, сокращение сроков оборачиваемости запасов и дебиторской задолженности.
 4. Путем управления финансовой структурой капитала, что приводит к снижению его средневзвешенной стоимости, а следовательно, к росту стоимости предприятия.

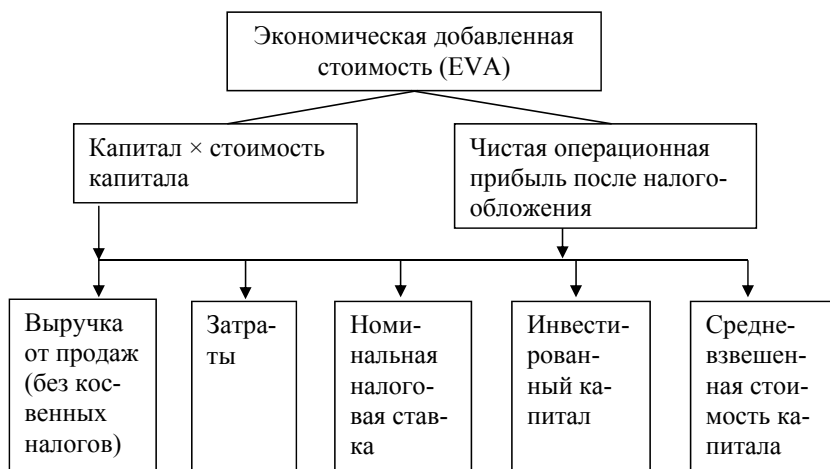


Рис. 1.1 Ключевые факторы формирования EVA

EVA — наиболее распространенный показатель для оценки процесса создания стоимости бизнеса. Причина в том, что данный параметр можно относительно легко определить. Однако простота расчета самого показателя EVA сопровождается трудностями, связанными с внесением существенных поправок относительно составляющих модели.

Наиболее существенными корректировки прибыли и величины капитала при вычислении стоимости бизнеса на базе модели EVA являются:

1. Стоимость части нематериальных активов (например, НИОКР), которые обеспечивают получение выгод в будущем, при расчете EVA должна капитализироваться, а не списываться в расходы. Следовательно, величина капитала должна быть скорректирована на сумму капитализированных нематериальных активов

за вычетом накопленной амортизации. На величину амортизации анализируемого периода следует откорректировать объем NOPAT (прибыль после выплаты налогов).

2. Общая сумма отложенных налогов прибавляется к величине капитала. Для расчета величины NOPAT прирост суммы отложенных налогов за рассматриваемый период также прибавляется к величине прибыли.
3. При расчете EVA целесообразно измерить доход, генерируемый капиталом, вложенным в компанию. По этой причине при расчете величины капитала прибавляется накопленная гудвилл (деловая репутация) — нематериальные активы поглощаемой компании. Гудвилл проявляется в том, что поглощающая фирма платит за активы больше, чем следует из их балансовой стоимости.

При слиянии гудвилл может не увеличиваться в связи с объединением интересов компаний, т.е. отсутствием факта покупки. Например, гудвилл не увеличился при слиянии Daimler и Chrysler в 1998 г.

Показатель EVA имеет недостатки. Прежде всего на его величину существенно влияет первоначальная оценка инвестированного капитала: если она занижена, то добавленная стоимость высока и наоборот. Это снижает объективность результатов вычислений. Кроме того, корректировки балансовой величины инвестированного капитала вносят дополнительные неточности в оценку стоимости бизнеса, поскольку не отражают реальной рыночной ситуации.

Значительный недостаток модели состоит также в том, что основная часть добавленной стоимости при использовании предложенных формул приходится на постпрогнозный период. Чтобы снизить влияние данного негативного фактора, на практике применяют не абсолютные значения EVA, а ежегодные приросты этого показателя, что усложняет интерпретацию их результатов и снижает аналитическую ценность модели.

По мнению ученых-экономистов, параметр Market Value Added (MVA) — также явный критерий создания стоимости¹. С позиции теории корпоративных финансов MVA выражает дисконтированную стоимость всех настоящих и будущих инвестиций.

$MVA = \text{Рыночная капитализация (рыночная стоимость акционерного капитала)} + \text{Рыночная стоимость долга} - \text{Совокупный инвестированный капитал (балансовая стоимость)}$.

При необходимости в балансовую оценку совокупного капитала следует внести поправки для устранения искажений, вызванных методами учета и учетными принципами.

¹ Грязнова А. Г., Федотова М. А. Оценка бизнеса. — М: Финансы и статистика, 2006.

Стоимость бизнеса устанавливают как разницу между рыночной стоимостью всего капитала компании и совокупным инвестированным капиталом.

В рамках данной модели оценка эффективности управления стоимостью базируется на следующих положениях:

- если рыночная капитализация (инвестированный капитал) > 1 , то есть MVA положительна, то рынок оценивает бизнес как повышающий стоимость. В этом случае инвестиции в него выгодны;
- если ROIC/WACC > 1 , то бизнес также формирует стоимость и выгоден для вложений капитала.

Однако оценка эффективности функционирования бизнеса, ориентированная только на эту модель, таит в себе опасность того, что руководство будет принимать решения, оказывающие краткосрочное влияние на курс акций, но понижающие стоимость в будущем (например, за счет понижения бюджета НИОКР).

Некоторые исследователи рассматривают модель MVA как модификацию (форму) модели EVA. Связь между рассматриваемыми параметрами действительно существует. Так, например, рыночная стоимость, выраженная в показателе MVA, является, по сути, дисконтированной суммой всех будущих EVA.

Параметр Shareholder Value Added (SVA) — акционерная добавленная стоимость — в работах А. Н. Раппопорта представлен как приращение между двумя показателями — стоимостью акционерного капитала после некоторой сделки и стоимостью аналогичного капитала до этой сделки. А. Раппопорт разработал модель, которая описывает стоимость компании и учитывает изменения периода конкурентных преимуществ, текущего уровня продаж, ставки налога на прибыль, инвестиций в оборотный капитал, чистых капитальных вложений и средневзвешенной стоимости капитала. В современных условиях часто используют несколько иную трактовку данной модели: SVA — это приращение между расчетной стоимостью акционерного капитала (например, методом дисконтированных денежных потоков) и балансовой стоимостью акционерного капитала).

Данные показатели заложены в рекомендованный им расчет критериев, показывающих изменение стоимости компании — добавленной акционерной стоимости (SVA). Главными недостатками данной модели являются трудоемкость расчетов и проблемы, связанные с прогнозом денежных потоков.

Показатель Cash Flow Return on Investment (CEROI) — денежный поток отдачи от инвестиций. В рамках этой модели денежный поток отдачи от инвестиций устанавливают исходя из формулы:

$$\text{CEROI} = \frac{\text{Скорректированные денежные потоки в текущих ценах}}{\text{Скорректированные денежные оттоки в текущих ценах}}$$

Расчет CEROI состоит из следующих этапов:

1. Определение денежных притоков в течение экономического срока службы активов. Данный срок вычисляют как отношение суммарной стоимости активов к амортизационным отчислениям.
2. Расчет величины суммарных активов, которая будет выступать в качестве оттока денежных средств.
3. Корректировка как притоков, так и оттоков на коэффициент инфляции, т.е. приведение их к текущим ценам.
4. Внесение необходимых поправок в расчетные величины для нивелирования искажений, вызываемых различными системами отчетности. (Например, для вычисления денежных потоков чистый доход корректируют на суммы амортизации, проценты по заемному капиталу, выплаты по договорам лизинга и др.). Балансовую стоимость активов корректируют на суммы накопленной амортизации, стоимость имущества, полученного по договорам лизинга, и т.д.).
5. Далее осуществляют расчет CEROI в соответствии с алгоритмом.

Если параметр CEROI превышает требуемый инвесторами уровень доходности, то бизнес создает стоимость; наоборот, если CEROI меньше требуемой доходности, то стоимость бизнеса будет падать.

Преимущество показателя CEROI — учет денежных потоков, генерируемых бизнесом, а также фактора инфляции. Это связано с тем, что как денежные потоки, формируемые существующими и будущими активами, так и первоначальные инвестиции выражают в текущих ценах.

К недостаткам CEROI можно отнести тот факт, что данный показатель является относительным, а его расчет достаточно сложен, поскольку необходимо идентифицировать все денежные потоки, генерируемые существующими и будущими активами.

Показатель Cash Value Added (CVA) — добавленная денежная стоимость — более точно отражает результаты работы предприятия. Его можно использовать для целей перспективного инвестирования в дочерние фирмы.

Добавленная денежная стоимость представляет собой чистые денежные потоки за вычетом затрат на капитал:

$$CVA = CBI_j - NA_0 \times WACC,$$

где CVA — добавленная денежная стоимость;

CBI_j — чистый денежный поток до процентных платежей;

NA_0 — чистые активы в оценке по первоначальной стоимости;

WACC — ставка средневзвешенных затрат на капитал.

Применение данного показателя позволяет более реально оценить вклад каждого филиала в общую стоимость предприятия, так

как учитывает денежные потоки, генерируемые инвестициями, размер используемых активов и стоимость капитала. При этом обеспечивают сравнимость значений показателя для дочерних филиалов компании.

Показатель CVA целесообразно использовать для целей оценки перспектив инвестирования в те или иные направления бизнеса. При этом дополнительные аналитические возможности дает расчет прироста CVA текущего периода относительно предыдущих периодов, позволяя делать выводы о приросте стоимости в текущем периоде.

Контрольные вопросы и задания

1. Назовите целевые факторы стоимости и охарактеризуйте их взаимосвязь.
2. Какими интегральными показателями определяют эффективность менеджмента, основанного на стоимости (VBM)?
3. Приведите ключевые стоимостные параметры и их функции.
4. Раскройте экономическое содержание моделей MVA и SVA. В каких ситуациях их можно использовать?
5. Что выражает показатель добавленной денежной стоимости (CVA)?

1.6. Технология процесса управления стоимостью

Стоимость бизнеса можно повысить путем управления приоритетными факторами. На практике используют три основных способа воздействия на стоимость компании.

Во-первых, реализация инвестиционных проектов, связанных с техническим совершенствованием производства, расширением инфраструктуры, повышением качества продукции в соответствии с возрастающими потребностями рынка, — наиболее распространенный способ увеличения стоимости компании. Привлекая внешних инвесторов, предприятие может повысить свою стоимость. Прирост стоимости может быть выше, чем вложенные средства. Реализация крупномасштабных инвестиционных проектов в реальном секторе экономики гарантирует наибольший прирост стоимости.

При этом должен быть соблюден жесткий отбор проектов по критерию их значимости для стоимости компании. Из проектов, прошедших первый этап отбора, целесообразно выбрать те, которые имеют наилучшие финансовые показатели с позиции инвестиционного анализа (NPV, IRR, OPI и т.д.).

Во-вторых, структурная перестройка компании (создание новых производств, бизнес-единиц, бизнес-процессов, избавление от непрофильных активов и др.). Данный способ эффективен для крупных многопрофильных компаний с многолетней историей работы на рынке. Его широко используют на Западе. Поэтому многие российские компании широко используют его для увеличения стоимости. Материальные издержки на осуществление реструктуризации компании, как правило, значительно меньше возможных затрат при реализации инвестиционной программы, поскольку компания повышает результативность операционной деятельности. Однако при этом возникает риск управления, так как информационная, контрольная и отчетная системы компании могут оказаться не готовыми реализовать свои функции в процессе реструктуризации. Поэтому приоритетное значение имеет уровень квалификации управленческого персонала.

В-третьих, прозрачность и открытость компании. В современном российском бизнесе существует расхождение между внешней оценкой стоимости компании (со стороны потенциальных инвесторов и кредиторов) и тем, как ее оценивают собственники и менеджеры. Данная разница возникает вследствие того, что субъекты внешней среды обладают, как правило, меньшей информацией о компании по сравнению с собственниками и менеджерами. Поэтому осуществление мероприятий, повышающих прозрачность и открытость бизнеса, приводит к росту стоимости компании.

Данный способ, так же как и действия по реструктуризации компании и реинжинирингу бизнес-процессов, не требует столь значительных затрат, как реализация инвестиционных проектов, но может существенно повысить стоимость компании.

Правильно организованное управление стоимостью означает, что все действия компании (финансовый анализ и контроллинг, приемы менеджмента) направлены к одной общей цели: помочь компании максимизировать свою стоимость. Для этого необходимо в процессе принятия управленческих решений сконцентрировать внимание на ключевых факторах стоимости. При достаточно отлаженной технологии управления стоимостью такие действия руководства, как планирование, анализ и оценка результатов деятельности, обеспечивают менеджмент компании достоверной информацией и необходимыми стимулами для создания новой стоимости. Так, руководителю филиала (бизнес-единицы) нужна информация, которая позволила бы ему количественно установить и сравнить стоимость альтернативных стратегий его компании. Имея такую возможность, он будет стремиться выбрать стратегию, которая максимизирует стоимость. Побудительным мотивом

в данном случае служат конкретные финансовые цели, определенные для него руководством головной компании.

Важное значение при этом имеет пересмотр стратегии совместно с руководством материнской структуры.

Управление стоимостью оправдывает себя и на самом высоком уровне организации. Данная система снабжает совет директоров деловой информацией о стоимости различных стратегий и помогает оценить результаты слияния, поглощения и реструктуризации.

Приоритетными элементами регулярной системы управления стоимостью являются:

1. инструменты управления стоимостью;
2. кадры, достаточно подготовленные и способные профессионально использовать эти инструменты;
3. система поощрения, стимулирующая специалистов использовать инструменты стоимостного управления;
4. рациональные процессы управления, которые помогают, а не препятствуют деятельности по созданию стоимости;
5. эффективный собственник, который мотивирует менеджмент и помогает ему в создании стоимости.

Под управлением стоимостью правильнее всего понимать взаимодействие стоимостного мышления и управленческих инструментов (процессов и систем), необходимых для трансформации этого мышления в конкретные действия.

Наличие стоимостного мышления означает, что менеджеры высшего звена по взаимному согласию четко представляют свою основную финансовую задачу в максимизации стоимости компании. У них есть твердое, основанное на научном анализе понимание того, какие параметры деятельности влияют на стоимость компании. Аналитические инструменты управления стоимостью, такие как стоимостная оценка методом дисконтированного денежного потока и анализ факторов стоимости, в достаточной мере обеспечивают компанию информацией для принятия решений, способствующих созданию новой стоимости.

Управленческие технологии, к которым относят планирование, подготовку целевых нормативов, оценка результатов и система мотивации, побуждают менеджеров добиваться максимизации стоимости компании. Данные процедуры могут оказаться действенными при оперативном планировании, разработке операционных и финансовых бюджетов, принятии иных решений, которые базируются на стоимостных принципах.

Весь процесс подготовки к управлению стоимостью компании можно условно разделить на несколько этапов.

Первый этап. Изучение ситуации (диагностика экономического потенциала) и оценка текущей стоимости компании (бизнеса).

На этом этапе:

- 1) осуществляют диагностику реального положения компании во всех направлениях деятельности: маркетинг, снабжение, производство, сбыт продукции, управление, финансы и др.;
- 2) устанавливают стоимость на текущий момент.

С одной стороны, проводят диагностику, с другой — определяют базовый уровень, в сравнении с которым в будущем можно оценить эффективность предпринятых действий.

Ключевая цель оценки — определение стоимости активов (бизнеса), что необходимо заказчику для принятия управленческих решений.

В проведении оценки заинтересован не только персонал компании, но также различные государственные и коммерческие организации, физические лица.

Партнеры, заинтересованные в оценке бизнеса, аргументируют ее цели, которые зависят от экономических интересов субъектов оценки (табл. 1.2).

Оценку стоимости отдельных видов активов осуществляют в случаях:

- продажи части капитальных активов;
- страхования недвижимости и определения стоимости страхуемого имущества;
- получения банковского кредита под залог имущества;
- сдачи капитальных активов в аренду;
- оформления части имущества в качестве вклада в уставный капитал.

Таблица 1.2

Субъекты оценочной деятельности и цели оценки

Субъекты оценки	Цели оценки
Компания как юридическое лицо	Определение экономической безопасности
	Составление программы развития
	Эмиссия акций и корпоративных облигаций
	Оценка эффективности менеджмента
Собственник	Выбор вариантов распоряжения собственностью
	Разработка объединительных и разделительных балансов при реструктуризации
	Обоснование цены купли-продажи компании или ее части
	Установление размера выручки в случае ликвидации предприятия

Кредитная организация	Проверка кредитоспособности заемщика
Страховая компания	Установление размера страхового взноса (премии)
Инвесторы	Проверка целесообразности капиталовложений
	Определение допустимой цены приобретения компании с целью включения ее в инвестиционный проект
Фондовая биржа	Установление возможности допуска акций компании к публичным торгам, а также иных конъюнктурных характеристик
Государственные органы	Подготовка компании к приватизации
	Вычисление облагаемой базы для различных видов налогов
	Установление выручки от принудительной ликвидации в результате банкротства
	Оценка для судебных целей

Второй этап. Корректировка стратегии развития компании в направлении увеличения стоимости.

На данном этапе:

- формируют систему ключевых факторов стоимости;
- осуществляют ее тестирование;
- устанавливают целевые качественные и количественные значения ключевых факторов стоимости;
- проводят согласование стратегии компании с целевыми значениями ключевых факторов стоимости;
- выбирают оптимальную из возможных стратегию развития компании.

Критерий выбора — максимальный уровень будущей стоимости. После этого рассматривают пути достижения названных параметров. В стратегии приводят целевые значения факторов стоимости более высокого уровня (например, уровень прибыли, который может быть достигнут при определенном уровне стоимости сырья и материалов для основной продукции). Далее сравнивают различные варианты стратегии компании (например, стратегия, нацеленная на развитие собственной сбытовой сети, и стратегия работы с посредниками). Оптимальной считают ту, которая обеспечит наибольший рост стоимости компании. На данном этапе важно выдержать последовательность выполнения работ.

Третий этап. Разработка плана мероприятий (бизнес-плана) исходя из выбранной стратегии.

На этом этапе:

- составляют план изменений в организационно-функциональной структуре для установления зон ответственности подразделений (бизнес-единиц) компании;
- разрабатывают план производства, маркетинга, сбыта, ориентированный на достижение целевых показателей факторов стоимости, установленных на этапе формирования стратегии;
- определяют значения факторов стоимости более низкого уровня, изменение которых влияет на факторы стоимости высших уровней;
- готовят инвестиционные программы;
- разрабатывают мероприятия по управлению рисками.

Следовательно, составляют бизнес-план, включающий все аспекты деятельности организации. Сроки разработки — от 1 до 2-х месяцев. Данный план наиболее понятен большинству российских компаний. Сложность этого этапа заключается в необходимости создать систему критериев, которые позволят руководству оперативно оценить эффективность тех или иных мероприятий.

Четвертый этап. Реализация плана мероприятий (внедрение системы управления стоимостью).

Этот этап самый важный и продолжительный. Последовательность действий следующая:

- факторы стоимости распределяют по структурным подразделениям предприятия и исполнителям как объекты контроля и ответственности;
- менеджеры компании разрабатывают методы управления факторами стоимости;
- осуществляют мониторинг исполнения плана и аналитическую работу, выявляют количественные и качественные отклонения достигнутых значений соответствующих показателей от целевого уровня, устраняют отклонения; при необходимости изменяют цели и корректируют планы.

Следует иметь в виду, что в первую очередь сопротивление изменениям оказывает персонал на различных уровнях компании. Нарушение плановых сроков — обычная практика. Чтобы избежать негативных моментов, применяют корректировки бизнес-планов по срокам и выделяемым материальным ресурсам. Возможно также изменение последовательности действий.

Для успешного завершения четвертого этапа топ-менеджеры компании должны сосредоточить внимание на мотивации сотрудников, на разъяснении необходимости и значимости изменений. Для более успешной работы руководитель вправе создать самостоятельное подразделение, придав ему следующие функции: плани-

рование, контроль над изменениями внешней среды бизнеса, изменением и корректировкой бизнес-плана.

В необходимых случаях может быть привлечен консультант, обладающий соответствующим опытом, для помощи на наиболее сложных этапах. Участие консультанта позволяет сократить сроки проведения работы и ускорить получение результата.

Контрольные вопросы и задания

1. Назовите элементы, включаемые в систему управления стоимостью компании.
2. Раскройте содержание понятия «стоимостное мышление».
3. Расскажите об этапах создания системы управления стоимостью бизнеса. Охарактеризуйте каждый из них.
4. Назовите организационные мероприятия, позволяющие увеличить стоимость бизнеса в краткосрочном периоде.
5. В каких случаях осуществляют оценку отдельных видов активов компании?
6. Какими способами можно достичь стратегического преимущества в стоимости?

1.7. Информационное обеспечение управления стоимостью

Информация, используемая в процессе оценки и управления стоимостью бизнеса, должна быть достоверной, точной и представительной. Для комплексного применения информации в процессе оценки стоимости компании (объекта) ее можно классифицировать как внешнюю и внутреннюю.

Внешняя информация характеризует условия деятельности компании в определенной сфере бизнеса. Внутренняя информация дает представление о деятельности компании в целом.

Объем и характер внешней информации различается исходя из целей. Информацию целесообразно представлять в достаточном объеме и ориентированной на оцениваемый объект.

Макроэкономические параметры включают сведения о том, как влияет на деятельность компании изменение экономической ситуации в стране. Исходя из целей, макроэкономический обзор можно выделить в отдельный раздел отчета об оценке или раскрыть в общем контексте отчета.

Основные факторы макроэкономического характера:

- темпы роста валового внутреннего продукта (ВВП);

- уровень инфляции;
- изменение учетной ставки банковского процента;
- изменение обменного курса валют;
- уровень политической стабильности;
- состояние рынка капитала как источника необходимой информации, например, о возможных ставках дохода по альтернативным вложениям, об операциях со свободно обращающимися акциями, о слияниях и поглощениях компании и др.

Внутренняя информация характеризует текущую (операционную) деятельность компании. Пользователь должен получить максимально полную и достоверную информацию, чтобы понять особенности оцениваемой компании (бизнеса).

Данный информационный блок включает:

- исторический аспект деятельности компании;
- характеристику поставщиков и покупателей товаров (услуг);
- производственные мощности;
- менеджмент;
- внутреннюю финансовую информацию за последние два года (бухгалтерский баланс, отчет о финансовых результатах, отчет о движении капитала, отчет о движении денежных средств);
- долю акционеров в капитале предприятия или ценных бумаг, подлежащий оценке, включая права, привилегии и условия, количественные характеристики, факторы, влияющие на контроль и соглашения, ограничивающие продажу или передачу;
- данные о предыдущих сделках с участием оцениваемой компании, долю акционеров в капитале организации или ее акций и др.

Если в компании разработан бизнес-план, то соответствующие данные можно взять из его разделов. Например, организационно-правовая форма, величина уставного капитала, сведения о владельцах наибольших долей уставного капитала и контрольных пакетов акций и пр.

Анализируя маркетинговую стратегию, оценщик обязан изучить следующую информацию:

- объем продаж за прошлый и текущий периоды и прогноз на ближайшее будущее;
- себестоимость продаж;
- прогнозируемое изменение объема спроса на продукцию предприятия;
- периоды жизненного цикла товаров;
- политику в области рекламы и т.д.

Следовательно, в процессе оценки бизнеса необходимо использовать ретроспективную учетную информацию (бухгалтерскую отчетность) и текущие финансово-экономические показатели, характеризующие финансовую устойчивость, платежеспособность, доходность, деловую и рыночную активность компании. Следует иметь в виду,

что время учета используемых данных и момент оценки между собой не совпадают. Расхождение данных во времени создает условия для появления в них искажений. Среди них можно назвать: изменение стандартов учета исходных данных, деноминацию денежных единиц, колебания курса валют, структурные изменения цен и т.д.

Эти несоответствия создают проблему корректировки всей используемой финансовой отчетности для приведения их к общему временному эталону, в роли которого выступает момент оценки.

Приведение и корректировка финансовой отчетности может включать:

- приведение финансовой информации об оцениваемом предприятии и компаниях-аналогах к единой основе;
- пересчет отчетных стоимостей в текущие;
- корректировку статей доходов и расходов с целью достаточно полного отражения результатов работы предприятия за длительный период времени;
- учет нефункционирующих активов и обязательств и связанных с ними доходов и расходов.

Приведение финансовой отчетности к единой основе состоит в следующем. В рамках российской системы бухгалтерского учета корпорация иногда имеет свободу выбора методов ведения учета. Этот выбор закрепляют в приказе «Об учетной политике предприятия» сроком на один год, и он может изменяться в течение ряда лет. Правила разработки бухгалтерской отчетности не требуют отражения реальной рыночной стоимости тех или иных активов компании. В такой ситуации компании предпочитают использовать те методы бухгалтерского учета, которые позволяют минимизировать налоги.

Поскольку отечественное законодательство не предоставляет стандартов на составление финансовых документов по рыночной стоимости, то возможным вариантом является приведение отчетности к стандартам IAS или GAAP.

Оценка компании должна базироваться на реальных (очищенных от влияния инфляции) значениях используемых показателей. В условиях существенного изменения цен учетные значения стоимостных показателей значительно отличаются от их реальных значений. Следовательно, использование учетных данных требует их корректировки исходя из динамики цен, т.е. инфляции.

В теории финансового менеджмента существуют два альтернативных пути корректировки (очищения) показателей на влияние инфляции:

- прямая корректировка активов и денежных сумм на значения инфляционного фактора;
- учет влияния инфляции на активы и денежные суммы посредством включения в процедуру дисконтирования инфляционного фактора.

В странах с развитой рыночной экономикой различия в значениях итоговых показателей при использовании указанных подходов минимальны. В странах с высокими темпами инфляции появляются заметные различия в значениях итоговых показателей в зависимости от того или иного подхода корректировки на инфляцию. При проведении оценки в России предпочтительнее использовать метод, основанный на прямой корректировке денежных сумм на значения инфляционного фактора.

В качестве значений инфляционных показателей исходя из сферы деятельности компании можно использовать: индекс цен предприятий-производителей; индекс потребительских цен; значения девальвации основной валюты; индекс цен, рассчитанный для конкретной компании.

Как уже отмечалось, оценщик должен изучить ретроспективную финансовую отчетность оцениваемой компании. При оценке корпорации в России, чаще всего бывает необходимо осуществлять поквартальный анализ финансовой (бухгалтерской) отчетности как минимум за два года, предшествующие дате оценки. Если оцениваемое предприятие относят к сезонным, то анализ финансовой отчетности обязательно осуществляют на базе поквартальной отчетности как минимум за прошедшие два года.

На втором этапе следует откорректировать финансовую отчетность на возможные отклонения от правил ведения бухгалтерского учета, а также произвести различные нормализованные корректировки (см. табл. 1.3).

Таблица 1.3

Наиболее часто встречающиеся отклонения от правил ведения бухгалтерского учета

Отклонения	Интерпретация отклонения
1. Занижение безнадежной дебиторской задолженности	Собственники компаний с большим объемом продаж в кредит настроены оптимистично в отношении погашения дебиторской задолженности.
2. Неучтенные доходы	Владельцы отдельных предприятий предпочитают не показывать в бухгалтерской отчетности часть продаж, осуществленных за наличный расчет.
3. Несписание устаревших или поврежденных материально-производственных запасов (МПЗ)	Эта ошибка часто встречается у компаний с большими МПЗ обширной номенклатуры.

<p>4. Отражение в финансовой отчетности устаревшего, поврежденного или ненужного оборудования</p>	<p>Данная проблема чаще всего возникает у компаний с большими капиталовложениями в основной капитал, особенно если долго не проводилась инвентаризация. Для целей оценки в балансовом отчете следует отражать только активы и пассивы, необходимые для операционной деятельности. Следовательно, необходима корректировка на непроизводственные и избыточные активы и относящиеся к ним пассивы.</p>
<p>5. Кредиты филиалам и от филиалов</p>	<p>Кредиты филиалам могут быть не связаны с производством. Кредиты от филиалов могут быть отнесены к статьям долгосрочной задолженности или собственному капиталу.</p>
<p>6. Компенсации владельцу или членам его семьи, превышающие или находящиеся ниже разумного уровня</p>	<p>Прибыльные компании могут выплачивать часть своей чистой прибыли владельцам или членам их семей в качестве компенсации. Они могут числиться в компании как «мертвые души». Убыточные компании могут недоплачивать своим владельцам, чтобы снизить сумму убытка. Для целей оценки компенсации владельцам должны быть откорректированы до разумного уровня.</p>
<p>7. Доходы и расходы единовременного характера</p>	<p>Данные доходы и расходы (например, расходы на переезд, прибыль или убыток от продажи капитальных активов и пр.) должны быть исключены из отчета.</p>
<p>8. Сомнительные договора</p>	<p>Компании закрытого типа часто заключают договора, либо не имеющие отношения к операционной деятельности, либо на завышенную сумму. Необходимо провести корректировку на доходы и расходы по таким договорам.</p>

Если необходимо внести поправки в бухгалтерскую отчетность, то на третьем этапе целесообразно заново вычислить налог на прибыль. База для таких расчетов — откорректированная прибыль до налогообложения. На данном этапе рассчитывают откорректированную чистую прибыль.

В процессе оценки предприятия (бизнеса) возникает необходимость проверки его финансового положения. Такая проверка позволяет получить важную информацию об оцениваемой компании и выполнить расчет значений корректировочных показателей, необходимых для определения конечной стоимости бизнеса.

Для целей оценки бизнеса также необходимо учесть фактор риска. Существуют два подхода к трактовке элементов риска при проведении оценочной деятельности:

- осуществление понижающей корректировки ожидаемого будущего потока (прибыли, денежного потока, дивидендов и т.п.), с тем, чтобы оценить данную неопределенность;
- учет риска путем использования повышенной ставки дисконта при оценке ожидаемого потока, чтобы отразить требуемую доходность как вознаграждение за риск.

На практике подход к учету риска путем использования высокой ставки дисконтирования является более часто применяемым.

Экономический смысл используемого повышения ставки дисконтирования состоит в поиске некоторого дополнительного дохода, превышающего безрисковую ставку, как компенсацию за риск владения этими активами. Данный подход представлен двумя наиболее распространенными моделями CAPM и кумулятивным методом, который будет проанализирован в дальнейшем.

Контрольные вопросы и задания

1. Какие виды информации можно отнести к внешней и внутренней?
2. Что выражает инфляционная корректировка отчетности в процессе оценки бизнеса?
3. Что понимают под нормализацией бухгалтерского баланса?
4. Какие корректировки актива баланса могут быть необходимы в процессе нормализации отчетности?
5. Какие корректировки пассива баланса могут быть действенными в процессе нормализации финансовой отчетности?
6. Назовите возможные нормализационные процедуры в отчете о финансовых результатах.
7. Что понимают под приведением учетных показателей к единой базе?

ГЛАВА 2.

Ключевые подходы и методы оценки бизнеса

2.1. Принципы оценки активов (бизнеса)

Принципы оценки можно систематизировать на три группы:

- 1) основанные на представлениях собственника (пользователя);
- 2) связанные с эксплуатацией собственности;
- 3) обусловленные действиями рыночной среды.

Данные принципы представлены в табл. 2.1.

Таблица 2.1

Классификация принципов оценки

Наименование группы принципов	Принципы оценки
I. Основанные на представлениях пользователя (собственника)	1. Полезность 2. Замещение 3. Ожидание
II. Связанные с эксплуатацией собственности	1. Вклад 2. Остаточная продуктивность 3. Повышающиеся (понижающиеся) доходы 4. Сбалансированность (пропорциональность) 5. Экономическая величина 6. Экономическое разделение
III. Обусловленные действием рыночной среды	1. Зависимость 2. Соответствие 3. Предложение и спрос 4. Конкуренция 5. Изменение

Наличие множества принципов не означает, что их можно использовать все сразу. В каждой операции с активами (бизнесом) выделяют основные и вспомогательные принципы. Если речь идет о принципах, то проявляются только ключевые закономерности поведения субъектов рыночных отношений. В реальной действительности целый ряд факторов может ослабить их действие. Например, денежно-кредитная и финансовая политика государства

часто не дает правильной картины проявления тех или иных принципов оценки. Вместе с тем по мере развития рыночных отношений действие объективных принципов оценки собственности будет усиливаться.

Рассмотрим содержание первой группы принципов. Основным критерием стоимости любого объекта для собственника служит его способность приносить доход в конкретном месте и в течение определенного времени.

Принцип полезности состоит в том, что чем больше предприятие способно удовлетворить потребность собственника, тем выше его стоимость. С позиции любого пользователя оценочная стоимость компании не должна превышать минимальной цены на аналогичные предприятия с такой же полезностью. Следует иметь в виду, что за объект целесообразно платить больше, чем может стоить создание нового объекта с такой же полезностью в разумные сроки. Замещающий объект не всегда должен быть точным аналогом, но необходимо, чтобы он был похож на оцениваемый объект. Поэтому пользователь рассматривает его как желаемый заменитель.

Принцип замещения формулируют следующим образом: максимальную стоимость компании определяют минимальной ценой, по которой может быть приобретен другой объект собственности с такой же полезностью. Данный принцип положен в основу трех подходов: доходного, рыночного (сравнительного) и затратного. Близким к принципу замещения является понятие альтернативных издержек (opportunity costs). Альтернативными считают издержки, когда инвестор потеряет гипотетический доход, отказавшись от альтернативных вариантов вложения капитала, вкладывая свои средства в данный объект.

С принципом полезности тесно связан принцип ожидания (предвидения). Полезность предприятия определяют тем, во сколько сегодня оценивают прогнозируемые будущие доходы (ожидаемая выручка от перепродажи объекта). Принцип ожидания заключается в определении текущей стоимости дохода, который может быть получен в будущем от владения имуществом. При этом целесообразно учитывать объем и продолжительность получения ожидаемого будущего дохода. Речь идет о стоимости денег во времени. Процесс приведения будущих доходов к их текущей стоимости получил название дисконтирование (discounting).

Вторая группа принципов обусловлена эксплуатацией объектов собственности и связана с представлением пользователей. Принцип вклада означает, что доходность любой экономической деятельности определяют четыре фактора производства: земля, рабочая сила, капитал и управление. Для оценки предприятия следу-

ет знать вклад каждого фактора в формирование его дохода. Этот принцип означает, что включение дополнительного актива в имущество компании экономически выгодно для нее, если прирост стоимости выше затрат на приобретение данного актива. Каждый фактор должен быть возмещен из доходов, создаваемых предпринимательской деятельностью. Поскольку земельные участки относятся к недвижимому имуществу, факторы рабочей силы, капитала и управления должны быть привлечены к их использованию. Вначале должны быть произведены выплаты по этим факторам, а оставшуюся сумму денежных средств направляют на возмещение пользования земельным участком.

Принцип остаточной продуктивности земельного участка означает, что он дает возможность владельцу извлекать максимальный доход или до предела минимизировать затраты на пользование им. Остаточную продуктивность земельного участка определяют как чистый доход после того, как оплачены расходы на рабочую силу, эксплуатацию капитала и менеджмент. Факторы производства учитывают только в период их воспроизводства и места в обороте капитала. С данной точки зрения, устаревшее технологическое оборудование потребует полной замены, демонтажа и оплаты монтажа нового оборудования, что следует учесть при оценке стоимости предприятия.

Принцип увеличивающихся или уменьшающихся доходов гласит, что по мере добавления ресурсов к основным факторам производства прибыль (чистый доход) будет возрастать ускоренными темпами вплоть до той точки, начиная с которой общий доход хотя и растет, однако уже замедленными темпами. Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не становится ниже, чем затраты на добавленные ресурсы.

Принцип сбалансированности (пропорциональности) заключается в том, что если к земле приложено слишком много факторов производства, то она слабо застроена. Если слишком много — она перегружена застройкой. В обоих случаях землю используют неэффективно, и, в соответствии с принципом остаточной продуктивности, ее стоимость снижается. Все факторы производства должны находиться в определенном соотношении друг с другом, чтобы общие доходы от земли достигали своего максимального значения. Поэтому при соблюдении принципа сбалансированности можно утверждать, что любому типу землепользования соответствуют оптимальные величины различных факторов производства, при сочетании которых достигают максимизации стоимости земельного участка.

Принцип экономической величины (размера) проявляется в том, что участок земли с удачным месторасположением, который

слишком мал или очень велик для возможных пользователей, может потерять в цене на рынке. Следует отметить, что экономический размер — это площадь земельного участка, необходимая для достижения оптимального масштаба землепользования исходя из рыночных условий в данном местоположении. Принцип экономической величины аналогичен принципу сбалансированности, хотя и рассматривается в иной ситуации (применительно к местоположению данного земельного участка).

Принцип экономического разделения гласит, что имущественные права можно разделить и соединить таким образом, чтобы увеличить общую стоимость объекта собственности для его владельца. Например, имущественное законодательство США позволяет разделять и продавать по отдельности имущественные права на землю. В основу такого подхода положена теория «пакета» прав на собственность. Каждое право можно представить как составной элемент единого пакета. Все вместе эти элементы выражают имущественные права, признаваемые законом.

В США используют следующие виды разделения прав:

- 1) физическое разделение — разделение прав на водное и воздушное пространство; на поверхность земли и ее недра; разделение земли на отдельные участки и т.д.;
- 2) разделение по праву пользования — ограниченное право на пользование имуществом третьих лиц при доверительном управлении данным имуществом, лицензии и др.;
- 3) разделение по времени владения — различные виды аренды, пожизненное владение, будущие имущественные права наследников и т.п.;
- 4) разделение по видам имущества — совместная аренда, товарищество, трасты, опционы;
- 5) разделение по залоговым правам — первые закладные, «младшие» закладные, судебные залоговые, участие в уставном капитале и др.

Таким образом, экономическое разделение имеет место, если права на недвижимость могут быть разделены на два и более имущественных интереса, в результате чего возрастает общая стоимость объекта.

Третья группа принципов обусловлена действием рыночной среды.

Принцип зависимости определяется местоположением объекта, которое является одним из важных факторов, влияющим на стоимость недвижимости. Качество местоположения зависит от того, насколько физические характеристики объекта соответствуют принятому в данном районе типу землепользования, а также от его близости к экономической инфраструктуре. Если в окружающей системе землепользования или в экономической среде объекта не-