

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ НА ОСНОВЕ СТОИМОСТНОГО ПОДХОДА

В статье рассматриваются вопросы посвященные управлению стоимостью предприятия с помощью методов основанных на доходе. Описаны методы базирующиеся на денежных потоках и остаточном доходе. Рассмотрена концепция экономической добавленной стоимости как одного из инструментов управления стоимостью бизнеса.

The article considers the items devoted to management of the enterpriser's value using the methods based on profit. The methods which concern the flows of funds and the residual income are described. The concept of economic added value is analyzed as one of the means of business value management.

Ключові слова: управління стоимостью, економічна добавлена стоимость, підприємство.

Вступление. Понимание того, чем определяется стоимость компаний, является критически важным для инвесторов, как профессиональных, так и частных, менеджеров компаний и других заинтересованных лиц. Стоимость является не фактом, а мнением о ценности собственности в заданный момент времени в соответствии с выбранным видом стоимости. Управляя стоимостью, иными словами, повышая ее, менеджеры увеличивают ценность для акционеров и внешних инвесторов.

Управление стоимостью – это динамическая система и основные факторы стоимости статичны только в конкретном состоянии, а именно в момент оценки. На практике они подвержены стохастическим изменениям, поэтому на этапе итоговой оценки их необходимо постоянно пересматривать и смещать приоритеты в управлении ими, если это необходимо. Это придает управлению стоимостью реалистичность, поскольку связывает конкретные действия менеджеров с их воздействием на стоимость предприятия.

Целью настоящей статьи является обсуждение методических аспектов управления стоимостью предприятия на основе доходного подхода, сравнение различных расчетных методов и анализ факторов, обуславливающих увеличение стоимости для акционеров и владельцев бизнеса.

Анализируя научную литературу по данной тематике следует отметить возросший в последнее время интерес ученых и практиков к оценке и управлению стоимостью предприятий. Достаточно широко и объемно описывают данную проблематику Т. Коупленд, Т. Коллеа, Дж. Муррин, а также Ф. Эванс и Д. Бишоп, из отечественных авторов следует отметить Ю.В. Козыря, С.В. Валдайцева и др.

Заданием, которое ставит перед управляющими теория финансового менеджмента, основным считается управление финансами бизнес-единицы с целью повышения ее стоимости. Исходя из этого, и заданием написания статьи является анализ тех методических аспектов управления, которые наилучшим образом будут отражать изменение стоимости бизнеса.

Изложение основного материала. Содержание стоимостного подхода, как концепции управления в соответствии с принципами эффективности, предусматривает оценку, определение и контроль изменения стоимости предприятия, что принципиально отличает его от традиционных методов оценки бизнеса, которые в большинстве своем дают «точечный» во времени результат.

Проводя анализ [1–5] по проблеме целевой функции бизнеса можно выделить следующие аргументы правомочности использования стоимостного подхода (или акционерной стоимости) как наиболее адекватной характеристики целей предприятия:

1. Основная задача менеджеров состоит в максимизации доходов акционеров. Стоимость учитывает важнейшие составляющие доходов (прибыль, риск, рост курсовой стоимости акций), позволяет соизмерить и объединить такие альтернативные целевые функции, как доходность и риск, т. е. комплексно оценить результативность управления.

2. Стоимость может быть определена для всех предприятий. Она дополняет показатель капитализации в отношении предприятий, акции которых в силу ряда причин неликвидны или недооценены, и повышает его адекватность, поскольку ориентируется не на текущие ожидания рынка, а на фундаментальные условия роста курса акций. При отсутствии биржевых котировок оценка стоимости бизнеса – наиболее надежный способ определения рыночной стоимости акций.

3. Стоимость ориентирована на стратегические цели бизнеса и на реализацию инновационных программ. Максимизация стоимости (рост денежных потоков, снижение риска) предполагает ориентацию на потребности общества и отвечает интересам собственников предприятия и менеджменту. Это обеспечивает возможности роста, укрепление деловой репутации. В краткосрочном периоде управление по иным критериям может дать для менеджеров и собственников относительно большие результаты.

4. Стоимость универсальна при определении собственниками назначения акций. Как известно, биржевой курс акций основывается на ожидании прибыли от них. Однако финансовый рынок реагирует на изменения стоимости активнее, чем на изменения прибыли, т. е. стоимость более адекватно отражает интересы акционеров в отношении курса акций. Рост стоимости стимулирует увеличение денежных

потоков, стабилизирует финансовое состояние компании и тем самым максимизирует потенциальные доходы собственников от владения, или продажи акций.

5. Есть основания полагать, что стоимость как целевая функция бизнеса снижает конфликтность интересов отдельных групп участников производства и клиентов (потребителей продукции, услуг). В исследовании Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Муррина [1] приведено доказательство приоритета стоимости бизнеса как целевой функции по сравнению с другими экономическими критериями, основанное на идеальном состоянии рыночных отношений. При определении очередности удовлетворения требований участников бизнеса, последним оказывается собственник, по этой причине заинтересованный и ответственный за состояние бизнеса и удовлетворение требований других его участников. Однако в украинских условиях данное доказательство представляется идеализированным и подтверждается только практикой управления преуспевающих предприятий.

До недавнего времени была недооценена роль нефинансовых факторов роста стоимости предприятия. Кроме того, отсутствовал или был несовершенен организационно-экономический механизм управления стоимостью, в частности, наблюдалось несоблюдение интересов менеджеров всех уровней в приросте стоимости с точки зрения стратегической цели предприятия.

Рассматривая оценку стоимости компании как инструмент принятия стратегических решений и, как инструмент управления стоимостью компании в целом, так и элементов, участвующих в ее формировании, возможно использование различных методов и моделей оценки, базирующихся на элементах доходного и затратного подходов. Сгруппировать эти методы оценки можно следующим образом [3]:

1. Методы, базирующиеся на денежных потоках: Free Cash Flows (FCF), Eguity Cash Flows (ECF), Capital Cash Flows (CCF).

2. Методы, базирующиеся на концепции остаточного дохода: Economic Value Added (EVA), Shareholder Value Added (SVA), Market Value Added (MVA), CVA.

3. Метод, основанный на совмещении доходов и активов – EBO.

Общей формулой для расчета величины стоимости компании является следующая формула [1, 4]:

Стоимость компании = Сумма текущих стоимостей будущих денежных потоков + Рыночная стоимость избыточных активов +/- Излишек /Дефицит собственного оборотного капитала.

Хотелось бы отметить, что преобладающим методом, который реализует финансовый взгляд на предприятие и стоимостную модель управления, стал к 80-м годам 20 века метод дисконтированного денежного потока (DCF method). Являясь основой стоимостного подхода, этот метод использует формулу сложных процентов для приведения прогнозируемых (будущих) денежных потоков, генерируемых объектом оценки к моменту определения стоимости актива (объекта оценки).

Согласно этому методу теоретическая стоимость предприятия зависит от трех параметров: ожидаемых денежных поступлений (CF), продолжительности периода прогнозирования и ставки дисконтирования.

Основной параметр для оценки стоимости акций – это поток дивидендов, для облигаций – купоны и номинал, для инвестиционных проектов – ожидаемая отдача (доходность) на вложенный капитал и др. В зависимости от вида актива, параметр времени может иметь ограниченный (облигации) и неограниченный (предприятие, акции) горизонт прогнозирования. Последний параметр, наиболее существенный, определяется инвестором исходя из доходности альтернативных вариантов вложения капитала. Например, может рассчитываться исходя из процента по государственным облигациям и надбавки за риск [1, 2].

Модель дисконтирования свободных денежных потоков (FCF) как наиболее популярная в настоящее время и часто применяемая украинскими оценщиками, представлена как в фундаментальных работах по теории финансов и финансового менеджмента, так и в специализированной литературе, посвященной проблемам оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компаний [5].

Понятие экономической добавленной стоимости (EVA), являющееся еще одним практическим инструментом управления стоимостью компании, эквивалентно понятию экономической прибыли, которое было предложено А. Маршаллом еще в 1890 году. Он определил, что нормальная прибыль – это прибыль, необходимая для удержания предприятия в бизнесе в долгосрочном периоде (или минимальный доход на инвестиции акционеров), а экономическая прибыль – это любой доход сверх нормальной прибыли [6].

Концепция предполагает, что бизнес будет прибыльным в экономическом смысле, только в том случае, если он будет приносить доходность большую, чем требуемая инвесторами норма доходности.

Для расчета добавленной экономической прибыли могут быть представлены финансовые показатели рентабельности активов компании (ROA) или рентабельности собственного капитала (ROE). Здесь используются традиционные формы финансовой отчетности, однако в них, как правило, величина чистой операционной прибыли и чистых активов бизнеса требует корректировки. Цель вносимых поправок состоит в том, чтобы показатель NOPAT отражал абсолютный, а не приростной подход к оценке эффективности фирмы.

Главным преимуществом концепции экономической добавленной стоимости как инструмента является определение цели: компенсировать совокупные затраты на инвестиционный капитал, т.е. эффективное использование ресурсов, в отличие от стандартной задачи максимизации прибыли, которая

может быть достигнута без учета эффективности использования ресурсов. Концепция добавленной экономической прибыли часто используется в качестве инструмента эффективности подразделений компании вместо понятия чистой прибыли, поскольку дает возможность учесть не только конечный результат – размер полученной прибыли, но и то, какой ценой этот конечный результат был получен – какой объем капитала был использован. Реализация стратегии компании определяется спецификой компании, особенностями менеджмента и организацией бизнес-процессов. Реализация стратегии требует от менеджера умения инициировать необходимые изменения в организации, мотивировать работников, развивать ключевые компетенции и организационные возможности, непрерывно улучшать бизнес-процессы, создавать корпоративную культуру, достигать поставленных в компании целей. Поскольку концепция EVA может использоваться в компании для выстраивания системы показателей реализации целей компании, то на ее основе возможно выстраивание системы поощрений и мотивирования менеджеров для поддержки реализации стратегии компании. Таким образом, создается система поощрения менеджеров за результат с учетом понесенных затрат на достижение установленных показателей, а не за исполнение должностных инструкций. Показатели добавленной стоимости, на которых основывается поощрение, связываются с успешной реализацией стратегии и высокой эффективностью компании.

Таким образом, общая стоимость предприятия может быть получена как дисконтированием свободных потоков наличности, так и дисконтированием потоков EVA с добавлением инвестированного капитала, поскольку стоимость компании зависит как от уже инвестированного капитала, так и от будущей доходности компании, следовательно, только подход к расчету общей стоимости компании является отличным в рассматриваемых моделях.

При этом подход, основанный на определении добавленной экономической стоимости, имеет ряд практических преимуществ, в частности, его использование не требует внедрения каких-то новых, особенных систем учета и финансовой отчетности, достаточно использовать стандартный отчет о прибылях и убытках и бухгалтерский баланс с некоторыми корректировками данных. Кроме того, неоспоримым преимуществом данного метода является то, что менеджеры получают свое вознаграждение на основе фактических достижений за каждый отчетный период, а не на основе прогнозных данных как в методе SVA. А при условии финансовой стабильности компании минимизируется и риск того, что максимизация показателя добавленной экономической стоимости может достигаться в ущерб показателям долгосрочного периода. Следовательно, этот подход может рассматриваться как внутренний инструмент управления в компании.

Использование показателя добавленной экономической прибыли гарантирует, что средняя рентабельность капитала не будет меньше издержек его обслуживания, поскольку компания, решая задачу максимизации экономической прибыли, будет привлекать дополнительный капитал только до тех пор, пока предельная отдача от последней единицы капитала не сравняется с альтернативной стоимостью этой единицы. В то время как при использовании концепции бухгалтерской прибыли компания будет привлекать дополнительный капитал, стремясь максимизировать чистую бухгалтерскую прибыль, пока она не перестанет расти, при этом средняя рентабельность капитала может оказаться как выше, так и ниже его альтернативной стоимости.

Однако показатель добавленной экономической стоимости не лишен недостатков, в частности его применение ограничивается оценкой уже существующего бизнеса и его направлений, перспективы которого могут быть спрогнозированы с высокой степенью точности, метод становится менее полезным для оценки быстрорастущих и новых предприятий.

Развитием подхода экономической добавленной стоимости является разработка инструмента мониторинга изменений стоимости бизнеса – показатель рыночной добавленной стоимости (market value added - MVA), который представляет собой разницу между стоимостью предприятия и инвестированным капиталом. Однако использование рыночной добавленной стоимости имеет ряд ограничений. Его не возможно использовать по отношению к любой компании, поскольку концепция MVA использует рыночную стоимость акций, и, следовательно, может быть рассчитана только для тех компаний, акции которых торгуются на фондовой бирже. Кроме того, концепция MVA может быть применена только ко всему бизнесу в целом, а не к отдельным бизнес-единицам [1, 3, 5].

Как правило, концепция экономической добавленной стоимости, так же как и метод анализа ценности бизнеса для акционеров предназначена для внутреннего использования менеджерами при принятии управленческих решений, в то время как концепция рыночной добавленной стоимости предназначена для инвесторов. Кроме того, концепция добавленной экономической стоимости может применяться в стратегическом планировании, ценообразовании производимой продукции и оказываемых услуг, оценке деятельности и системы мотивации руководящего персонала – менеджеров.

При принятии стратегических решений по формированию портфеля проектов или направлений бизнеса использование концепции добавленной экономической прибыли целесообразно по сравнению со стандартным подходом использования показателя рентабельности капитала или разности показателей рентабельности капитала и лимитирующей нормы доходности в силу того, что позволяет избежать проблемы недостаточного инвестирования капитала, т.е. рассматривать не только проекты (направления

бизнеса), который приносит сверхприбыль, но и те, которые обеспечивают положительную экономическую прибыль.

Существует еще один подход к управлению стоимостью компании на основе модели Ольсона (Edwards-Bell-Ohlson valuation model, EBO). Модель относится к так называемым моделям «остаточного» дохода и ее основная формула представляет собой модель оценки стоимости предприятия.

Указанная модель позволяет использовать преимущества доходного и имущественного подходов. Согласно модели Ольсона стоимость компании выражается через приведенную стоимость ее чистых активов и дисконтированный поток «сверх»-доходов (отклонений прибыли от средней величины по отрасли).

Подход, используемый в модели Ольсона, тесно связан с концепцией добавленной экономической прибыли, поскольку обе концепции основываются на представлении об «остаточной прибыли» – прибыль компании за вычетом ожидаемого уровня доходности. Поток «остаточных» доходов равен разности между ожидаемым потоком чистой прибыли и рядом представляющим ее «нормальные» ожидаемые значения. [7]

Достаточно часто методы, связанные с дисконтированием прибыли или свободных денежных потоков, игнорируют большую часть информации о стоимости компании, содержащейся в бухгалтерском балансе, в результате чего рыночная стоимость компании оказывается «растянутой» во времени, а значительная часть формирующих ее денежных потоков выходит за рамки прогнозного периода и вычисляется как продленная стоимость, однако увеличение горизонтов планирования снижает точность, а значит, при большом горизонте планирования снижается точность оценки стоимости компании в целом.

Использование модели Ольсона оказывается менее подверженным этому эффекту за счет того, что в ней значительный вес имеют реально вложенные в компанию инвестиции – ее чистые активы, а прогнозируется только та часть денежного потока, которая действительно увеличивает стоимость компании – «остаточная» прибыль.

По сути, в модели Ольсона единственной прогнозируемой величиной является разность между показателем рентабельности собственного капитала и ожидаемой нормы доходности на вложенный капитал. Процент превышения рентабельности акционерного капитала над ее среднеотраслевым уровнем, являясь величиной относительной, представляется менее сложным объектом для прогнозирования, чем абсолютная величина денежных потоков компании, что, безусловно, повышает итоговую точность оценки компании.

Выводы. Подводя итоги сказанного, можно сказать, что стоимость компании признается одним из основных показателей ее состояния, который должен постоянно отслеживаться и не существует единого и правильного инструмента управления стоимостью предприятия. Рассматриваемые модели и подходы к управлению стоимостью, не позволяют сделать однозначный выбор для принятия управленческих решений из-за отсутствия четко обоснованного критерия оптимизации рыночной стоимости. Однако оценивая стоимость и принимая стратегические решения про дальнейшие перспективы хорошо использовать концепцию экономической добавленной стоимости и концепцию рыночной добавленной стоимости, т. к. в совокупности обе представляют собой ценность как для внутреннего, так и внешнего управления развитием компании.

Литература

1. Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление / Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Т. – М. : Олимп-Бизнес, 2002. – 565 с.
2. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия / Валдайцев С. В. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2008. – 720 с.
3. Ван Хорн Дж. Основы финансового менеджмента / Ван Хорн Дж., М. Вахович Дж. – М. : Вильямс, 2001. – 465 с.
4. Герасимов Н. Н. Применение модели Ольсона в оценке стоимости компаний [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.cfin.ru
5. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент: Полный курс / Бригхем Ю., Гапенски Л. – СПб., 2007. – 457 с.
6. Маршалл А. Принципы экономической науки : в 3 т. / Маршалл А. – М. : Прогресс-Универс, 1993. – 1078 с.
7. www.publichi-audit.ru

Надійшла 19.08.2011