

СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ КАК ОСНОВНОЙ КРИТЕРИЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ БИЗНЕСА

В статье рассмотрено понятие «стоимость предприятия», значение стоимости в рыночных условиях, определены основные методы оценки стоимости предприятия и факторы, которые влияют на стоимость предприятия.

Ключевые слова: стоимость компании, прибыль, затраты, метод, факторы стоимости, активы, оборотный капитал, дисконтированный денежный поток.

В статті розглянуто поняття «вартість підприємства», значення вартості в ринкових умовах, визначено основні методи оцінки вартості підприємства та фактори, що впливають на вартість підприємства.

Ключові слова: вартість компанії, прибуток, витрати, метод, фактори вартості, активи, оборотний капітал, дисконтований грошовий потік.

The article reviews the concept of "enterprise value", meaning the value in the market, the main methods of enterprise valuation and the factors influencing the price of the company.

Keywords: value of the company, profit, cost, method, cost factors, assets, working capital, discounted cash flow.

Показателем, характеризующим эффективность бизнеса, традиционно считается прибыль. Однако согласно современным подходам к оценке бизнеса в качестве основного критерия его эффективности следует рассматривать стоимость компании

Актуальность исследования. В настоящее время в различных изданиях и публикациях представлены разные точки зрения по проблеме оценки рыночной стоимости компании, оценке стоимости акций компании, целях и областях применения этих критериев развития компаний [1].

Увеличение стоимости бизнеса — это то, к чему стремятся акционеры, поэтому неудивительно, что в странах с развитыми финансовыми рынками менеджеров часто мотивируют принимать такие решения, которые увеличат стоимость компании, а не только текущую прибыль. Сегодня существует несколько методов для оценки стоимости компании.

Нерешенная часть проблемы. Впрочем некоторые важные вопросы остались нерассмотренными в полной мере, а именно аспекты практического применения экономико-математических методов для оценки стоимости предприятий в странах постсоциалистического развития экономики.

Целью настоящей статьи является обсуждение методических аспектов доходного подхода к оценке стоимости компании, сравнение различных расчетных методов и анализ факторов, обуславливающих рыночную стоимость компании.

Анализ последних исследований и публикаций. Большой вклад в популяризацию стоимостного подхода к управлению внесли сотрудники

консалтинговой компании McKinsey. Книга партнеров компании Тома Коупленда (Tom Copeland), Тима Коллера (Tim Koller) и Джека Мурина (Jack Murrin) "Стоимость компаний: оценка и управление" "Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies" стала бестселлером деловой литературы во многих странах мира, в т.ч. и в Украине. Среди российских ученых проблемами управления за факторами стоимости занимаются Белоусова Н., Валдайцев С., Дремова Н., Егерев И., Ивашковская И. Наибольший вклад в развитие основ стоимостного управления с учетом особенностей украинской экономики внесли Жиленко Н., Карцев В., Панков В., Лебидь Н., Мендрул А., Пашков В. и др.

Изложение основного материала. Прибыль — это отражение пути, пройденного бизнесом за один год. Этот показатель не учитывает стратегических решений, результат которых будет виден только через 3–5 лет, но именно такие решения в конечном счете определяют успешность компании и увеличение ее стоимости для владельцев. Тем не менее оценка работы менеджеров производится ежегодно, поэтому у них появляется соблазн принимать решения, которые положительно повлияют в основном на текущие результаты компании, зачастую в ущерб долгосрочному развитию бизнеса[6].

Еще одной причиной, по которой нужно оценивать именно стоимость компании, является необходимость эффективного управления стоимостью капитала. С точки зрения бухгалтера, увеличение заемных средств повышает сумму процентных платежей и соответственно может снизить прибыль. Однако с точки зрения собственников, привлечение заемных средств — более дешевый источник финансирования бизнеса, чем акционерный капитал, и должен максимально использоваться компанией[5]. Следует сразу же затронуть один важнейший аспект оценки бизнеса: независимо от тех цифр, которые мы получим с помощью всевозможных методов оценки, на практике компания, как и любой другой объект, стоит ровно столько, сколько за нее готовы заплатить. Это главное правило оценки бизнеса. Оно означает, что до тех пор, пока не появится реальная возможность продать компанию, никакие заявления о ее стоимости не могут считаться правильными или ошибочными[6].

Метод дисконтированных денежных потоков основан на определении стоимости компании как суммы чистых денежных потоков, которые способна сгенерировать компания, приведенных к настоящему моменту с учетом инфляции и риска. Одной из разновидностей этого метода является метод капитализации доходов[3].

Метод капитализации доходов основан на оценке стоимости компании как отношения чистого денежного потока к коэффициенту капитализации (норма прибыли, умноженная на капитал). Этот метод подходит только стабильным компаниям, не имеющим резких притоков или оттоков капитала[3].

Метод реальных опционов основан на применении модели финансовых опционов (Блэка-Шоулза) к оценке инвестиционных проектов на рынках товаров и услуг[3]. Согласно этому методу возможность компании гибко реагировать на изменения внешней среды тоже имеет определенную цену: при прочих равных условиях компания, имеющая такую возможность, стоит дороже (например, в силу долгосрочных контрактных обязательств или регулирования цен на рынке). Метод реальных опционов популярен у аналитиков и исследователей, но пока лишь немногие компании используют его на практике.

Метод компании-аналога основан на оценке стоимости компании исходя из сделок купли-продажи с акциями или имуществом аналогичных фирм[4].

Метод Ольсона выражает стоимость компании через текущую стоимость ее чистых активов и дисконтированный поток «сверхдоходов» (отклонений прибыли от средней величины по данной отрасли)[3].

Затратный метод основан на оценке стоимости компании как сумме затрат на создание аналогичной компании[3].

С точки зрения метода дисконтированных денежных потоков стоимость компании — это сумма ее денежных потоков, дисконтированных с учетом риска и затрат на капитал. Рассчитывается эта стоимость по следующей формуле:

$$\text{Стоимость компании} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} \quad (1),$$

где n — период, за который существуют прогнозные значения денежных потоков;

r — ставка дисконтирования с учетом риска и стоимости капитала;

FCF_t — чистый денежный поток, доступный компании в периоде t .

Если считать ставку дисконтирования заданной величиной, то оценка стоимости компании сводится к определению прогнозных значений денежного потока. Денежный поток (FCF) рассчитывается по следующей формуле:

$$FCF = EBIT \cdot (1 - tax) - (CAPEX - \text{Амортизация}) - \Delta WC \quad (2),$$

где EBIT (*earnings before interest and taxes*) — прибыль до вычета налогов и процентов по кредиту;

tax — эффективная ставка налогообложения;

CAPEX (*capital expenditures*) — инвестиционные затраты на покупку основных фондов, а также затраты по обслуживанию кредитов на их приобретение;

ΔWC — изменение неденежного оборотного капитала[2].

Следовательно, на размер денежного потока компании влияют уровень прибыли (продажи за вычетом себестоимости и операционных расходов), налогообложения, чистых капиталовложений (инвестиции за вычетом амортизации), а также изменение величины оборотного капитала. Они в свою

очередь могут изменяться под влиянием более мелких факторов, таких как величина дебиторской задолженности или оборачиваемость активов.

Таким образом, видоизменяя и детализируя формулу денежного потока, можно определить полный перечень параметров (факторов стоимости), влияющих на стоимость компании. Установив количественные и логические взаимосвязи между ними, мы и получим модель оценки стоимости компании[3].

Чтобы выявить факторы стоимости, обычно анализируется финансовая отчетность (отчет о прибылях и убытках, баланс, отчет о движении денежных средств), а также другие документы внутрифирменной отчетности.

Для выявления факторов стоимости мы обычно используется форма отчета о прибылях и убытках из управленческой отчетности.

Каждый фактор стоимости в свою очередь может зависеть от других показателей, в том числе и нефинансовых. На рентабельность продаж напрямую влияет себестоимость продукции, которая определяется путем детального анализа составляющих затрат. Эти показатели могут меняться в зависимости от отрасли, стратегии и бизнес-модели компании.

После того как параметры определены, нужно описать математические и логические взаимосвязи между ними, а также определить, как эти параметры влияют непосредственно на величину денежного потока. Как правило, для выявления таких зависимостей анализируют прошедшие периоды работы компании, по которым есть соответствующие данные. При этом часто используется метод моделирования по проценту к реализации. Основная идея этого метода заключается в том, что текущие активы и пассивы изменяются пропорционально продажам, причем такая взаимозависимость носит устойчивый характер. Для показателей, которые изменяются иным образом, возможно, придется строить отдельный прогноз. Например, административные расходы обычно моделируются пропорционально численности административного персонала, а не выручке[5]. На основе предположений об изменении входящих параметров модели строятся прогнозные статьи отчета о прибылях и убытках, баланса и отчета о движении денежных средств. Необходимо обратить внимание на правильность составления прогнозной отчетности. Так если согласно расчетам в какой-то период возникает дефицит денежных средств, нужно определить потребность компании во внешнем финансировании и внести соответствующее изменение в модель: предусмотреть пополнение оборотного капитала, например за счет привлечения дополнительных краткосрочных кредитов. Основная сложность при моделировании оценки стоимости компании — составить верный прогноз операционной деятельности. Для этого нужно знать не только объем рынка, но и другие показатели. Поэтому погрешность расчета, тем более на пять лет, всегда довольно высока. Чтобы снизить риск неверного прогноза, составляются различные сценарии развития с учетом действий конкурентов. После того как получены и скорректированы прогнозные значения денежных потоков,

можно приступать к оценке стоимости компании. При использовании доходного метода это предполагает: расчет ставки дисконтирования; расчет постпрогнозной стоимости[5]. Постпрогнозная стоимость, то есть стоимость денежных потоков компании в постпрогнозные периоды, обычно рассчитывается исходя из того, что компания никогда не прекратит свою деятельность и будет расти теми же темпами, что и экономика в целом, то есть на 2–5% в год. Однако в странах СНГ долгосрочное планирование усложняется высокими рисками, в результате чего ставка дисконтирования в долгосрочном периоде резко возрастает, поэтому постпрогнозными денежными потоками часто пренебрегают. После того как модель оценки стоимости компании уже получена, ее можно использовать, чтобы оценить то или иное решение или проект с точки зрения его влияния на стоимость компании. Для этого достаточно внести соответствующие корректировки в параметры и пересчитать стоимость. Решения, которые повысят начальную оценку стоимости компании, являются положительными и должны быть приняты; решения, которые уменьшают стоимость компании, являются негативными и должны быть отвергнуты[5].

Выводы. Управление стоимостью — это процесс непрерывной максимизации стоимости вашей компании. Оно должно служить ориентиром для принятия решений на всех уровнях — от стратегических, на уровне совета директоров, до повседневных оперативных решений менеджеров низшего звена. Управление стоимостью призвано развить у всех работников компании стоимостное мышление, основанное на ключевых факторах стоимости. Оно должно улучшить двусторонний обмен информацией, поскольку позволяет всем членам организации говорить на одном, понятном всем языке. Его следует усиливать обсуждением итогов деятельности, измеряемых факторами стоимости, и системами поощрения на основе стоимости. И наконец, внедрение управления стоимостью не должно сопровождаться крупными издержками.

ЛИТЕРАТУРА

1. Егоров И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления[Текст]: Учеб. пособие. – М.: Дело, 2003. – 480 с.
2. Коупленд Т., Колер Т., Мури Дж. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст] / Пер.с.англ.М.-ЗАО«Олимп-бизнес»,1999.-924с.
3. Лейфер А.А, Вожик С.В. Оценка компании. Анализ различных методов использования доходного похода [Электронный ресурс].-Режим доступа: /http://www.cfin.ru
4. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств[Текст]. Монографія. – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
5. Старюк П.Ю. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления[Электронный ресурс].-Режим доступа:/ http://www.cfin.ru
6. Стоимость компании: От желаемого к действительному [Текст] / Джулиан Рош; пер.с англ. Е.И.Недбальская; науч.ред.П.В.Лебедев.-Минск : Гревцов Паблицер,2008.-352с.